

## رابطه هزینه بدهی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های

### دارای ارتباطات سیاسی

دکتر فرزین رضایی<sup>۱</sup>، لیلا افروزی<sup>۲</sup>

#### چکیده

تاریخ دریافت: ۹۳/۰۷/۲۷

تاریخ پذیرش: ۹۳/۱۱/۲۰

برقراری و حفظ ارتباط بین شرکت‌ها و دولت معمولاً همراه با کسب مزیت رقابتی صورت می‌گیرد. هدف برخی از مدیران شرکت‌ها از برقراری ارتباط، رفع محدودیت‌های مالی با کمترین هزینه می‌باشد. لذا، این پژوهش به بررسی رابطه هزینه بدهی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی گسترده می‌پردازد. منظور از برقراری ارتباطات سیاسی، میزان عملکرد مالی قابل ملاحظه با دولت می‌باشد. بدین منظور از معیار اندازه بطور چند وجهی برای اندازه‌گیری برقراری ارتباطات سیاسی گسترده استفاده گردید. با استفاده از متغیرهای تعداد کارکنان، فروش خارجی، بیمه سهم کارفرما و بیکاری، جمع دارایی‌های شرکت، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و مالیات بر درآمد و همچنین با بکارگیری روش تصمیم‌گیری چندگانه و وزن دهی به روش شانن، اقدام به تعیین سطح برقراری ارتباطات سیاسی شرکت با دولت گردید. نقش دوگانه مدیرعامل و استقلال اعضای هیأت مدیره به عنوان دو سازوکار حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شد. برای آزمون فرضیه‌ها، از نمونه‌ای شامل ۱۴۰ شرکت در ۲۱ صنعت طی دوره زمانی ۱۳۹۲\_۱۳۸۱ استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین هزینه بدهی و ارتباطات سیاسی شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. ضمناً هزینه بدهی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی تحت تأثیر نقش دوگانه مدیرعامل قرار نگرفت، درحالی که هزینه بدهی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی تحت تأثیر استقلال اعضای هیأت مدیره بصورت منفی و معنادار قرار گرفت.

**واژه‌های کلیدی:** هزینه بدهی، ارتباطات سیاسی، نقش دوگانه مدیرعامل و استقلال هیأت مدیره

طبقه‌بندی موضوعی: G33, G34

<sup>۱</sup> دانشیار حسابداری، دانشگاه آزاد قزوین، دانشکده مدیریت و حسابداری، نویسنده مسئول (Farzin\_rezaei@qiau.ac.ir)

(ir

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی البرز، (leila1afrouzi@gmail.com)

### مقدمه

اصطلاح نظام سرمایه‌داری رابطه‌ای، برای توصیف رابطه نزدیک بین دولت با واحدهای تجاری اطلاق می‌شود. واحدهای تجاری تمایل زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت دارند. زیرا این روابط منافع زیادی نظیر امتیاز دسترسی به بازار، تخفیف‌های مالیاتی، دسترسی آسان‌تر به اعتبارات، یارانه‌های دولتی، بستن قراردادهای سودآور، کاهش تعرفه گمرکی و غیره برای آن‌ها در پی خواهد داشت. در عوض واحدهای تجاری مرتبط ممکن است منافع بدست آمده ناشی از این روابط را با دولت تسهیم نمایند. این نوع بافت اقتصادی در سطح جامعه، "اقتصاد مبتنی بر رابطه" نامیده می‌شود که دارای ویژگی‌ها و مشخصه‌های خاص خود می‌باشد. لذا می‌توان بیان کرد، در نظام‌های اقتصادی مبتنی بر روابط، ارتباطات سیاسی یک منبع مهم ارزش برای شرکت‌های دارای روابط است. شرکت‌های دارای روابط سیاسی راحت‌تر به منابع سرمایه و مزایای دیگر از طریق ارتباطات خود دست می‌یابند که باعث می‌شود کمتر به گزارشگری مالی با کیفیت بالا متکی باشند (چنی و دیگران ۲۰۱۲، آنینگ سجاتی ۲۰۰۹).

کیفیت صورت‌های مالی و نحوه گزارش اقلام بااهمیت مندرج در صورت‌های مالی که تصمیمات ذینفعان شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، از دیرباز دارای حساسیت زیادی بوده است. به خصوص اقلامی نظیر بدهی‌ها که مدیران اختیار عمل و انعطاف زیادی در گزارشگری آن‌ها دارند. بدین لحاظ استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی علاقه زیادی به شناسایی عواملی دارند که این اقلام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مطالعات زیادی نشان می‌دهد که پیروی از استانداردهای حسابداری به تنهایی نمی‌تواند کیفیت صورت‌های مالی و اقلام مندرج در آن را تضمین کند (آنینگ سجاتی، ۲۰۰۹؛ فاسیو، ۲۰۰۷، چنی و دیگران، ۲۰۱۲)؛ زیرا عوامل دیگری نیز بر روی کیفیت گزارشگری مالی تأثیر دارند. صورت‌های مالی تهیه شده توسط یک واحد اقتصادی علاوه بر استانداردهای حسابداری تحت تأثیر عوامل درون سازمانی و برون سازمانی متنوعی قرار دارد. برخی از این عوامل عبارتند از انگیزه‌های مدیریت، نوع نگرش مدیریت به گزارشگری مالی، دیدگاه مدیریت به بنگاه اقتصادی و کسب و کار، نفوذ مدیریت در فضای سیاسی جامعه، قوانین و مقررات حاکم بر نظام اقتصادی جامعه، فشارهای سیاسی و نظام حقوقی (بوشمن و همکاران، ۲۰۰۶). یکی از عوامل بااهمیت و قابل توجه، ارتباطات سیاسی بنگاه‌های اقتصادی است. روابط و نفوذ سیاسی نه تنها بر وضعیت مالی بنگاه‌های اقتصادی تأثیر می‌گذارد،

بلکه انگیزه‌های مدیران را نیز در ارتباط با گزارشگری مالی تحت تأثیر قرار می‌دهد. انتظار می‌رود این امر در نهایت باعث ایجاد تفاوت‌های چشمگیر، در کیفیت صورت‌های مالی شرکت‌های دارای روابط سیاسی در مقایسه با شرکت‌های بدون روابط سیاسی گردد.

از طرفی اعتباردهندگان همواره به عنوان یکی از منابع تأمین مالی در شرکت، در نظر گرفته می‌شوند. لذا آنان به منظور کاهش ریسک زیان‌های وام‌دهی، اطلاعات مالی شرکت‌هایی را که متقاضی دریافت وام می‌باشند، بررسی می‌نمایند. به همین خاطر آن‌ها نیاز به اطلاعات قابل‌اتکا دارند تا بتوانند با تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی، میزان وام پرداختی و هزینه بدهی را مشخص کنند. با توجه به اینکه شرکت‌ها بعد از برقراری ارتباطات سیاسی، دسترسی آسان‌تری به منابع مالی دارند، می‌توان بیان نمود که وجود ارتباطات سیاسی در شرکت‌ها می‌تواند تصمیمات اعتباردهندگان را تحت الشعاع قرار دهد. از طرف دیگر اعتباردهندگان در برآورد هزینه بدهی، کیفیت حاکمیت شرکتی موجود در شرکت‌ها را نیز مد نظر قرار می‌دهند. فرض می‌شود که کیفیت حاکمیت شرکتی در تمام مراحل ایجاد ارزش در شرکت وجود داشته باشد (پایوت، ۲۰۰۷). یکی از روش‌های ایجاد ارزش، کاهش هزینه‌های تأمین مالی در شرکت‌ها است. بنابراین به نظر می‌رسد کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند بر هزینه بدهی مؤثر باشد. لذا این عوامل، محقق را بر آن داشت تا رابطه هزینه بدهی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی را مورد بررسی قرار دهد.

هدف اول این تحقیق بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و هزینه بدهی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی می‌باشد. هدف دوم این است که تحلیل گران، استفاده‌کنندگان اطلاعات، تدوین‌کنندگان استانداردها، جامعه حسابداران رسمی و سازمان بورس اوراق بهادار را از تأثیر روابط سیاسی بر هزینه بدهی آگاه نماید. نتایج این پژوهش می‌تواند موجب بسط مبنای نظری پژوهش‌های گذشته در ارتباط با هزینه بدهی در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران شود. علاوه بر آن شواهد پژوهش نشان خواهد داد که حرفه حسابداری در ایران جدا از محیط سیاسی و اجتماعی کشور نیست. این موضوع به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری کشور قرار دهد. همچنین نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های جدید در حوزه اقتصاد سیاسی، پیشنهاد نماید.

### مبانی نظری پژوهش

موزز (۱۹۸۷) معتقد است که با بزرگ شدن شرکت‌ها، مسئولیت پاسخگویی آن‌ها نیز بیشتر می‌شود و مدیران شرکت‌ها در معرض پاسخگویی به طیف وسیعی از مدعیان قرار می‌گیرند. عده‌ای نیز معتقدند که هر چه اندازه شرکت بزرگتر باشد در معرض رسیدگی دقیق‌تری قرار می‌گیرند. از طرف دیگر شرکت‌های بزرگ به نوعی مجری سیاست‌های دولت می‌باشند و به دلیل ایفای این نقش، مورد حمایت دولت قرار می‌گیرند. لذا می‌توان بیان کرد که بین دولت و شرکت‌های بزرگ نوعی تعامل وجود دارد. دولت در مقابل اجرای سیاست‌های خود توسط شرکت‌های بزرگ، امتیازات مختلفی از جمله بستن قراردادهای سودآور، در اختیار قرار دادن ارز دولتی، کاهش تعرفه گمرکی، امتیاز دسترسی به بازار، تخفیف‌های مالیاتی، دسترسی آسان‌تر به اعتبارات، یارانه‌های دولتی و غیره در اختیار این شرکت‌ها قرار می‌دهد. از آنجاییکه این شرکت‌ها هم به دنبال فرصت‌هایی برای رشد بیشتر و یا بهبود وضعیت فعلی خود هستند، از این تعامل دو طرفه استقبال می‌کنند. همچنین می‌توان بیان کرد که دولت برقراری ارتباطات با شرکت‌ها را به عنوان ابزاری جهت کنترل آن‌ها نیز در نظر می‌گیرد (رضایی و رفیعی‌نیا، ۱۳۹۳).

با توجه به اینکه اندازه به عنوان شاخص مورد توجه واقع شدن از طرف حاکمیت در نظر گرفته شده، بنابراین معیارهای اندازه می‌توانند بیان‌کننده ارتباطات سیاسی بین دولت و شرکت‌های بزرگ باشند، لذا منظور از ارتباطات سیاسی، برقراری ارتباط بین دولت و شرکت‌های بزرگ از طریق عملکرد و یا توانمندی انجام عملیات می‌باشد. برای این منظور از شش متغیر ۱. تعداد کارکنان، ۲. فروش خارجی (صادرات)، ۳. بیمه سهم کارفرما و بیکاری، ۴. جمع دارایی‌های شرکت، ۵. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، ۶. مالیات بر درآمد به عنوان معیارهای اندازه شرکت، جهت تعیین برقراری ارتباطات سیاسی بین دولت و شرکت‌ها، استفاده شده است: (رضایی و ویسی‌حصار، ۱۳۹۳)

#### ۱. تعداد کارکنان

تعداد کارکنان شرکت یکی از شاخص‌های حساسیت سیاسی می‌باشد. زیرا هر چه تعداد کارکنان بیشتر باشد، فشار وارده به شرکت بیشتر خواهد بود. از طرفی شرکت از آن به عنوان اهرم فشار به دولت استفاده می‌کند، زیرا نیروی انسانی و نیروی کار از اهمیت بسیار زیادی در جوامع برخوردار است. ایجاد شغل از دغدغه‌های دولت‌ها می‌باشد، از این رو شرکت‌هایی که

نیروی کار زیادی را جذب می‌نمایند، در واقع بخشی از فشار وارده به دولت را کاهش می‌دهند. همچنین اعتراضات و اعتصابات کارگری یکی از معضلات اجتماعی می‌باشد که دولت سعی در جلوگیری از آن دارد. با توجه به دلایل ذکر شده شرکت‌های دارای نیروی انسانی زیاد، بیشتر مورد توجه دولت قرار می‌گیرند (رضایی؛ سعادت، ۱۳۹۳).

## ۲. فروش خارجی

درآمد کشورهای مختلف، متفاوت از یکدیگر است. درآمد دولت ایران متکی به صادرات نفتی و غیر نفتی می‌باشد. ارزآوری، تعامل با کشورها و شرکت‌های خارجی در بخش اقتصاد از امتیازات فروش خارجی می‌باشد، زیرا قسمت اعظمی از ارز مورد نیاز دولت از محل صادرات بخش خصوصی تأمین می‌شود. همچنین محصولات صادراتی شرکت‌ها هر چند با نام و برند تجاری شرکت می‌باشد، ولی همین امر موجب تعامل میان دولت‌ها و روابط تجاری بین آن‌ها می‌شود که برای دولت‌ها از مطلوبیت خاصی برخوردار است. از این رو شرکت‌هایی که صادرات بیشتر و به تبع آن میزان ارزآوری بالاتری دارند، بیشتر مورد توجه و حمایت دولت قرار می‌گیرند (رضایی و سعادت، ۱۳۹۳).

## ۳. بیمه سهم کارفرما و بیکاری

سازمان تأمین اجتماعی یکی از صندوق‌های بازنشستگی بزرگ در ایران است. در ایران ۲۴ صندوق بازنشستگی وجود دارد. این سازمان به عنوان متولی بیمه درمانی و بازنشستگی اعضای خود، به عنوان سازمان وابسته به دولت فعال می‌باشد. درآمد عمده این سازمان از حق بیمه‌هایی است که در وجه این سازمان توسط کارفرمایان واریز می‌شود. با توجه به این که دولت مسئول تأمین رفاه اجتماعی است، بخش اعظم هزینه این مسئولیت از محل همین درآمدها تأمین می‌شود. لذا هرچه اندازه شرکت‌ها بزرگ‌تر و تعداد کارکنان آن بیشتر باشد، حق بیمه بیشتری دریافت می‌کنند. دولت به منظور حفظ حیات و ادامه فعالیت این سازمان‌ها، با ارائه تسهیلات، بخشودگی جرائم و... از آن‌ها حمایت می‌کند تا بدین شکل تعامل میان دولت و شرکت‌های بزرگ با هدف حفظ منافع شرکت و دولت فراهم گردد (رضایی و سعادت، ۱۳۹۳).

#### ۴. جمع دارایی‌های شرکت

هرچه حجم دارایی‌های شرکت بیشتر باشد، نشان‌دهنده بزرگ‌تر بودن آن شرکت و برعکس هرچه حجم دارایی‌های شرکت کمتر باشد، نشان‌دهنده کوچک‌تر بودن آن شرکت است. در واقع بین اندازه شرکت و مجموع دارایی‌های شرکت رابطه مستقیم وجود دارد (حیدرزاده، ۱۳۹۱). دولت مسئول تهیه زیرساخت‌ها، رفاه و امکانات اجتماعی می‌باشد که گاهاً خود اقدام به تهیه آن‌ها می‌نماید و در بعضی مواقع از امکانات و دارایی‌های موجود و تحت تملک بخش خصوصی استفاده می‌نماید، پس هرچه حجم و ارزش دارایی‌هایی که شرکت‌ها در اختیار دولت قرار می‌دهند بیشتر باشد، نشان از بزرگی اندازه شرکت دارد، به همین خاطر نیز دولت از این شرکت‌ها حمایت می‌نماید (رضایی و سعادت، ۱۳۹۳).

#### ۴. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

بازار سهام، به عنوان بازاری سازمان یافته، گردش سرمایه، سهام و اوراق بهادار را تسهیل می‌نماید. بسیاری از پس اندازه‌ها و سرمایه‌ها، مستقیماً از طریق صاحبان سرمایه و یا به صورت غیر مستقیم از طریق بانک‌ها، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری در این بازار به گردش درآمده و در فعالیت‌های اقتصادی سهم هستند. در ایران، بازار سهام وابسته به دولت و حلقه ارتباطی بین بخش خصوصی و دولت می‌باشد. در واقع سیاست‌گذار آن، دولت ولی گردانندگان آن، شرکت‌ها می‌باشند، زیرا شرکت‌هایی عضو بازار هستند که با فعالیت و گزارشات خود تعیین‌کننده و بازارگردان قیمت سهام و شاخص‌های بازار سهام هستند. شرکت‌هایی که تعداد سهام و ارزش بازار سهام آن‌ها بیشتر است، نقش بیشتری در مقایسه با شرکت‌های کوچک در این امر دارند؛ لذا دولت به منظور حفظ تعادل بازار سرمایه، با ارائه مزایا و تسهیلات مختلف این گونه شرکت‌ها را مورد حمایت قرار می‌دهد (رضایی و سعادت، ۱۳۹۳).

#### ۶. مالیات بر درآمد

دولت برای اعمال حاکمیت خود و تأمین مخارج این حاکمیت، نیاز به تأمین اعتبار مبالغ مربوطه دارد. به همین علت دولت، مالیات حقوق و عملکرد اشخاص حقیقی و حقوقی و مالیات بر ارزش افزوده که به ترتیب نشان‌دهنده درآمد و مصارف اشخاص حقیقی و حقوقی می‌باشد، را مورد هدف قرار می‌دهد. مالیات بخشی از درآمد دولت ایران را تشکیل می‌دهد. مالیات

بیشتر، درگرو درآمد بیشتر مالیات دهندگان می‌باشد. دولت به منظور افزایش درآمد شرکت‌های بزرگ و به تبع آن افزایش میزان مالیات پرداختی آن‌ها، به ناچار باید شرایط را برای این امر هموار ساخته و امتیازاتی به آنها ارائه نماید و با آن‌ها تعامل داشته باشد (رضایی و سعادت، ۱۳۹۳).

### هزینه بدهی

هزینه بدهی در واقع هزینه‌ای است که شرکت بابت وجوه تأمین شده از طریق وام یا انتشار اوراق مشارکت بلند مدت متحمل می‌شود. این نرخ نشان‌دهنده بازده مورد انتظار وام دهندگان نیز است. مزیت مهم هزینه بدهی نسبت به سایر منابع تأمین مالی این است که جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی می‌باشد؛ بنابراین قسمتی از این هزینه‌ها از طریق صرفه جویی در مالیات پرداختی به واحد تجاری برگشت داده می‌شود و مزیت دیگر آن این است که نسبت به سهام عادی و ممتاز یک منبع تأمین مالی نسبتاً ارزان قیمت‌تر محسوب می‌شود. از طرفی هزینه بدهی نشان‌دهنده فشار و ضعف مالی، نماینده بدهی و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان یا بین گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران است (احمدپور، ۱۳۸۹).

### حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیسم‌های هدایت و کنترل شرکت‌ها است. نظام حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذینفعان مختلف شرکت‌ها اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران، اعتباردهندگان و سایر شخصیت‌های حقیقی و حقوقی را که از فعالیت‌های شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن اثر می‌گذارند، مشخص می‌کند. این نظام که قوانین و رویه‌هایی جهت تعیین فرآیندهای تصمیم‌گیری در شرکت اعم از هدف‌گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی سیستم کنترلی را معین می‌کند، با راه‌هایی که تأمین‌کنندگان منابع مالی جهت اطمینان از بازگشت سرمایه‌شان به کار می‌بندند، ارتباط تنگاتنگی دارد. این نظام در جهت حمایت و صیانت از حقوق و منافع تمامی سرمایه‌گذاران و سهامداران در بانک و کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران حرکت می‌نماید. حاکمیت شرکتی ضمن ارائه چارچوب قانونی و مقرراتی برای تعیین روابط و مسئولیت‌های میان سهامداران، اعضای هیأت مدیره، مدیر عامل و ذینفعان دیگر، تضمین عملکرد رقابتی لازم برای صحت و سلامت فعالیت‌ها و حصول اطمینان

نسبت به رعایت حقوق ذینفعان و ارائه معیارها و سازوکارهای نظارت و کنترل بر فعالیت‌های مدیران و الزام پاسخگویی آن‌ها راجع به فعالیت‌های خود را فراهم می‌آورد. در مجموع می‌توان بیان کرد نظام حاکمیت شرکتی مجموعه دستورالعمل‌ها، ساختارها، فرآیندها و هنجارهای فرهنگی است که شرکت‌ها با رعایت آن‌ها به اهداف شفافیت در فرآیندهای کاری، پاسخگویی در مقابل ذینفعان و رعایت حقوق ایشان دست خواهند یافت. سازوکارهای حاکمیت شرکتی باعث کم شدن مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها می‌شود. فرض می‌شود که کیفیت حاکمیت شرکتی در تمام مراحل ایجاد ارزش در شرکت وجود داشته باشد (پایوت، ۲۰۰۷). یکی از روش‌های ایجاد ارزش، کاهش هزینه‌های تأمین مالی در شرکت‌ها است. بنابراین به نظر می‌رسد کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند بر هزینه بدهی مؤثر باشد. نقش دو گانه مدیرعامل و استقلال هیأت مدیره به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی در نظر گرفته می‌شوند که در ادامه به توضیح آن‌ها پرداخته شده است.

### نقش دوگانه مدیرعامل

اگر مدیرعامل، عضو هیأت مدیره باشد، در این حالت مدیرعامل به طور بالقوه اختیار بیشتری دارد. افزون بر این، ساختار دوگانه به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس اعضای دیگر هیأت مدیره را به طور مؤثری کنترل کند، بنابراین ممکن است از نظارت مؤثر جلوگیری به عمل آورد (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸). تفکیک وظایف مدیرعامل از وظایف هیأت مدیره موجب روشن شدن دامنه مسئولیت پاسخگویی و رفع ابهامات در زمینه وظایف این دو نهاد می‌شود. علاوه بر آن مدیرعامل مستقل می‌تواند نقش مؤثرتری در راهبری مناسب شرکت‌ها و در نظر گرفتن منافع سهامداران و سایر ذینفعان داشته باشد. براساس نظر چانگ و سان (۲۰۰۸) دوگانگی وظیفه مدیرعامل می‌تواند به طور بالقوه، ریسک تصمیم گیرنده نهایی بودن مدیرعامل در زمینه گزارشگری مالی را افزایش دهد که در نتیجه ممکن است هزینه نظارت بر رفتار مدیریت (ارزش شرکت) را افزایش دهد.

موضوع تفکیک نقش‌ها و مسئولیت‌ها در سطح مدیریت عالی واحدهای تجاری مورد توجه گزارش کادبری (۱۹۹۱) نیز قرار گرفته است. در این گزارش، توصیه شده که دو نقش مدیرعامل و ریاست هیأت مدیره همزمان به یک فرد سپرده نشود. دستورالعمل حاکمیت شرکتی در ایران (۱۳۸۶) نیز در این خصوص رهنمودهای مشابهی دارد. تدوین کنندگان نظام حاکمیت



شرکتی به این موضوع رسیدند که مدیرعامل به عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیأت مدیره نفوذ دارد و نقش هیأت مدیره، نظارت بر مدیرعامل است. بنابراین، انتظار بر این است که در شرکت هایی که مدیران عامل، عضو هیأت نیز می باشند، میزان ریسک محاسبه شده توسط اعتباردهندگان افزایش یابد و در نتیجه هزینه بدهی محاسبه شده توسط آن ها نیز افزایش می یابد.

### استقلال هیأت مدیره

براساس نظریه نمایندگی، مدیران (نمایندگان) شرکت ممکن است تابع مطلوبیت خود را به قیمت زیرپاگذاری منافع سهامداران حداکثر نماید. از این رو سهامداران، نظارت بر مدیریت شرکت را به هیأت مدیره واگذار می نمایند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). ترکیب هیأت مدیره به عنوان نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل تعداد اعضای هیأت مدیره نگریسته می شود. هر چه استقلال اعضای هیأت مدیره بیشتر باشد، مشکلات نمایندگی کمتر می گردد (هرمالین و ویسیچ، ۱۹۹۱). معمولاً هیأت مدیره موظف هم تراز مدیرعامل قرار دارد و دارای نفوذ اجرایی و اطلاعاتی است. با توجه به ارتباط تلویحی اعضای موظف هیأت مدیره با مدیرعامل، مدیران موظف شاید نتوانند وظایف نظارتی خود را به نحو اثربخش انجام دهند. از آنجا که مدیران غیرموظف در سایر شرکت ها دارای سمت های اجرایی مدیریت یا تصمیم گیری می باشند، انگیزه بالایی برای کسب اعتبار به عنوان متخصص امر تصمیم گیری و برخورداری از فرصت های شغلی بهتر در آینده دارند. به عبارتی حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره، باعث ایجاد نظارت بیشتری بر عملکرد مدیران اجرایی و کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شرکت خواهد شد. افزایش نظارت بر عملکرد مدیران، باعث ایجاد اعتماد در اعتباردهندگان و سایر اجزای بازار سرمایه می شود. بنابراین، انتظار بر این است که با افزایش استقلال هیأت مدیره، میزان ریسک محاسبه شده توسط اعتباردهندگان کاهش و در نتیجه هزینه بدهی محاسبه شده توسط آن ها نیز کاهش یابد.

### پیشینه تحقیق

بلیس و گل (۲۰۱۲) ساختار سرمایه شرکت های دارای روابط سیاسی را در مالزی بررسی نمود. آنها نشان دادند که تقریباً حقوق صاحبان سهام ۱۲ درصد از این شرکت ها، منفی است. به عبارتی دارایی های شرکت از محل بدهی ها تأمین مالی شده است. نتایج پژوهش آنها نشان

می‌دهد که سودآوری در شرکت‌های دارای روابط سیاسی در مقایسه با سایر شرکت‌ها، پایین بوده و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه مستقیمی با نسبت بدهی دارد.

بویگری و دیگران (۲۰۱۲) تأثیر روابط سیاسی بر عملکرد شرکت و تصمیمات تأمین مالی را بررسی نمودند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌ها بعد از برقراری روابط سیاسی، دسترسی آسان‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها، به منابع مالی دارند. این شرکت‌ها از این طریق سعی دارند تا سودآوری خود را بهبود ببخشند. از این رو، روابط سیاسی همبستگی قوی با تغییر در اهرم و عملکرد عملیاتی دارد.

چنی و دیگران (۲۰۱۲) شواهدی یافتند که نشان داد، سود گزارش شده توسط شرکت‌های دارای روابط سیاسی از کیفیت پایین‌تری نسبت به شرکت‌های بدون روابط سیاسی برخوردار است، اما بازار سرمایه به آن‌ها نظر مساعد نشان می‌دهد؛ زیرا هزینه بدهی آن‌ها واقعاً پایین‌تر از همتای غیر سیاسی خود آن‌ها است.

زو و دیگران (۲۰۱۲) دریافتند که شرکت‌های دارای روابط غیر سیاسی که وابسته به دولت نیستند، کیفیت سود بالاتری دارند. همچنین آن‌ها نشان دادند که هر چه مالکیت سهامدار خارجی در ترکیب سهامداران افزایش یابد، کیفیت سود نیز افزایش می‌یابد. آن‌ها با مقایسه شرکت‌های با مالکیت دولتی، مالکیت کارکنان شرکت و مالکیت سایر نهادها نشان دادند در این سه دسته از شرکت‌ها، مدیریت سود تفاوت معناداری ندارد.

یه و همکاران (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای روابط سیاسی، وام‌های خارج از نوبت از بانک‌ها دریافت می‌کنند. هم چنین نظام راهبری این شرکت‌ها ضعیف‌تر از سایر شرکت‌ها است. شرکت‌ها با نظام راهبری قوی‌تر از منابع مالی متعددی برخوردار هستند.

نیسن و روززی (۲۰۱۱) در تحقیق خود به بررسی روابط سیاسی و عملکرد شرکت در کشور آلمان پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که شرکت‌های دارای روابط سیاسی، دارای ریسک و فرصت‌های رشد کمی هستند، اما از عملکرد حسابداری بهتری برخوردارند.

بویگری و دیگران (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی روابط سیاسی و هزینه سرمایه پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که شرکت‌های دارای روابط سیاسی هزینه سرمایه کمتری نسبت به همتایان غیر سیاسی خود دارند. بنابراین سرمایه‌گذاران نیز انتظار هزینه سرمایه پایین‌تری را دارند.

این مسأله نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای روابط سیاسی ریسک کمتری دارند. نتایج تحقیق نشان داد که منافع روابط سیاسی بیشتر از هزینه‌های آن است.

فاسیو (۲۰۰۷) در تحقیقی بر روی سه مزیت حاصل از روابط سیاسی شامل دسترسی آسانتر به منابع اعتبار، تخفیفات مالیاتی و قدرت بازار تمرکز کرد. نتایج حاصل از تحقیق وی نشان داد که شرکت‌های دارای روابط سیاسی، ۱. به دلیل دسترسی آسانتر به منابع اعتباری، دارای اهرم بالاتری در مقایسه با شرکت‌هایی هستند که روابط سیاسی ندارند؛ ۲. به دلیل تخفیفات مالیاتی نرخ موثر مالیاتی کمتری نسبت به شرکت‌های بدون روابط سیاسی دارند؛ ۳. به دلیل داشتن قدرت انحصار در بازار، سهم بیشتری از بازار در مقایسه با شرکت‌های بدون روابط سیاسی دارند. لاری (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط ساختار مالکیت و نوع فعالیت شرکت با ساختار سرمایه پرداخته است. نتیجه این بررسی نشان داد که استفاده کمتر از تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌هایی است که سازوکارهای حاکمیت شرکتی آن‌ها در سطح بالایی اجرا می‌شود.

حسن و بوت (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط میان ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی در پاکستان پرداختند. در این پژوهش تأثیر سهامداران نهادی بر تصمیمات مالی مورد مطالعه قرار گرفت. نتیجه بررسی‌ها نشان داد که اندازه هیأت مدیره و سهام مدیریتی رابطه مثبت و معناداری با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام دارد. از طرفی دیگر هیچ رابطه‌ای بین نحوه تأمین مالی با تفکیک مدیر عامل از هیأت مدیره و درصد مدیران غیرموظف در هیأت مدیره مشاهده نشد.

آبور (۲۰۰۷) نیز نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین ساختار سرمایه با اندازه هیأت مدیره شرکت، استقلال هیأت مدیره و دوگانگی مدیرعامل وجود دارد. همچنین نتایج حاکی بود که در شرکت‌های مورد مطالعه، بزرگ بودن اندازه هیأت مدیره، درصد بالای مدیران غیرموظف و دوگانگی مدیرعامل با نسبت بیشتر بدهی همراه است.

پایوت (۲۰۰۷) در تحقیقی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، کیفیت حسابرسی و هزینه بدهی در شرکت‌های فرانسوی پرداخت. نتایج نشان داد که نظارت کارای هیأت مدیره باعث کاهش هزینه بدهی شده است. وی برای اندازه‌گیری نظارت کارای هیأت مدیره از متغیرهای متفاوت بودن مدیرعامل از رییس هیأت مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره و سهامداران کنترل استفاده کرده بود. نتایج حاکی از آن بود که هزینه بدهی با

متغیرهای متفاوت بودن مدیرعامل از رییس هیأت مدیره، نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره و سهامداران کنترلی دارای رابطه منفی معنادار می‌باشد.

رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۳) در تحقیقی اثر روابط سیاسی با دولت را بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج آزمون فرضیات پژوهش بر مبنای یک نمونه آماری متشکل از ۹۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۹۰ نشان داد که در شرکت‌هایی با ساختار مالکیت متمرکز، کیفیت سود بالا است؛ اما در شرکت‌های دارای روابط سیاسی گسترده با دولت که ساختار مالکیت متمرکز دارند، کیفیت سود پایین است. همچنین، در شرکت‌هایی با ساختار مالکیت متمرکز، هزینه سهام عادی پایین و در شرکت‌های دارای روابط سیاسی گسترده با دولت که ساختار مالکیت متمرکز دارند، هزینه سهام عادی بالا است.

رضایی و رفیعی نیا (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه اهرم مالی با ترکیب هیأت مدیره در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی به این نتیجه رسیدند که رابطه اهرم مالی با ترکیب هیأت مدیره تحت تأثیر ارتباطات سیاسی قرار نمی‌گیرد. همچنین یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که در شرکت‌هایی که به لحاظ مالی نیز در مانده هستند، رابطه اهرم مالی و ترکیب هیأت مدیره تحت تأثیر هیأت مدیره قرار نمی‌گیرد و در واقع می‌توان گفت سیاسی بودن تأثیری بر رابطه اهرم مالی و ترکیب هیأت مدیره چه در شرکت‌هایی که به لحاظ مالی در مانده هستند و چه به لحاظ مالی سالم هستند، ندارد.

رضایی و سعادت‌تی (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان بررسی اثر روابط سیاسی شرکت بر سطح نگهداشت موجودی نقد شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که بین روابط سیاسی شرکت و سطح نگهداشت موجودی نقد رابطه منفی وجود دارد. همچنین نتایج حاکی از آن بود که اثر روابط سیاسی بر موجودی نقد با افزایش هزینه نمایندگی، تشدید می‌شود و رابطه سیاسی شرکت‌ها با وجه نقد تحت تأثیر سطح بالای هزینه نمایندگی قرار می‌گیرد.

مقدم و پیری (۱۳۹۰) نشان دادند که بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ساختار سرمایه ارتباط منفی معناداری وجود دارد، اما بین دوگانگی مدیرعامل و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد.

احمدپور (۱۳۸۹) نشان داد که بین هزینه بدهی و متغیر متفاوت بودن مدیرعامل از رییس هیأت مدیره رابطه منفی معنادار وجود دارد، اما بین هزینه بدهی و نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

ستایش (۱۳۸۹) در پژوهش خود نشان داد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل تمرکز مالکیت، درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و استقلال رییس هیأت مدیره از مدیرعامل، تأثیری معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌های مورد بررسی ندارد. همچنین بیان کرد که وجود مالکیت مستقیم و غیر مستقیم دولت احتمالاً باعث می‌شود که اختیار و انگیزه سهامداران در تعیین ساختار بهینه هیأت مدیره کاهش یابد و به دنبال آن نقش هیأت مدیره در تعیین خط مشی‌های مدیریتی و تصمیم‌های تأمین مالی شرکت‌ها، بسیار کم رنگ شود.

اشرفی (۱۳۸۹) به بررسی ارتباط سازوکارهای راهبری شرکت با ساختار سرمایه پرداخت. نتیجه این پژوهش نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار میان مالکیت نهادی به عنوان سازوکار نظام راهبری و ساختار سرمایه است. از طرف دیگر میان درصد اعضای هیأت مدیره غیرموظف و همچنین تفکیک مدیرعامل از هیأت مدیره هیچ رابطه معناداری با ساختار سرمایه مشاهده نشد.

### فرضیه‌های تحقیق

شرکت‌های دارای روابط سیاسی نسبت به سایر شرکت‌ها، دسترسی آسان‌تری به منابع تأمین مالی دارند که این باعث می‌شود، میزان ریسک محاسبه شده توسط اعتباردهندگان کاهش یابد و در نتیجه هزینه بدهی محاسبه شده توسط آن‌ها نیز کاهش یابد. لذا می‌توان نخستین فرضیه را به صورت زیر مطرح نمود.

**فرضیه اول:** بین هزینه بدهی و شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه منفی معناداری وجود دارد.

نقش دوگانه مدیران عامل به این معنی است که مدیران عامل، عضو هیأت مدیره نیز باشد. در این حالت ممکن است مدیران برای رسیدن به اهداف خود اقداماتی از قبیل کاهش سطح افشای اطلاعات، افزایش سرمایه‌گذاری‌های نامربوط، افزایش حقوق و پاداش خود و... انجام دهند. بنابراین در شرکت‌هایی که مدیران عامل عضو هیأت نیز می‌باشند، میزان ریسک محاسبه شده

توسط اعتباردهندگان افزایش می‌یابد و در نتیجه هزینه بدهی محاسبه شده توسط اعتباردهندگان نیز افزایش می‌یابد. لذا می‌توان دومین فرضیه را به صورت زیر مطرح نمود.

**فرضیه دوم:** بین هزینه بدهی و نقش دوگانه مدیرعامل در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه معناداری وجود دارد.

مدیران مستقل در هیأت مدیره تمایل زیادی برای پرداخت هزینه‌های بالا جهت افزایش کیفیت صورت‌های مالی دارند تا از این طریق بتوانند ضمن حمایت از شهرت و اعتبار خود، از منافع سهامداران نیز حمایت نمایند. از طرف دیگر با افزایش استقلال اعضای هیأت مدیره، میزان کلاهبرداری از صورت‌های مالی کاهش می‌یابد. بنابراین در حالت مستقل بودن اعضای هیأت مدیره میزان ریسک محاسبه شده توسط اعتباردهندگان کاهش و در نتیجه هزینه بدهی محاسبه شده توسط آن‌ها نیز کاهش می‌یابد. لذا می‌توان سومین فرضیه را به صورت زیر مطرح نمود.

**فرضیه سوم:** بین هزینه بدهی و استقلال اعضای هیأت مدیره در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه معناداری وجود دارد.

### روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی محسوب می‌شود. همچنین، از نظر نحوه گردآوری داده‌ها، این تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی است. همچنین شناخت بیشتر شرایط موجود در تحقیق و یاری دادن به فرآیند تصمیم‌گیری، از نوع تحقیقات همبستگی نیز می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است.

### جامعه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. نمونه‌های آماری تحقیق، شرکت‌هایی هستند که حائز شرایط زیر باشند:

۱. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد؛ ۲. شرکت‌های نمونه نباید سال مالی خود را در طی دوره‌های مورد نظر تغییر داده باشند؛ ۳. شرکت‌ها تا قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند؛ ۴. اطلاعات شرکت‌ها برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دوره

زمانی مذکور در دسترس باشند؛ ۵. شرکت‌های نمونه نباید جزء بانک‌ها، واسطه‌گری مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری باشند.

بالحاظ کردن شرایط فوق، تعداد ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد.

## متغیرها و الگوهای پژوهش

نگاره (۱): نحوه اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

ردیف	عنوان متغیر	نماد	روش محاسبه
۱	نرخ هزینه مالی	IR	هزینه مالی سال تقسیم بر کل بدهی‌های پایان دوره. $IR = \frac{FC}{TL}$ FC: هزینه مالی، TL: کل بدهی‌های پایان دوره
۲	شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی	PCON	متغیر مجازی، اگر شرکت‌ها دارای ارتباطات سیاسی باشند برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر است.
۳	نقش دوگانه مدیران عامل	CEO	متغیر مجازی، اگر مدیران عامل، عضو هیأت مدیره نیز باشند برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر است.
۴	استقلال هیأت مدیره	INDAC	تعداد اعضای هیأت مدیره غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره. $INDAC = \frac{NED}{TD}$ NED: تعداد اعضای هیأت مدیره غیرموظف، TD: کل اعضای هیأت مدیره
۵	اندازه مؤسسه حسابرسی	AUDITOR	متغیر مجازی، اگر حسابرسی توسط سازمان حسابرسی و مؤسسه مفید راهبر انجام شود، برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر است. (بنابر فهرست اعلام شده توسط جامعه حسابداران رسمی)
۶	اهرم	LEV	$LEV = \frac{TL}{TA}$ TL: کل بدهی‌های پایان دوره، TA: کل دارایی‌های پایان دوره
۷	جریان نقد	CF	$CF = \frac{CFO}{TA}$ CFO: جریان نقد عملیاتی، TA: کل دارایی‌های پایان دوره
۸	اندازه شرکت	SIZE	SIZE = log(TA) TA: کل دارایی‌های پایان دوره
۹	رشد فروش	GROWTH	$SG = \frac{REV_t - REV_{t-1}}{REV_{t-1}}$ REV <sub>t</sub> : درآمد فروش سال جاری، REV <sub>t-1</sub> : درآمد فروش سال قبل
۱۰	شاخص ورشکستگی	NBV	متغیر مجازی، اگر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام منفی باشد، برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر است.
۱۱	نسبت جاری	CR	$CR = \frac{CA}{CL}$ CA: کل دارایی‌های جاری، CL: کل بدهی‌های جاری
۱۲	زیان	LOSS	متغیر مجازی، اگر شرکت دارای زیان باشد، برابر با یک و در غیر اینصورت برابر با صفر است.

### نحوه اندازه‌گیری متغیر شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی (PCON)

در این تحقیق، به منظور دستیابی به شاخصی مشترک برای تعیین متغیر شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی از شش متغیر تعداد کارکنان، فروش خارجی، بیمه سهم کارفرما و بیکاری، جمع دارایی‌های شرکت، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و مالیات بر درآمد استفاده شده است. شاخص‌های شش گانه برای ۱۴۰ شرکت در ۲۱ صنعت بصورت جداگانه محاسبه و با بکارگیری از روش آنتروپی، وزن هر یک از شاخص‌ها تعیین و از اوزان بدست آمده برای رتبه بندی شرکت‌ها با استفاده از روش تاپسیس استفاده گردید. بعد از رتبه بندی شرکت‌ها به صورت نزولی ۵۰٪ اول، به عنوان شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی زیاد و مابقی به عنوان شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی کم در نظر گرفته شدند.

**فرضیه اول:** بین هزینه بدهی و شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه منفی معناداری وجود دارد. به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش از معادله رگرسیون شماره ۱ استفاده شده است:

معادله رگرسیون (۱)

$$IR = \beta_0 + \beta_1 PCON + \beta_2 AUDITOR + \beta_3 LEV + \beta_4 CF + \beta_5 SIZE + \beta_6 GROWTH + \beta_7 NBV + \beta_8 CR + \beta_9 LOSS + \varepsilon_{it}$$

**فرضیه دوم:** بین هزینه بدهی و نقش دوگانه مدیرعامل در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه معناداری وجود دارد. به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش از معادله رگرسیون شماره ۲ استفاده شده است:

معادله رگرسیون (۲)

$$IR = \beta_0 + \beta_1 PCON + \beta_2 CEO + \beta_3 PCON * CEO + \beta_4 AUDITOR + \beta_5 LEV + \beta_6 CF + \beta_7 SIZE + \beta_8 GROWTH + \beta_9 NBV + \beta_{10} CR + \beta_{11} LOSS + \varepsilon_{it}$$

**فرضیه سوم:** بین هزینه بدهی و استقلال اعضای هیأت مدیره در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه معناداری وجود دارد. به منظور آزمون فرضیه سوم پژوهش از معادله رگرسیون (۳) استفاده شده است:

معادله رگرسیون (۳)

$$IR = \beta_0 + \beta_1 PCON + \beta_2 INDAC + \beta_3 PCON * INDAC + \beta_4 AUDITOR + \beta_5 LEV + \beta_6 CF + \beta_7 SIZE + \beta_8 GROWTH + \beta_9 NBV + \beta_{10} CR + \beta_{11} LOSS + \varepsilon_{it}$$



## آمار توصیفی

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حداقل	حداکثر
نرخ هزینه مالی	IR	۰/۰۵	۰/۰۳	۰/۵۷	۰/۰۹	۰/۰۰	۰/۱۹
استقلال هیأت مدیره	INDAC	۰/۲۹	۰/۳۳	۰/۵۱	-۱/۲۷	۰/۰۰	۱
اهرم	LEV	۰/۶۸	۰/۱۹	۰/۷۷	۵/۳۱	۰/۰۴	۱/۹۴
جریان نقد	CF	۰/۱۲	۰/۱۴	۰/۹۲	۲/۷۲	-۰/۴۳	۰/۹۳
اندازه شرکت	SIZE	۵/۶۷	۰/۶۰	۰/۷۷	۱	۴/۲۵	۸/۰۱
رشد فروش	GROWTH	۰/۱۸	۰/۳۴	۲/۷۲	۱۹/۴۹	-۰/۹۵	۳/۸۰
نسبت جاری	CR	۱/۱۹	۰/۵۴	۳/۲۷	۲۲/۶۲	۰/۲۰	۶/۸۵

IR: هزینه بهره سال تقسیم بر کل بدهی‌های پایان دوره، INDAC: تعداد اعضای هیأت مدیره غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره، LEV: کل بدهی‌های پایان دوره تقسیم بر کل دارایی‌های پایان دوره، CF: جریان نقد عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌های پایان دوره، SIZE: لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های پایان دوره، GROWTH: (درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل) تقسیم بر درآمد فروش سال قبل، CR: کل دارایی‌های جاری تقسیم بر کل بدهی‌های جاری.

نرخ هزینه مالی دارای میانگین ۰/۰۵ می‌باشد. این بدان معنا است که به طور متوسط ۰/۰۵ از بدهی‌های شرکت‌های نمونه مشمول هزینه مالی (بهره) هستند. میانگین نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضا با مقدار ۰/۲۹ نشان می‌دهد که به طور متوسط ۲۹٪ از ترکیب هیأت مدیره را مدیران غیرموظف تشکیل می‌دهند. متغیر اهرم دارای میانگین ۰/۶۸ می‌باشد، این نشان می‌دهد که بطور متوسط ۶۸٪ از دارایی‌های شرکت از طریق بدهی‌ها تأمین شده است. جریان نقد با میانگینی برابر با ۰/۱۲ نشان می‌دهد که به طور متوسط ۱۲٪ از کل دارایی‌های شرکت‌های نمونه در فعالیت‌های عملیاتی شرکت جریان دارند و منجر به ایجاد وجه نقد شده‌اند. در دوره مورد بررسی متوسط اندازه شرکت‌ها که با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی آن‌ها محاسبه می‌شود برابر ۵/۶۷ است. رشد فروش با میانگینی برابر ۰/۱۸ بدان معنا است که بطور متوسط ۱۸٪ از شرکت‌های نمونه، دارای رشد فروش می‌باشند. نسبت جاری دارای میانگینی برابر با ۱/۱۹ است که این به معنای توانایی شرکت‌ها در بازپرداخت بدهی‌ها می‌باشد.

### آزمون فرضیه اول

از آنجا که داده‌های تحقیق، تلفیقی از داده‌های مقطعی (شرکت‌ها) و سری زمانی (بازه زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۰) است، لذا قبل از تخمین الگوی (۱)، برای انتخاب بین روش داده‌های تلفیقی یا تابلویی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. همانطور که در نگاره ۳ نشان داده شده است میزان احتمال آماره F لیمر کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرض صفر مبنی بر کاربرد داده‌های تلفیقی رد می‌شود و چون داده‌ها از نوع تابلویی هستند، می‌بایست آزمون هاسمن انجام شود تا مشخص گردد اثرات از نوع ثابت یا تصادفی هستند. با توجه به اینکه میزان احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که باید از مدل با اثرات ثابت استفاده نمود که نتایج آن در نگاره ۴ ارائه شده است.

نگاره (۳): نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

الگو	نام آزمون	میزان آماره	درجه آزادی	احتمال	نتیجه
۱	F لیمر	۱۱/۲۳۹	(۱۳۹/۱۲۵)	۰/۰۰۰	استفاده از داده‌های تابلویی
	هاسمن	۵۴/۸۷۸	۹	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت

با توجه به فرضیه تحقیق انتظار می‌رفت، بین هزینه بدهی و شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه منفی وجود داشته باشد. برای تحقق این امر باید سطح معناداری ضریب متغیر PCON کمتر از ۰/۰۵ باشد. با توجه به نتایج آزمون، سطح معناداری متغیر شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی برابر با ۰/۰۰۶ است، لذا دلیلی برای رد این فرضیه وجود نداشته و در سطح اطمینان ۹۹٪ این فرضیه رد نمی‌شود. با توجه به اینکه ضریب متغیر PCON کمتر از ۰/۰۵ است، می‌توان بیان نمود که بین هزینه بدهی و شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه منفی معنادار وجود دارد. یعنی اگر ارتباطات سیاسی شرکت‌ها افزایش یابد، هزینه بدهی کاهش خواهد یافت. پس می‌توان بیان نمود که برقراری ارتباطات سیاسی به نفع شرکت‌ها می‌باشد.

نگاره (۴): نتیجه آزمون فرضیه اول

$IR = \beta_0 + \beta_1 PCON + \beta_2 AUDITOR + \beta_3 LEV + \beta_4 CF + \beta_5 SIZE + \beta_6 GROWTH + \beta_7 NBV + \beta_8 CR + \beta_9 LOSS + \varepsilon_{it}$				
نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	VIF
C	۰/۳۱۸	۱۰/۶۳۰	۰/۰۰۰	-
PCON	-۰/۰۰۴	-۲/۷۷۶	۰/۰۰۶	۱/۷۵۸
AUDITOR	۰/۰۰۴	۲/۳۸۵	۰/۰۱۷	۱/۰۸۹
LEV	-۰/۰۲۴	-۴/۴۵۰	۰/۰۰۰	۲/۳۳۹
CF	۰/۰۱۰	۳/۱۴۴	۰/۰۰۲	۱/۱۴۹
SIZE	-۰/۰۳۶	-۸/۴۱۶	۰/۰۰۰	۱/۶۸۲
GROWTH	۰/۰۰۰	۰/۴۵۴	۰/۶۵۰	۱/۰۵۸
NBV	۰/۰۰۹	۲/۰۷۰	۰/۰۳۹	۱/۴۹۶
CR	-۰/۰۰۳	-۲/۴۲۷	-۰/۰۱۵	۱/۶۹۱
LOSS	۰/۰۰۶	۳/۳۲۷	۰/۰۰۱	۱/۳۵۴
AR (1)	۰/۹۱۴	۷۳/۸۱۶	۰/۰۰۰	-
آماره	مقدار	آزمون	مقدار	P_Value
$R^2$	۰/۷۷	K_S	۲/۴۴۱	۰/۰۶۱
$R^2$ تعدیل شده	۰/۷۶۹	F فیشتر	۱۳/۵۴۲	۰/۰۰۰
D_W	۲/۲۲۵	F لیمر	۱۱/۲۳۹	۰/۰۰۰

چون مقدار آماره دوربین واتسون حاکی از خود همبستگی باقیمانده‌ها بود، بنابراین از بخش AR مرتبه اول (متغیر وابسته با یک زمان تأخیر) در مدل استفاده شد. در نتیجه، نتایج تحلیل بانلی طبق نگاره ۳ به عنوان مدل نهایی تحقیق به دست آمد که مقدار آماره دوربین واتسون آن در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد و می‌توان عدم وجود همبستگی را تأیید کرد (مؤمنی، قیومی، ۱۳۸۶). سطح معناداری آماره کولموگراف اسمیرنف (K\_S) با مقدار ۰/۰۶۱ بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر نرخ هزینه مالی و به همراه آن نرمال بودن

توزیع باقیمانده‌ها قابل پذیرش است. آماره VIF نیز حاکی از عدم وجود وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل است، زیرا همه مقادیر VIF در حد مجاز تعریف شده (بین ۵ تا ۱۰) قرار دارند (مؤمنی، قیومی، ۱۳۸۶).

### آزمون فرضیه دوم

از آنجا که داده‌های تحقیق، تلفیقی از داده‌های مقطعی (شرکت‌ها) و سری زمانی (بازه زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۰) است، لذا قبل از تخمین الگوی (۲)، برای انتخاب بین روش داده‌های تلفیقی یا تابلویی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. همانطور که در نگاره شماره ۵ نشان داده شده است میزان احتمال آماره F لیمر کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر مبنی بر کاربرد داده‌های تلفیقی رد می‌شود و داده‌ها از نوع تابلویی هستند و می‌بایست آزمون هاسمن انجام شود تا مشخص گردد اثرات از نوع ثابت یا تصادفی هستند. با توجه به اینکه میزان احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است، می‌توان نتیجه گرفت که باید از مدل با اثرات ثابت استفاده نمود که نتایج آن در نگاره ۶ ارائه شده است.

نگاره (۵): نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

الگو	نام آزمون	میزان آماره	درجه آزادی	احتمال	نتیجه
۲	F لیمر	۱۱/۱۴۸	(۱۲۵/۱۳۹)	۰/۰۰۰	استفاده از داده‌های تابلویی
	هاسمن	۸۶۵/۵۵	۱۱	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت

با توجه به فرضیه تحقیق انتظار می‌رفت، بین هزینه بدهی و نقش دوگانه مدیرعامل در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه معنادار وجود داشته باشد. برای تحقق این امر باید سطح معناداری ضریب متغیر PCON\*CEO کمتر از ۰/۰۵ باشد. با توجه به نتایج آزمون، سطح معناداری متغیر نقش دوگانه مدیرعامل در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی برابر با ۰/۸۳۹ است که این مقدار از ۰/۰۵ بیشتر است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۹٪ این فرضیه رد می‌شود. به عبارت دیگر می‌توان بیان نمود که بین هزینه بدهی و نقش دوگانه مدیرعامل در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه معناداری وجود ندارد.

نگاره (۶): نتیجه آزمون فرضیه دوم

$IR = \beta_0 + \beta_1 PCON + \beta_2 CEO + \beta_3 PCON * CEO + \beta_4 AUDITOR + \beta_5 LEV + \beta_6 CF + \beta_7 SIZE + \beta_8 GROWTH + \beta_9 NBV + \beta_{10} CR + \beta_{11} LOSS + \varepsilon_{it}$				
VIF	احتمال	آماره t	ضرایب	نماد
-	۰/۰۰۰	۱۰/۵۲۹	۰/۳۱۶	C
۱/۴۲۷	۰/۳۴۷	-۰/۹۴۰	-۰/۰۰۳	PCON
۱/۹۱۷	۰/۶۷۸	۰/۴۱۵	۰/۰۰۱	CEO
۱/۴۶۴	۰/۸۳۹	-۰/۲۰۴	-۰/۰۰۱	PCON*CEO
۱/۱۰۷	۰/۰۱۸	۲/۳۷۳	۰/۰۰۴	AUDITOR
۲/۳۴۸	۰/۰۰۰	-۴/۴۴۱	-۰/۰۲۴	LEV
۱/۱۵۰	۰/۰۰۲	۳/۱۴۰	۰/۰۱۰	CF
۱/۶۸۷	۰/۰۰۰	-۸/۳۶۶	-۰/۰۳۶	SIZE
۱/۰۵۹	۰/۶۳۱	۰/۴۸۰	۰/۰۰۱	GROWTH
۱/۵	۰/۰۰۵	۱/۹۵۸	۰/۰۰۸	NBV
۱/۶۹۲	۰/۰۱۸	-۲/۳۷۷	-۰/۰۰۳	CR
۱/۳۶۶	۰/۰۰۱	۳/۳۴۷	۰/۰۰۶	LOSS
-	۰/۰۰	۷۳/۵۲۴	۰/۹۱۴	AR(1)
P_ Value	مقدار	آزمون	مقدار	آماره
۰/۰۶۱	۲/۴۴۱	K_S	۰/۷۶۹	R <sup>2</sup>
۰/۰۰۰	۱۳/۳۴۴	F فیشر	۰/۷۶۷	R <sup>2</sup> تعدیل شده
۰/۰۰۰	۱۱/۱۴۷	F لیمر	۲/۲۲۵	D_W

چون مقدار آماره دوربین واتسون حاکی از خود همبستگی باقیمانده‌ها بود، بنابراین از بخش AR مرتبه اول (متغیر وابسته با یک زمان تأخیر) در مدل استفاده شد. در نتیجه، نتایج تحلیل بانلی طبق نگاره ۴ به عنوان مدل نهایی تحقیق به دست آمد که مقدار آماره دوربین واتسون آن

در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد و می توان عدم وجود همبستگی را تأیید کرد (مؤمنی، قیومی، ۱۳۸۶). سطح معناداری آماره کولموگراف اسمیرنف ( $K-S$ ) با مقدار ۰/۰۶۱ بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر نرخ هزینه مالی و به همراه آن نرمال بودن توزیع باقیمانده ها قابل پذیرش است. آماره VIF نیز حاکی از عدم وجود وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل است، زیرا همه مقادیر VIF در حد مجاز تعریف شده (بین ۵ تا ۱۰) قرار دارند (مؤمنی، قیومی، ۱۳۸۶).

### آزمون فرضیه سوم

از آنجا که داده های تحقیق، تلفیقی از داده های مقطعی (شرکت ها) و سری زمانی (بازه زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۹۰) است، لذا قبل از تخمین الگوی (۳)، برای انتخاب بین روش داده های تلفیقی یا تابلویی از آزمون F لیمر استفاده می شود. همانطور که در نگاره نشان داده شده است میزان احتمال آماره F لیمر کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر مبنی بر کاربرد داده های تلفیقی رد می شود و داده ها از نوع تابلویی هستند و می بایست آزمون هاسمن انجام شود تا مشخص گردد اثرات از نوع ثابت یا تصادفی هستند. با توجه به اینکه میزان احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است، می توان نتیجه گرفت که باید از مدل با اثرات ثابت استفاده نمود که نتایج آن در نگاره ۸ ارائه شده است.

نگاره (۷): نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

الگو	نام آزمون	میزان آماره	درجه آزادی	احتمال	نتیجه
۳	F لیمر	۱۱/۲۵۸	(۱۳۹/۱۲۵)	۰/۰۰۰	استفاده از داده های تابلویی
	هاسمن	۵۴/۰۹۶	۱۱	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت

با توجه به فرضیه تحقیق انتظار می رفت، بین هزینه بدهی و استقلال اعضای هیأت مدیره در شرکت های دارای ارتباطات سیاسی رابطه معنادار وجود داشته باشد. برای تحقق این امر باید سطح معناداری ضریب متغیر  $INDAC * PCON$  کمتر از ۰/۰۵ باشد. با توجه به نتایج آزمون، سطح معناداری متغیر استقلال اعضای هیأت مدیره در شرکت های دارای ارتباطات سیاسی برابر با ۰/۰۱۴ است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۹٪ این فرضیه رد نمی شود. به عبارت دیگر می توان بیان نمود که بین هزینه بدهی و استقلال اعضای هیأت مدیره در شرکت های دارای ارتباطات

سیاسی رابطه معناداری وجود دارد. همچنین منفی بودن ضریب نشان می‌دهد که بین هزینه بدهی و استقلال اعضای هیأت مدیره در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه معکوسی وجود دارد. یعنی اگر استقلال اعضای هیأت مدیره در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی افزایش یابد، هزینه بدهی کاهش خواهد یافت.

نکته (۸): نتیجه آزمون فرضیه سوم

$IR = \beta_0 + \beta_1 PCON + \beta_2 INDAC + \beta_3 PCON * INDAC + \beta_4 AUDITOR + \beta_5 LEV + \beta_6 CF + \beta_7 SIZE + \beta_8 GROWTH + \beta_9 NBV + \beta_{10} CR + \beta_{11} LOSS + \varepsilon_{it}$				
نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	VIF
C	۰/۳۱۴	۱۰/۵۳۰	۰/۰۰۰	-
PCON	-۰/۰۰۲	-۰/۸۷۱	۰/۳۸۴	۲/۵۱۸
INDAC	۰/۰۰۶	۲/۲۶۴	۰/۰۲۴	۲/۰۹۲
PCON*INDAC	-۰/۰۰۸	-۲/۴۵۹	۰/۰۱۴	۳/۰۰۷
AUDITOR	۰/۰۰۴	۲/۳۹۷	۰/۰۱۷	۱/۰۹۴
LEV	-۰/۰۲۴	-۴/۵۰۰	۰/۰۰۰	۲/۳۵۱
CF	۰/۰۱۰	۳/۱۶۴	۰/۰۰۲	۱/۱۵۳
SIZE	-۰/۰۳۶	-۸/۳۳۰	۰/۰۰۰	۱/۷۰۲
GROWTH	۰/۰۰۰	۰/۳۴۷	۰/۷۲۹	۱/۰۵۹
NBV	۰/۰۰۸	۲/۰۲۷	۰/۰۴۳	۱/۴۹۷
CR	-۰/۰۰۳	-۲/۴۸۹	۰/۰۱۳	۱/۷۱۵
LOSS	۰/۰۰۶	۳/۲۱۲	۰/۰۰۱	۱/۳۶۱
AR (1)	۰/۹۱۳	۷۳/۴۶۵	۰/۰۰۰	-
آماره	مقدار	آزمون	مقدار	P Value
$R^2$	۰/۷۷۱	K_S	۲/۴۴۱	۰/۰۶۱
$R^2$ تعدیل شده	۰/۷۶۹	F فیشتر	۱۳/۴۰۳	۰/۰۰۰
D_W	۲/۲۲۴	F لیمر	۱۱/۲۵۸	۰/۰۰۰

چون مقدار آماره دوربین واتسون حاکی از خود همبستگی باقیمانده‌ها بود، بنابراین از بخش AR مرتبه اول (متغیر وابسته با یک زمان تأخیر) در مدل استفاده شد. در نتیجه، نتایج تحلیل پانلی طبق نگاره شماره ۵ به عنوان مدل نهایی تحقیق به دست آمد که مقدار آماره دوربین واتسون آن در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد و می‌توان عدم وجود همبستگی را تأیید کرد (مؤمنی، قیومی، ۱۳۸۶). سطح معناداری آماره کولموگراف اسمیرنوف ( $K-S$ ) با مقدار ۰/۰۶۱ بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر نرخ هزینه مالی و به همراه آن نرمال بودن توزیع باقیمانده‌ها قابل پذیرش است. آماره VIF نیز حاکی از عدم وجود وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل است، زیرا همه مقادیر VIF در حد مجاز تعریف شده (بین ۵ تا ۱۰) قرار دارند (مؤمنی و قیومی، ۱۳۸۶).

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه شماره یک نشان داد که بین هزینه بدهی و شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه منفی معناداری وجود دارد. این نتیجه مطابق با نتایج تحقیقات چنی و دیگران (۲۰۱۲) و بویکری و دیگران (۲۰۱۲) می‌باشد. یعنی اگر ارتباطات سیاسی شرکت‌ها افزایش یابد، هزینه بدهی کاهش خواهد یافت. این نتیجه نشان‌دهنده آن است که برقراری ارتباطات سیاسی به نفع شرکت‌ها می‌باشد، زیرا این روابط منافع زیادی نظیر بستن قراردادهای سودآور، در اختیار قرار دادن ارز دولتی، کاهش تعرفه گمرکی، امتیاز دسترسی به بازار، تخفیف‌های مالیاتی، دسترسی آسان‌تر به اعتبارات، یارانه‌های دولتی و غیره برای آن‌ها در پی خواهد داشت. لذا شرکت‌های دارای این ارتباطات، راحت‌تر به منابع مالی و مزایای دیگر از طریق ارتباطات خود دست می‌یابند و باعث می‌شود کمتر به گزارشگری مالی با کیفیت بالا متکی باشند. در نتیجه می‌توان بیان کرد در نظام‌های اقتصادی مبتنی بر روابط، ارتباط سیاسی منبع مهم با ارزشی برای شرکت‌ها قلمداد می‌شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۲ نشان داد که بر خلاف انتظار بین هزینه بدهی و نقش دوگانه مدیرعامل در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه معناداری وجود ندارد. این نتیجه مطابق با نتایج تحقیق پیری (۱۳۹۰)، اشرفی (۱۳۸۹) و مخالف با نتایج تحقیق لاری (۲۰۱۰)، پایوت (۲۰۰۷)، آبور (۲۰۰۷)، بوجراج (۲۰۰۳) و احمدپور (۱۳۸۹) می‌باشد. بازار سرمایه ایران در حال



حاضر نوباست و به تازگی حرکت خود به سوی ساختارهای حاکمیت شرکتی را آغاز کرده است. بنابراین هنوز شواهد محکمی در خصوص اثربخشی معیارهای حاکمیت شرکتی بدست نیامده است. لیکن با توجه به گسترش دامنه فعالیت شرکت‌ها و نیاز به مدیران متخصص به منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و ارتقای شفافیت اطلاعات در واحدهای اقتصادی که تمام یا بخشی از سرمایه آن‌ها از طریق سهامداران تأمین شده است، می‌توان نقش مدیرعامل شرکت را از اعضای هیأت مدیره تفکیک نمود تا ابهام کمتری در وظایف این دو نهاد مهم در امر حاکمیت شرکت‌ها وجود داشته باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۳ نیز نشان داد که بین هزینه بدهی و استقلال هیأت مدیره در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی رابطه منفی معناداری وجود دارد. این نتیجه مطابق با نتایج تحقیق لاری (۲۰۱۰)، پایوت (۲۰۰۷)، بوجراج (۲۰۰۳)، ون و دیگران (۲۰۰۲)، پیری (۱۳۹۰) و مخالف با نتایج تحقیق آبور (۲۰۰۷)، احمدپور (۱۳۸۹) و اشرفی (۱۳۸۹) می‌باشد. یعنی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، افزایش استقلال اعضای هیأت مدیره منجر به کاهش هزینه بدهی خواهد شد. طبق نظریه نمایندگی، استقلال اعضای هیأت مدیره موجب کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شرکت می‌گردد و از طرف دیگر حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره، باعث ایجاد نظارت بیشتر بر عملکرد مدیران اجرایی شرکت گردیده و این افزایش نظارت بر عملکرد مدیران اجرایی، باعث ایجاد اعتماد در اعتباردهندگان و سایر اجزا بازار می‌شود. لذا می‌توان بیان کرد که با افزایش درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره میزان ریسک محاسبه شده توسط اعتباردهندگان کاهش می‌یابد که این منجر به کاهش هزینه بدهی می‌گردد. همچنین این نتیجه بیانگر آن است که در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، اعضای غیرموظف هیأت مدیره تمایل کمتری به استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت دارند. به عبارت دیگر مدیران غیرموظف کمتر از بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلند مدت استفاده می‌کنند.

### پیشنهاد‌های حاصل از نتایج

۱. با توجه به وجود تفاوت در وضعیت مالی و کیفیت صورت‌های مالی شرکت‌های دارای روابط سیاسی در مقایسه با شرکت‌های بدون روابط سیاسی به سازمان بورس و اوراق بهادار توصیه می‌شود، به فرآیند گزارشگری مالی این گونه شرکت‌ها، توجه بیشتری نماید و الزاماتی

را جهت افشای اطلاعات مرتبط با روابط سیاسی وضع نماید. همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار و جامعه حسابداران رسمی پیشنهاد می‌شود به منظور ارتقای کیفیت حسابرسی مؤسسات حسابرسی که حسابرسی شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی را به عهده دارند، نظارت بیشتری داشته باشند.

۲. پیشنهاد می‌شود که با گسترش مطالعات و ادبیات نظری حاکمیت شرکتی شرکت‌ها، فعالان بازار بورس، اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها، سهامداران، اعتباردهندگان، مؤسسات حسابرسی، پژوهشگران و غیره با مباحث مرتبط با نظام حاکمیت شرکتی شرکت‌ها بیشتر آشنا شوند تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در آن بپردازند و در نتیجه تأثیر بر افزایش ارزش شرکت‌ها داشته باشند.

۳. پیشنهاد می‌شود که تحقیق حاضر به تفکیک صنایع مختلف انجام و نتایج به دست آمده در صنایع مختلف بررسی و تجزیه و تحلیل گردد.

علاوه بر آن برای انجام تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود که محققان به بررسی رابطه میان نقد شوندگی سهام و هزینه بدهی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، بررسی رابطه میان هزینه بدهی و پاداش مدیریت در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، بررسی کیفیت حسابرسی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، بررسی حق الزحمه حسابرسی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، بررسی رابطه بین ارزش شرکت و ارتباطات سیاسی، بررسی مدیریت سود در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، بررسی کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر روی انگیزه‌های گزارشگری محافظه کارانه و بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت‌ها بپردازند.

### منابع

احمدپور، احمد؛ کاشانی پور، محمد؛ شجاعی محمد رضا. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، ۶۲-۳۲.

اشرفی، مهدی. (۱۳۸۹). «بررسی ارتباط سازوکارهای راهبری شرکت با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مبارکه.

آقایی، محمد علی؛ اعتمادی حسین؛ آذر، عادل و چالاک، پری. (۱۳۸۸). «ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش مدیریت سود». فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۶.

رضایی، فرزین؛ سعادت، کمال. (۱۳۹۳). عنوان بررسی اثر روابط سیاسی شرکت بر سطح نگهداشت موجودی نقد شرکت‌ها، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد قزوین.

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، دوره ۲۱، ش ۴، صص. ۴۴۹-۴۷۰.

ستایش، محمد حسین؛ مهارلویی، محمد؛ ابراهیمی، فهیمه. (۱۳۸۹). «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی»، مجله پیشرفت‌های حسابداری، شماره اول، ۸۹\_۵۵. شباهنگ، رضا. (۱۳۸۵). مدیریت مالی، جلد اول و دوم، نشریه شماره ۹۲ و ۱۰۲ سازمان حسابرسی. مقدم، بیت اله؛ پیری، عبدالله. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها». فصلنامه مدیریت و توسعه و تحول، ۷، ۳۷\_۳۱.

مؤمنی، منصور؛ فعال قیومی، علی. (۱۳۸۶). تحلیل داده‌های آماری با استفاده از SPSS، انتشارات کتاب نو، تهران.

- Abor, J. (2007). "Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms". *Corporate Governance*, Vol. 7, pp. 83-92.
- Anting Sejati, Y. (2009). Political connections and earnings quality: evidence from Malaysia. phd dissertation, Oklahoma state university.
- Bhojarj S, Sengupta P. (2003). "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investor and Outside Directors". *Journal of Business*: 76 (3) , 455-475.
- Bliss Mark A. and Gul Ferdinand A. (2012) "Political connection and leverage: Some Malaysian evidence", Volume 36, Issue 8, August 2012, Pages 2344-2350.
- Boubakri Narjess, Omrane Guedhami Dev Mishra, Walid Saffar. (2012). "Political connections and the cost of equity capital", *Journal of Corporate Finance journal* Vol. 18, Issue 3, June 2012, PP. 541-559.
- Bushman, R. and J. Piotroski. (2006). "Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions". *Journal of Accounting & Economics* 42, 107-148.

- Chaney, P. K, M. Faccio and D. C. Parsley. (2012). "The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms". Working paper , Vanderbilt University.
- Chang, J, and Sun , C. (2008). "The Relation between Earning Information, Earning Management and Corporation in the Pre \_ and post \_ Sox Periods". Working Paper. SSRN.
- Faccio, M. (2007). "Politically Connected Firms". *The American Economic Review*. 96 (1).
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983 ). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, 16: 301 - 325.
- Hasan , A, and Butt , S. A. (2009). "Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies". *International Journal of Busines and Management* , Vol. 4, No. 2, pp 57-50.
- Hermalin, B. E. and Weisbach , M. S. (1991 ). "The Effects Of Board Composition And Direct Incentives on Firm Performance". *Financial Management, Financial Management Association*, 20: 101 -112.
- Lary D. Su. (2010). "Ownership Structure Corporate Diversification And Capital Structure decision of firms". *Management Decision*, Vol. 48, No. 2, pp 314-339.
- Moses, O. D. (1987). "Income Smoothing And Incentives: Empierical Test Using Accounting Changes", *The Accounting Review*, April, pp. 358\_375.
- Niessen, S, Ruenzi. (2012). "Political Connectednessand Firm Performance: Evidence From Germany". CFR -Working Paper 7-15.
- Piot. (2007). "Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Compannies". Associate Professor Montpellier Business School.
- Rezaei, F. , & Rafieinia, M. , (2015). "Political connection role on relationship between board composition and companies' financial leverage". *International Journal of Innovation and Applied Studies*, vol. 10, pp. 866-874.
- Wen , Y , Rwegasira , J. (2002). "Corporate governance and capital structure decision of Chinese listed firms". *Corporate Governance: An International Reviews*, 10 (2): 83-75.
- Xu Wei , Kun Wang and Asokan Anandarajan (2012) "Quality of reported earnings by Chinese firms: The influence of ownership structure", *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 28 193-199.
- Yeh Yin-Hua , Pei-Gi Shu and Shean-Bii Chiu. (2012). "Political Connections, corporate governance and preferential bank loans", *Pacific - Basin Finance Journal* 21 PP. 1079-1101.