



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۴ (پیاپی ۵۲) / زمستان ۱۴۰۳
صفحه ۴۱ تا ۶۲

بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه شرکت

حمیده جعفری یزدی

دانشجوی کارشناسی‌ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، گروه مدیریت مالی، تهران، ایران.

علیرضا حیدرزاده هنزائی

استادیار و عضو هیات علمی گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و علوم اجتماعی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران،
ایران. (نویسنده مسوول)

a_heidarzadeh@iau-tnb.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۸/۲۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۰۳

چکیده

در این پژوهش تأثیر ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه شرکت مورد بررسی و آزمون قرار گرفته شد. متغیر کارایی سرمایه‌گذاری به پیروی از پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) اندازه‌گیری شده است. از شاخص‌های شرکت‌ها یا نهادهای دولتی و درصد مالکیت نهادی شرکت‌های وابسته به دولت برای اندازه‌گیری ارتباطات سیاسی استفاده شده است. در راستای بررسی این موضوع، سه فرضیه طراحی شده است. تعداد ۱۸۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی شش ساله از ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ طبق روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک از جامعه آماری انتخاب و تعداد ۱۰۸۶ مشاهده شرکت-سال در تحلیل‌های آماری منظور شده‌اند. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. اما ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه تأثیر معنی‌داری ندارد. بررسی‌ها همچنین نشان داد ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه تأثیر منفی و معنی‌داری دارد.

واژه‌های کلیدی: ارتباطات سیاسی، کارایی سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه؛

۱- مقدمه

در شرکت‌ها هزینه سرمایه^۱ یکی از موضوعات مهمی می‌باشد که نه تنها کنترل آن مورد توجه مدیران است، بلکه پایین بودن آن و بازدهی بیشتر منابع شرکت مورد توجه سرمایه‌گذاران است. در این خصوص دو چشم‌انداز سرمایه‌ای مطرح است؛ نخست آن که سرمایه‌گذار، سرمایه خود را برای کسب سود مطلوب سرمایه‌گذاری می‌نماید، دوم آن که شرکت‌ها سرمایه را به عنوان یک بدهی که باید به سرمایه‌گذار بازگردانده شود، در نظر می‌گیرند (کیسوانتو و فیتریانی^۲، ۲۰۱۹).

سرمایه‌گذاران معمولاً نرخ مورد نیاز را بر اساس شرایط شرکت درخواست می‌کنند. پیش‌بینی سرمایه‌گذار از نرخ بالای سود، بعنوان خطر برای شرکت محسوب می‌شود؛ این نشان دهنده نوعی از ناکارآمدی شرکت در مدیریت هزینه سرمایه است (کیسوانتو و فیتریانی، ۲۰۱۹). علاوه بر آن با گسترش خصوصی‌سازی اعتباردهندگان نسبت به وصول اصل و بهره وام‌های اعطایی در مقایسه با زمانی که مالکیت شرکت‌ها دولتی بوده حساسیت بیشتری نشان می‌دهند که نشان دهنده اهمیت موضوع هزینه سرمایه است (سعیدی و همکاران، ۱۳۹۵). شناخت رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها (به عنوان یکی از مصادیق تخصیص منابع^۳) و عوامل مؤثر بر آن به جهت برخورداری پروژه‌های بلندمدت از مؤلفه‌هایی چون حجم بالای سرمایه‌گذاری، پیامدهای قابل توجه، بلندمدت و همچنین تعهدات مالی عمده و تأثیری که هر یک از آن‌ها بر نقدینگی، تخصیص منابع، سودآوری و در مجموع، تأثیری که بر ارزش شرکت دارند، دارای اهمیت بسزایی است. اساساً می‌توان ریشه بروز شرایطی چون بیش سرمایه‌گذاری^۴ و یا کم سرمایه‌گذاری در قالب عدم کارایی سرمایه‌گذاری را در برخی نواقص بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی^۵ و هزینه‌های نمایندگی^۶ ناشی از برهم کنش میان سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران جستجو کرد (نمازی و غلامی، ۱۳۹۳).

در بازارهای ناکارآ^۷ به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی، مشکلات نمایندگی‌ای به وجود می‌آید که ممکن است منجر به ایجاد دامنه‌ای از سرمایه‌گذاری‌هایی شود که در جهت تأمین منافع سهامداران نباشد. مورگادو و پیندادو^۸ (۲۰۰۳) در بیان این موضوع مواردی را در تضاد منافع بین ذینفعان اصلی در بر دارنده مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان را مطرح نموده‌اند که ختم به عدم کارایی سرمایه‌گذاری^۹ می‌شود. به طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت‌ها تنها در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص^{۱۰} سرمایه‌گذاری کنند (واعظ و غفری، ۱۳۹۴). کارایی سرمایه‌گذاری عاملی است که مدیران می‌توانند در صورت نیل به آن، هزینه حقوق

^۱ Cost of Capital

^۲ Kiswanto & Fitriani

^۳ Resource Allocation

^۴ Over-Investment

^۵ Information Asymmetry

^۶ Agency costs

^۷ Inefficient Markets

^۸ Morgado & Pindado

^۹ Investment Efficiency

^{۱۰} Net Present Value

صاحبان سهام را کاهش دهند (مجید و همکاران، ۲۰۱۷). این ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه ممکن است تحت تأثیر برخی شرایط خاص شرکت، از جمله ارتباطات سیاسی شرکت تعدیل یابد (پام، ۲۰۱۹). علاوه بر تأثیر مستقیمی که کیفیت سرمایه‌گذاری می‌تواند بر هزینه سرمایه بگذارد، این ارتباط در شرایط گوناگون مالی و غیر مالی نیز ممکن است دچار تعدیل واقع شود. در واقع در صورت وجود این شرایط، هزینه سرمایه به صورت مستقیم و البته غیرمستقیم دچار نوسان می‌شود؛ از جمله این عوامل ارتباطات سیاسی^۱ شرکت است. در شرکت‌های دارای روابط سیاسی دسترسی به منابع سرمایه بستگی زیادی به سود گزارش شده ندارد؛ زیرا، روابط سیاسی منجر به دسترسی آسان به اعتبار و منابع سرمایه از بانک‌های تحت تملک دولت می‌گردد (بوابکری و همکاران^۲، ۲۰۱۲). از سوی دیگر بر اساس برخی پژوهش‌های انجام گرفته، ارتباطات سیاسی می‌تواند منجر به تعدیل کارایی سرمایه‌گذاری شود (لی و ژو^۳، ۲۰۰۵). همچنین محققان نشان دادند که فعالیت‌های سلب مالکیت کنترل مالکان در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی در مقایسه با سایر شرکت‌ها بیشتر است. بر این اساس این ارتباط با دولت در خصوص تصمیمات سرمایه‌گذاری^۴ نیز می‌تواند اثرگذار باشد. در واقع، این تأثیرگذاری ارتباطات سیاسی بر کارایی سرمایه‌گذاری، ممکن است به تعدیل هزینه سرمایه نیز منتج شود. بر اساس آنچه گفته شد در این پژوهش در صدد پاسخگویی به این سوال هستیم که آیا ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه شرکت تأثیر معنی‌داری دارد؟

۲- ادبیات نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۱-۲ ادبیات نظری

هزینه سرمایه یکی از مفاهیمی است که همواره مورد توجه صاحب نظران مالی بوده است و عامل اصلی در ایجاد شکاف بین سود حسابداری^۵ و سود اقتصادی^۶ است. این مفهوم به شکل‌های مختلف تعریف شده است اما یکی از تعریف‌هایی که مقبولیت بیشتری دارد، هزینه سرمایه را به عنوان کمینه نرخ بازدهی تعریف می‌کند که با کسب آن ارزش واحد اقتصادی ثابت می‌ماند (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۹۶). بر اساس تئوری هزینه سرمایه، هزینه سرمایه به عنوان نرخ مانع محسوب می‌شود به این معنی که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در پروژه‌هایی با نرخ بازده بیشتر از هزینه سرمایه موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود (محسنی، ۱۳۹۷). مدیران شرکت‌ها در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نمایند. هزینه سرمایه را می‌توان حداقل نرخ بازدهی دانست که نرخ بازده مورد انتظار گروه‌های سرمایه‌گذاری را تامین می‌نماید. از آنجا که هزینه سرمایه مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، با میزان ریسک پذیرفته شده توسط آنها مرتبط است (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۶).

¹ Political Communication

² Boubakri et al.

³ Li and Zhou

⁴ Investment Decisions

⁵ Accounting Profit

⁶ Economic Profit

بنابراین می‌توان گفت هزینه سرمایه نه تنها معیار سرمایه‌گذاری است بلکه در ارزیابی عملکرد مالی مدیریت نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد. آشنایی با عوامل موثر بر هزینه سرمایه می‌تواند مدیریت را در افزایش سهام شرکت یاری رساند، از این‌رو بررسی عوامل تاثیرگذار بر هزینه سرمایه مهم است. (صفری بیدسکان، ۱۳۹۵)

هزینه سرمایه یک شرکت عبارت است از هزینه فرصت سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری در آن شرکت. هزینه سرمایه از دو بعد دارای اهمیت است، بعد اول این است که تمامی الگوهای ارزیابی اوراق بهادار بر هزینه سرمایه متکی است. بعد دوم این است که سرمایه‌گذاری وجوه توسط شرکت و تعیین اولویت‌های سرمایه‌گذاری^۱ و تعیین ساختار سرمایه بدون هزینه سرمایه عملی نخواهد بود (سلیمی احمد، ۱۳۸۶).

تعیین و ایجاد ساختار بهینه سرمایه^۲ و یا حرکت به سمت آن می‌تواند بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران تاثیر بگذارد. بدون اطلاع از هزینه سرمایه، شرکت نمی‌تواند تصمیم بگیرد که از چه ابزاری برای گردآوری وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری بلند مدت خود استفاده کند و به دلیل محدودیت منابع، واحدهای اقتصادی باید سعی کنند ترکیبی از منابع مالی را گزینه کنند که کمترین هزینه سرمایه را داشته باشد. به منظور بیشینه کردن ارزش واحد اقتصادی لازم است سرمایه‌گذاری‌هایی انجام و تداوم یابد که نرخ بازده آنها بیش از هزینه تأمین مالی باشد. تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی را به سختی می‌توان از یکدیگر جدا کرد لیکن بدون توجه به این تفکیک می‌توان ادعا کرد که ارزش بنگاه از دو راه افزایش می‌یابد یکی افزایش نرخ بازده سرمایه‌گذاری و دیگری کاهش نرخ هزینه سرمایه (ستایش و همکاران، ۱۳۸۹).

یکی از مسائل مهم در جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است؛ در محیط‌های تجاری و اقتصادی امروزی، سرمایه‌گذاری موثر می‌تواند سبب رشد و توسعه پایدار اقتصادی شود. مدیران با سطح بهینه‌ای از سرمایه‌گذاری می‌توانند با بهره‌گیری از فرصت‌های سود آور، نهایت بازدهی را ایجاد و منافع سهامداران را تأمین کنند. سرمایه‌گذاری همواره به عنوان یکی از راه‌های اصلی توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است علاوه بر میزان سرمایه‌گذاری، کارایی سرمایه‌گذاری نیز اهمیت بالایی داشته باشد. کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند. از این‌رو انتظار اینکه میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت، متاثر از میزان وجوه در دسترس و نه پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت باشد، صرفاً در شرایطی امکان پذیر است که راهبری شرکتی ضعیف یا مشکلات نمایندگی وجود داشته باشد و دسترسی مدیر به منابع خارجی را محدود سازد. (بابرا و همکاران^۳، ۲۰۱۸)

کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند، در واقع برخی از نواقص بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌تواند

¹ Investment Priorities

² Optimal Capital Structure

³ Bhabra et al.

به فرآیند بیش سرمایه‌گذاری منتهی گردد؛ به این مفهوم که نه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت پذیرفته شوند (کم سرمایه‌گذاری) و نه پروژه‌های با ارزش خالص منفی رد می‌شوند (بیش سرمایه‌گذاری). (بیدل^۱، ۲۰۱۹) کارایی سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد هدایت شود (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

حداقل دو عامل تعیین‌کننده برای کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. اول، یک شرکت برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود، نیاز به افزایش سرمایه دارد. در یک بازار کامل، همه پروژه‌های باخالص ارزش فعلی مثبت بایستی تأمین مالی شوند؛ اما شرکت‌هایی که با محدودیت مالی^۲ مواجه هستند، به دلیل هزینه‌های بالای افزایش سرمایه، از پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت صرف‌نظر خواهد کرد که منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود. دومین عامل کارایی سرمایه‌گذاری بیان می‌کند که حتی اگر شرکت تصمیم به افزایش سرمایه بگیرد، ضمانتی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری‌های صحیح انجام شود (خدایی وله‌زاقرد و یحیایی، ۱۳۸۹).

در نهایت می‌توان گفت سرمایه‌گذاری در زمینه‌های مختلف، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است تا علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز از اهمیت فراوانی برخوردار باشد (الهایی و اسکندری، ۱۳۹۶).

ارتباط سیاسی عبارتست از انتقال عمدی یک پیام سیاسی از یک فرستنده به گیرنده با هدف ایجاد تغییر در رفتار، گفتار و پندار مخاطب، آنطور که فرستنده می‌خواهد (گلستانی و همکاران، ۱۳۹۴).

روابط و نفوذ سیاسی نه تنها بر وضعیت مالی بنگاه‌های اقتصادی تأثیر می‌گذارد، بلکه انگیزه مدیران را نیز در ارتباط با گزارشگری مالی^۳ و تهیه صورت‌های مالی^۴ تحت تأثیر قرار می‌دهد و در نهایت باعث ایجاد تفاوت‌های چشم‌گیر، در کیفیت صورت‌های مالی شرکت‌های دارای روابط سیاسی در مقایسه با شرکت‌های بدون روابط سیاسی می‌گردد (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۶). شاخص ارتباطات سیاسی، سه بعد اقتصادی، اجتماعی و فردی دارد. بعد اقتصادی ارتباطات سیاسی عبارتست از درصد مالکیت مستقیم دولت از سهام شرکت‌ها، به گونه‌ای که بیش از پنجاه درصد سهام شرکت متعلق به دولت باشد (چوی و همکاران^۵، ۲۰۱۱).

بعد اجتماعی ارتباطات سیاسی عبارتست از سرمایه‌گذاری نهادهای^۶ وابسته به دولت در ساختار مالکیت شرکت که بیان‌کننده حمایت نهادی دولت است به عبارت دیگر، بعد اجتماعی عبارتست از درصد سهام نگهداری شده شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سرمایه که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، موسسه‌های مالی^۷، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت‌اند (اعتمادی و گورچی، ۱۳۹۶).

¹ biddle

² Financial Constraints

³ Financial Reporting

⁴ Financial Statements

⁵ Choy et al.

⁶ Investment Institutions

⁷ Financial Institutions

بعد فردی ارتباطات سیاسی نیز عبارتست از شرکتهایی که در ساختار مالکیت^۱ آنها یکی از سهامداران عمده شرکت (سهام داری که بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیار دارد) از شخصیت‌های سابق یا زمان حاضر در دولت باشد (خان و همکاران^۲، ۲۰۱۶). اما در ادبیات پژوهشی اخیر، ارتباطات سیاسی شرکت و دولت بیشتر در قالب حضور سرمایه‌گذاران عمده وابسته به دولت در ساختار مالکیت شرکت (بعد فردی ارتباطات سیاسی) بررسی شده است (سیلوا و همکاران^۳، ۲۰۱۸). به طور کلی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار به دو دسته سهام داران حقیقی و سهامداران حقوقی تقسیم می‌شوند، سهامداران حقیقی طیف گسترده‌ای از سهامداران یک شرکت‌اند که بخشی از این سهامداران ممکن است شخصیت‌ها و سیاستمداران وابسته به دولت باشند. یکی از راه‌های پیش روی دولت برای کنترل و تحدهای اقتصادی به دست آوردن سهام شرکت‌ها از طریق مالکیت سهام‌دار عمده سیاسی (مالکیت بیش از ده درصد) در ساختار مالکیت شرکت هاست (نیلی و همکاران^۴، ۲۰۱۱). دولت از طریق این ارتباطات، در شرکت‌ها نفوذ می‌کند. همچنین حضور سرمایه‌گذاران وابسته به دولت می‌تواند بر سیاست‌های مالی شرکت تاثیر داشته باشد. به این منظور این شرکت‌ها را شرکت‌های دارای روابط سیاسی می‌نامند (حبیب و همکاران، ۲۰۱۸).

امروزه ارتباطات سیاسی و ارتباط داشتن شرکت‌ها با افراد بانفوذ و قدرتمند از جمله راه‌هایی است که شرکت به دنبال آن هستند تا از این طریق بر منافع خود بیفزایند و یا حداقل برخی از هزینه‌ها و مخارج خود مانند مالیات و برخی هزینه‌ها و جرایم مالی و غیر مالی را کاهش دهند.

ارتباطات سیاسی انتقال اطلاعات سیاسی از یک بخش نظام سیاسی به دیگر بخش‌ها و همچنین بین نظام سیاسی و نظام اجتماعی است. با این تعریف ارتباطات سیاسی برای رفتار اجتماعی و سیاسی حیاتی محسوب می‌شود تا آن‌جا که بدون ارتباطات نه سیاست و نه جامعه نمی‌تواند رشد یابد (برزگر و همکاران، ۱۳۹۳).

براساس نظریه اقتصاد سیاسی^۵، در اکثر جوامع اقتصادی بازار محور، واحدهای تجاری کانون کنش‌های متقابل اقتصادی، اجتماعی و سیاسی میان گروه‌های مختلف هستند. بنابراین شناخت روابط بین گروه‌های اقتصادی، اجتماعی و سیاسی به منظور درک ویژگی‌های در حال تغییر واحدهای تجاری لازم و ضروری است. بر پایه نظریه مرور اطلاعات حسابداری تنها برای حمایت از گروه‌های صاحب نفوذ در حوزه‌های اجتماعی، سیاسی و اقتصادی تهیه می‌شود. اطلاعاتی که به کمک آن صاحبان قدرت می‌توانند به نفع شخصی خود از آن اطلاعات استفاده و عمل نمایند (ابیسکارا^۶، ۲۰۰۳).

¹ Ownership Structure

² Khan et al.

³ Silva et al.

⁴ Nelly et al.

⁵ Theory of Political Economy

⁶ Abeyeskara

۲-۲ مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۲-۱ مروری بر پیشینه خارجی

پام (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه پرداخته است. این پژوهش در بر دارنده ۲۴۵۲۵۱ مشاهده در بین شرکت‌های استرالیایی انجام گرفته است. بخشی از یافته‌های پژوهش وی نشان از آن دارد که در شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد.

سیلوا و همکاران^۱ (۲۰۱۹) در پژوهشی تأثیر ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه و عملکرد شرکت‌ها را بررسی کردند، در این پژوهش از اطلاعات هشتاد و دو شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برزیل طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۶ استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه، تأثیر منفی و معناداری و ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد.

کیسوانتو و فیتریانی^۲ (۲۰۱۹) در پژوهشی در کشور اندونزی به بررسی تأثیر مدیریت سود^۳ و عدم تقارن اطلاعات بر هزینه سرمایه با توجه به نقش تعدیلی کیفیت افشاء^۴ پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که کیفیت افشاء، مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعات بر هزینه سرمایه تأثیر معنی‌داری دارد. همچنین کیفیت افشاء منجر به کاهش تأثیر مدیریت سود بر هزینه سرمایه می‌شود اما کیفیت افشاء بر ارتباط بین عدم تقارن اطلاعات و کیفیت افشاء تأثیر معنی‌دار ندارد.

مالول و همکاران^۵ (۲۰۱۸) در پژوهشی تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد و ارزش شرکت‌های تونسی را بررسی کردند. بر اساس نتایج به دست آمده، ارتباطات سیاسی موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت می‌شود. در واقع سرمایه‌گذاران به دلیل کسب منافع بیشتر، به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با ارتباطات سیاسی بالا تمایل نشان می‌دهند.

هاجاویاه و همکاران^۶ (۲۰۱۸) در پژوهشی در کشور اندونزی به بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعات و هزینه سرمایه پرداخته است و به این یافته رسیده است که عدم تقارن اطلاعات منجر به افزایش هزینه سرمایه می‌شود.

مجید، ژانگ و عمر^۷ (۲۰۱۸) تأثیر کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه را در شرکت‌های چینی بررسی کردند نتایج نشان داد کارایی سرمایه‌گذاری به طور معکوسی با هزینه سرمایه مرتبط است. همچنین بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه برای شرکت‌های بدون مالکیت دولتی، رابطه‌ای قوی وجود دارد، در حالی که این رابطه برای شرکت‌های دولتی، معنادار نیست. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به طور معناداری با هزینه سرمایه مرتبط است.

¹ Silva et al.

² Kiswanto & Fitriani

³ Earnings Management

⁴ Disclosure Quality

⁵ Maaloul et al.

⁶ Hajawiyah et al.

⁷ Majeed & Zhang & Umar

مجید و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی در کشور چین به بررسی تأثیر کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخته است. نمونه آماری این پژوهش در بر دارنده ۱۸۴۶۰ مشاهده می‌باشد. یافته‌های پژوهش وی نشان از آن دارد که ارتباط بین این دو متغیر منفی است. یعنی با افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد.

لینگ و همکاران^۱ (۲۰۱۶) پژوهشی را به عنوان بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی و کارایی سرمایه‌گذاری در ۴۶۳ شرکت در طی ۲۰۱۰ الی ۲۰۱۴ در ترکیه با استفاده از رگرسیون چند گانه انجام دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت تأثیر معناداری ندارد در صورتی که کارایی سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارد.

۲-۲-۲) مروری بر پیشینه داخلی

صنعتی و همکاران (۱۳۹۸) رابطه بین هزینه نمایندگی با کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی و آزمون قرار دادند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. جهت دستیابی به اهداف پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۱۲ شرکت به روش حذف نظام‌مند، در طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ انتخاب گردید. به طور کلی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین هزینه نمایندگی با کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط معناداری وجود ندارد. پارسائی و قربانی (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده از فرضیات نشان داد که بین بیش سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام رابطه وجود دارد. بین کم سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام ارتباط وجود دارد. همچنین بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام رابطه وجود دارد.

حسن‌زاده (۱۳۹۷) ارتباط بین ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را آزمون کرد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین ارتباطات سیاسی از طریق دولت و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

گوهری و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی مدیریت محدودیت‌های مالی و هزینه‌های نمایندگی به منظور حداقل نمودن عدم کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بررسی کردند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های شرکت‌ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می‌دهد، شرکت‌های دارای محدودیت مالی، حساسیت کم سرمایه‌گذاری به جریان نقد آزاد بالاتری دارند. همچنین این نتایج نشان می‌دهد شرکت‌های دارای مشکلات نمایندگی، حساسیت بیش سرمایه‌گذاری به جریان نقد آزاد بالاتری دارند.

بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ پرداختند و نمونه آنها متشکل

¹ Leng et al.

² Free Cash Flows

از یکصد و ده بود، نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تاثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تاثیر منفی می‌گذارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از یک مطالعه توصیفی- کاربردی و از نظر روش چون به بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها می‌پردازد، از نوع همبستگی است. انجام پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی-استقرایی صورت گرفت.

۳-۱ جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۹۷-۱۳۹۲ می‌باشند. در پژوهش حاضر از روش حذفی سیستماتیک به منظور نمونه‌گیری استفاده شده است که شرکت‌های نمونه با توجه به شرایط و محدودیت‌های زیر انتخاب گردید.

- ۱) برای انتخاب نمونه همگن، شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۲ سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد.
 - ۲) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به اسفند باشد.
 - ۳) شرکت‌های مورد بررسی تولیدی باشند؛ براین اساس زیرگروه بانک‌ها، بیمه‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، هلدینگ‌ها و مواردی از این قبیل به دلیل تفاوت در ماهیت عملکردی از جامعه آماری حذف شدند.
- در این پژوهش، تعداد ۱۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طبق شرایط نمونه‌گیری انتخاب و در نهایت تعداد ۱۰۸۶ مشاهده شرکت-سال در تحلیل‌ها منظور شده‌اند.

۳-۲ فرضیه‌های پژوهش

- ۱) کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه شرکت تأثیر معنی‌داری دارد.
- ۲) ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه شرکت تأثیر معنی‌داری دارد.
- ۳) ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه شرکت تأثیر معنی‌داری دارد.

۳-۳ مدل و روش اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

الگوی یک برای آزمون فرضیه اول پژوهش)

$$WACC_{i,t} = \alpha + \beta_1 IE_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 MB_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \beta_9 IO_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی دو برای آزمون فرضیه دوم پژوهش)

$$WACC_{i,t} = \alpha + \beta_1 CON_{i,t} + \beta_2 BETA_{i,t} + \beta_3 MB_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \beta_9 IO_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی سه برای آزمون فرضیه سوم پژوهش)

$$WACC_{i,t} = \alpha + \beta_1 IE_{i,t} + \beta_2 CON_{i,t} + \beta_3 IE_{i,t} * CON_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 TANG_{i,t} + \beta_{10} GROWTH_{i,t} + \beta_{11} IO_{i,t} + \beta_{12} ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

هزینه سرمایه؛ متغیر وابسته

از طریق رابطه زیر قابل محاسبه است:

$$WACC = \frac{DMV}{DMV + EMV} R_i + \frac{EMV}{DMV + EMV} r_d (1-t)$$

که در آن DMV ارزش بازار بدهی ها، EMV ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، R_i بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام که با استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه‌ای محاسبه می‌شود، r_d نرخ هزینه مالی بدهی و t نرخ مالیات است.

کارایی سرمایه‌گذاری؛ متغیر مستقل

$IE_{i,t}$: کارایی سرمایه‌گذاری؛ برای اندازه‌گیری آن از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) به شرح زیر استفاده می‌گردد:

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sale Growth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$Invest_{i,t}$: عبارت است از نسبت کل سرمایه‌گذاری (خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود) به کل دارایی‌های دوره جاری

$Sale Growth_{i,t-1}$: عبارت است از نسبت تغییرات فروش (تفاضل فروش سال قبل و دو سال قبل) به کل دارایی‌های دوره جاری

$\varepsilon_{i,t}$: پسماند مدل

برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری، از مقادیر پسماند مدل بالا، قدر مطلق گرفته و سپس در عدد منفی یک ضرب می‌شوند.

متغیر تعدیل‌گر

$CON_{i,t}$: ارتباطات سیاسی؛ این متغیر به صورت دو وجهی اندازه‌گیری خواهد شد؛ به این صورت که به شرکت‌هایی که دارای ارتباطات سیاسی می‌باشند، عدد یک و در غیر اینصورت، صفر اختصاص می‌یابد. لازم به ذکر است که در پژوهش حاضر، شرکت‌هایی دارای ارتباط سیاسی در نظر گرفته می‌شوند که در هیأت مدیره آن‌ها دولت یا نهادهای دولتی در آن عضویت داشته باشند.

متغیرهای کنترل

$BETA_{i,t}$: آن بخش از کل ریسک مجموعه اوراق بهادار که غیر قابل حذف بوده و به علت وجود عواملی که بر قیمت اوراق بهادار اثر می‌گذارد، به وجود می‌آید که به وسیله β اندازه‌گیری می‌شود. تغییرات در محیط اقتصادی، سیاسی، اجتماعی، نرخ بهره، قدرت خرید مصرف‌کننده، شرایط عمومی بازار از منابع ریسک غیر قابل اجتناب به شمار می‌روند، آن قسمت از تغییرات در بازده اوراق بهادار است که ارتباطی با تغییرپذیری کل بازار ندارد. این نوع ریسک منحصر به اوراق بهادار خاصی است و به عواملی همچون ریسک تجاری، ریسک مالی، ریسک نقدینگی بستگی دارد. برای محاسبه ریسک، از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده می‌شود:

$$R_{i,t} = \alpha + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$: نرخ بازده سهام شرکت i در سال t

β_i : بتای سهام شرکت i (نشان‌دهنده ریسک سیستماتیک)

$R_{m,t}$: نرخ بازده پرتفوی بازار برای سال t

$MB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری؛ نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

$SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت؛ بر اساس لگاریتم طبیعی فروش شرکت‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

$LEV_{i,t}$: اهرم مالی؛ از نسبت کل بدهی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

$CFO_{i,t}$: جریان نقد عملیاتی؛ برابر است با مجموع جریان نقد ورودی (خروجی) به کل دارایی‌ها

$TANG_{i,t}$: دارایی مشهود؛ بر مبنای نسبت دارایی مشهود به کل دارایی‌های قابل اندازه‌گیری است.

$GROWTH_{i,t}$: رشد؛ تغییرات درآمد فروش هر دوره نسبت به دوره پیش

$IO_{i,t}$: مالکیت نهادی؛ از نسبت درصد تعداد سهام در اختیار سهامداران نهادی به تعداد کل سهام شرکت بدست می‌آید.

$ROA_{i,t}$: بازده دارایی؛ حاصل تقسیم سود عملیاتی خالص پس از مالیات بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها

۴- تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش

۴-۱ آمار توصیفی

مهمترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال هزینه سرمایه شرکت‌ها به طور میانگین ۰/۳۰۲ است، که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر، پیرامون این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است.

از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر هزینه سرمایه برابر ۰/۳۷۹ است. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی^۱ می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و اگر ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. به

^۱ Skewness

عنوان مثال متغیر هزینه سرمایه با مقدار ۱/۱۲۸۱، چولگی به راست دارد. میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی^۱ گویند. اگر کشیدگی، حدود صفر باشد، منحنی فراوانی از نظر کشیدگی وضعیت متعادل و نرمالی خواهد داشت و اگر این مقدار، مثبت باشد، منحنی برجسته و اگر منفی باشد، منحنی پهن است. با استناد به احتمال آماره جارک-برا که در مورد همه متغیرهای دارای مقیاس نسبتی کمتر از سطح خطای پنج درصد است، از نرمال بودن توزیع متغیرها پشتیبانی نشده است. در تحلیل‌های آماری به دلیل وجود تعداد مشاهده‌های زیاد، طبق قضیه حد مرکزی و همچنین به خاطر ماهیت واقعی داده‌های مالی و مورد بررسی، نرمال نبودن توزیع متغیرهای پژوهش مشکل‌ساز نیست و عدم تایید آن با توجه به تعداد زیاد مشاهده‌ها قابل چشم پوشی است. همچنین یافته‌های پژوهش نشان داد که حدود ۶۶ درصد از مشاهده‌های نمونه آماری پژوهش دارای ارتباط سیاسی با دولت یا نهادهای مرتبط با دولت هستند.

نگاره ۴-۱) نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	هزینه سرمایه	کارایی سرمایه گذاری	ریسک سیستماتی ک	ارزش بازار به ارزش دفتری	اندازه شرکت	اهرم مالی	جریان نقد عملیاتی	دارایی مشهود	رشد	مالکیت نهادی	بازده دارایی
نماد	COE	IE	BETA	MB	SIZE	LEV	CFO	TANG	GROWTH	IO	ROA
میانگین	۰.۳۰۲۰۰۰	-۰.۰۳۹۳۳۴	۰.۷۱۵۹۶۱	۱.۸۶۳۳۳۸	۲۷.۸۱۵۲۸	-۰.۵۸۴۹۵۷	۰.۱۱۴۹۵۳	۰.۲۶۶۹۵۰	۰.۲۸۰۱۸۴	۰.۶۴۰۶۳۰	۰.۱۱۴۰۲۷
میانه	۰.۲۱۹۸۱۱	-۰.۰۲۸۱۳۹	۰.۶۳۴۸۰۲	۱.۲۹۹۸۸۱	۲۷.۷۲۱۱۳	-۰.۵۸۵۵۴۱	۰.۰۹۹۹۲۳	۰.۲۲۷۹۰۷	۰.۱۴۵۰۲۷	۰.۷۱۴۸۰۰	۰.۰۹۴۱۱۶
بیشترین	۲.۲۲۸۱۱۹	-۳.۹۸۰۶۰۰	۶.۴۸۲۳۶۹	۸.۷۲۶۸۷۸	۳۳.۳۸۱۸۹	۱.۵۶۵۵۸۲	۰.۶۴۲۲۱۰	۰.۹۳۲۹۸۱	۲۶.۹۲۱۹۹	۰.۹۹۰۰۰۰	۰.۵۹۱۲۷۶
کمترین	-۱.۷۵۲۳۸۰	-۰.۲۷۰۹۷۶	-۳.۰۸۲۳۶۴	-۰.۹۸۵۸۴۳	۲۲.۹۰۱۷۶	-۰.۰۶۱۰۶۳	-۰.۴۶۰۰۸۸	۰.۰۰۰۴۰۴	-۱.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۵۰۷۰	-۰.۳۲۶۸۵۵
انحراف معیار	۰.۳۷۹۸۱۲	۰.۰۳۹۱۵۰	۱.۰۱۵۷۱۹	۱.۸۳۰۹۶۸	۱.۵۴۱۲۹۵	۰.۲۰۳۵۲۷	۰.۱۳۲۳۹۷	۰.۱۷۹۶۱۲	۱.۰۵۵۹۳۹	۰.۲۶۴۶۷۵	۰.۱۲۶۱۲۷
چولگی	۱.۱۲۸۱	-۲.۱۵۳۳۱۴	۰.۵۲۵۳۷۷	۱.۲۳۴۸۶۱	۰.۴۹۹۰۹۱	۰.۲۴۴۰۹۳	۰.۵۳۶۸۲۰	۰.۸۳۵۴۹۵	۱۶.۱۹۷۶۶	-۰.۸۰۲۵۹۶	۰.۳۶۹۰۷۷
کشیدگی	۷.۴۴۴۴۸۹	۹.۷۱۴۸۲۴	۵.۶۴۹۶۶۰	۴.۱۷۸۵۹۸	۴.۰۲۵۵۹۴	۳.۵۷۳۰۴۶	۴.۵۱۴۵۶۷	۳.۰۷۹۰۷۴	۳۸.۲۲۷۴۱	۲.۵۴۰۵۰۰	۴.۲۶۲۸۵۳
جارک - برا	۱۰۷۰.۹۶۲	۲۸۷۴.۲۲۱	۳۶۶.۹۶۹۴	۳۳۸.۲۳۶۱	۹۲.۵۱۰۸۲	۲۵.۵۹۶۳۰	۱۵۵.۶۷۲۲	۱۲۶.۳۹۷۲	۶۵۴۴۵۷۳	۱۲۵.۹۱۴۷	۹۶.۶۴۱۷۰
احتمال آماره	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰
تعداد مشاهده‌ها	۱۰۸۶	۱۰۸۶	۱۰۸۶	۱۰۸۶	۱۰۸۶	۱۰۸۶	۱۰۸۶	۱۰۸۶	۱۰۸۶	۱۰۸۶	۱۰۸۶

متغیر مجازی	نماد	مقدار	تعداد	درصد
ارتباطات سیاسی	CON	صفر	۳۶۴	۳۳.۵۲
		یک	۷۲۲	۶۶.۴۸
		جمع	۱۰۸۶	۱۰۰.۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

¹ Kurtosis

۴-۲ آمار استنباطی

در ابتدا برای اینکه بتوان از تحلیل رگرسیون استفاده کرد و به نتایج پژوهش باور داشت، بررسی فرضیه‌های اساسی رگرسیون شامل نرمال بودن باقیمانده‌ها، پایایی متغیرها، استقلال باقیمانده‌ها، عدم هم‌خطی بین متغیرهای مستقل، آزمون می‌شود.

الف) به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته^۱ استفاده شده است. این آزمون فرضیه وجود ریشه واحد در مقادیر سری را مورد آزمون قرار می‌دهد. با توجه به نتایج به دست آمده، سری‌های مورد مطالعه در سطح خطای پنج درصد مانا هستند. بنابراین رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونددار نخواهد شد.

ب) برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آماره دربین-واتسون استفاده شده است. همانطور که در جداول نتایج نهایی آزمون مدل‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش مشخص می‌باشد، با توجه به قرار گرفتن آماره مذکور در بازه مورد قبول (۱/۵ تا ۲/۵)، بنابراین استقلال باقیمانده‌های مدل رگرسیون مورد قبول است.

ج) برای بررسی همخطی (وجود ارتباط بین متغیرهای مستقل) از آماره عامل تورم واریانس^۲ استفاده شده است. نتایج آزمون نشان می‌دهد، مشکل همخطی میان متغیرهای مستقل وجود ندارد. با توجه به تأیید فرضیه‌های فوق، می‌توان به نتایج حاصل از مدل برازش شده اطمینان داشت.

۴-۳ آزمون فرضیه‌های پژوهش

در فرضیه اول پژوهش تأثیر معنی‌دار کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه بررسی شده است. در الگوی مربوط به این فرضیه جدای از متغیرهای مستقل و وابسته، از نه متغیر کنترلی نیز استفاده شده است که عبارتند از ریسک سیستماتیک، ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان نقد عملیاتی، دارایی مشهود، رشد و مالکیت نهادی. برای آزمون الگوی رگرسیونی ابتدا با استفاده از آزمون چاو نسبت به تابلویی (پنل) یا تلفیقی (پولد) بودن مدل نتیجه‌گیری می‌شود. طبق نتایج بدست آمده آماره اف لیمر آزمون چاو ۱/۳۹۳ کمتر از مقدار بحرانی و احتمال آماره ۰/۰۰۱ کمتر از سطح خطای پنج درصد است. در نتیجه آزمون الگو باید به روش تابلویی (پنل) انجام شود. پس از تعیین نوع الگو، با استفاده از آزمون هاسمن نسبت به نوع اثرات تصمیم گرفته می‌شود. آماره کای دو آزمون هاسمن ۴۹/۲۳۴ بیشتر از مقدار بحرانی و احتمال آن ۰/۰۰۰ کمتر از سطح خطای پنج درصد است در نتیجه آزمون الگو باید به روش اثرات ثابت انجام شود. در نگاره ۴-۲ یافته‌های حاصل از آزمون الگوی مربوطه ارائه شده است.

سطح معنی‌داری آماره F از سطح خطای پنج درصد کمتر است، بنابراین رابطه خطی بین متغیرهای پژوهش وجود دارد. آماره دوربین - واتسون نیز در محدوده ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، بنابراین مشکل خودهمبستگی بین پسماندهای مدل وجود ندارد. ضریب تعیین مدل نیز با مقدار حدود ۳۳ درصد، بیانگر مقدار تغییر متغیر وابسته پژوهش به

^۱ Augmented Dickey Fouler

^۲ Variance Inflation Factor

واسطه متغیرها مستقل و کنترل است. متغیر مستقل کارایی سرمایه‌گذاری با احتمال آماره تی $0/003$ که از سطح خطای پنج درصد کمتر است، بر هزینه سرمایه تأثیر معنی‌دار دارد. بنابراین، این فرضیه در سطح اطمینان نود و پنج درصد تأیید می‌گردد.

نگاره ۴-۲ نتایج نهایی آزمون مدل رگرسیون مربوط به فرضیه اول پژوهش

متغیر وابسته: هزینه سرمایه		دوره: شش سال		مقطع: ۱۸۱		تعداد مشاهده‌ها: ۱۰۸۶	
متغیرهای توضیحی	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری		
ضریب ثابت	C	۱.۹۱۸۱۹۵	۱.۹۱۵۸۶۰	۱.۰۰۱۲۱۹	۰.۳۱۷۰		
کارایی سرمایه‌گذاری	IE	-۲.۴۸۶۲۱۹	۰.۸۵۷۲۱۳	-۲.۹۰۰۳۵۲	۰.۰۰۳۸		
ریسک سیستماتیک	BETA	۰.۰۳۷۶۲۸	۰.۰۵۵۰۳۳	۰.۶۸۳۷۲۵	۰.۴۹۴۳		
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۰.۰۰۱۲۱۱	۰.۰۰۵۹۰۸	۰.۲۰۴۹۸۶	۰.۸۳۷۶		
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۶۹۶۴۶	۰.۰۷۳۰۶۹	-۰.۹۵۳۱۵۵	۰.۳۴۰۸		
اهرم مالی	LEV	۰.۰۵۸۸۲۱	۰.۰۶۹۸۳۴	۰.۸۴۲۲۹۶	۰.۳۹۹۸		
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰.۰۷۲۵۱۱	۰.۰۶۲۳۴۲	۱.۱۶۳۱۰۹	۰.۲۴۵۱		
رشد	GROWTH	۰.۰۲۰۸۰۱	۰.۰۱۱۶۵۸	۱.۷۸۴۳۲۵	۰.۰۷۴۷		
مالکیت نهادی	IO	-۰.۰۱۸۲۵۲	۰.۰۶۸۵۳۶	-۰.۲۶۶۳۱۲	۰.۷۹۰۱		
بازده دارایی	ROA	۱.۱۰۳۵۹۶	۰.۳۸۱۵۸۴	۲.۸۹۲۱۴۶	۰.۰۰۳۹		
ضریب تعیین		۰.۳۳۶۱۱۶	ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۱۹۴۸۶۴		
آماره فیشر		۲.۳۷۹۵۵۳	آماره دوربین - واتسون		۰.۱۹۴۸۶۴		
سطح معناداری		۰.۰۰۰۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همچنین با توجه به منفی بودن ضریب تأثیر متغیر مستقل، با مقدار $-2/486$ نتیجه می‌شود که کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه تأثیر معکوس و معنی‌دار دارد. در خصوص متغیرهای کنترل پژوهش، متغیر رشد، با سطح معنی‌داری $0/074$ در سطح اطمینان نود درصد، بر متغیر وابسته تأثیر معنی‌دار دارد. همچنین ضریب تأثیر این متغیر مثبت است، که مشخص می‌شود ارتباط بین این دو متغیر، مستقیم است. همچنین متغیر کنترلی بازده دارایی با توجه به سطح معنی‌داری $0/003$ در سطح اطمینان نود و پنج درصد بر متغیر وابسته تأثیر معنی‌دار دارد. ضریب این متغیر، مثبت است که ثابت می‌کند ارتباط بین این دو متغیر، مستقیم است. در فرضیه دوم پژوهش تأثیر معنی‌دار ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه بررسی شده است. در الگوی مربوط به این فرضیه جدای از متغیرهای مستقل و وابسته، از نه متغیر کنترلی نیز استفاده شده است که عبارتند از خطر نظام‌مند، ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان نقد عملیاتی، دارایی مشهود، رشد و مالکیت نهادی. برای آزمون

الگوی رگرسیونی ابتدا با استفاده از آزمون چاو نسبت به تابلویی (پنل) یا تلفیقی (پولد) بودن مدل نتیجه‌گیری می‌شود.

براساس نتایج آماره اف لیمر آزمون چاو ۶/۰۱۹ بیشتر از مقدار بحرانی و احتمال آماره ۰/۰۰۰ کمتر از سطح خطای پنج درصد است. در نتیجه آزمون الگو باید به روش تابلویی (پنل) انجام شود. پس از تعیین نوع الگو، با استفاده از آزمون هاسمن نسبت به نوع اثرات اظهار نظر می‌شود که آماره کای دو آزمون هاسمن ۳۹/۵۷۶ بیشتر از مقدار بحرانی و احتمال آن ۰/۰۰۰ کمتر از سطح خطای پنج درصد است در نتیجه آزمون الگو باید به روش اثرات ثابت انجام شود. در نگاره ۳-۴ یافته‌های حاصل از آزمون الگوی مربوطه ارائه شده است:

نگاره ۳-۴ نتایج نهایی آزمون مدل رگرسیون مربوط به فرضیه دوم پژوهش

متغیر وابسته: هزینه سرمایه		دوره: شش سال		مقطع: ۱۸۱		تعداد مشاهده‌ها: ۱۰۸۶	
متغیرهای توضیحی	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری		
ضریب ثابت	C	۱.۲۴۶۶۹۲	۱.۷۵۷۹۲۳	۰.۷۰۹۱۸۵	۰.۴۷۸۴		
ارتباطات سیاسی	CON	۰.۰۲۴۶۰۸	۰.۰۴۵۲۲۷	۰.۵۴۴۰۹۱	۰.۵۸۶۵		
ریسک سیستماتیک	BETA	۰.۰۳۵۷۱۵	۰.۰۵۱۴۱۸	۰.۶۹۴۶۰۵	۰.۴۸۷۵		
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۵.۷۶۰۰۰۵	۰.۰۰۵۶۶۰	۰.۰۱۰۱۷۳	۰.۹۹۱۹		
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۴۲۷۰۷	۰.۰۶۸۹۳۱	-۰.۶۱۹۵۶۲	۰.۵۳۵۷		
اهرم مالی	LEV	۰.۱۵۴۱۰۲	۰.۰۸۸۵۶۸	۱.۷۳۹۹۳۸	۰.۰۸۲۲		
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰.۱۰۹۹۲۶	۰.۰۶۴۲۵۵	۱.۷۱۰۷۷۰	۰.۰۸۷۵		
دارایی مشهود	TANG	-۰.۱۲۷۰۰۲	۰.۰۹۰۳۷۹	-۱.۴۰۵۲۱۱	۰.۱۶۰۳		
رشد	GROWTH	۰.۰۲۱۹۴۱	۰.۰۱۱۹۴۳	۱.۸۳۷۲۰۳	۰.۰۶۶۵		
مالکیت نهادی	IO	-۰.۰۱۵۳۵۱	۰.۰۶۴۹۰۲	-۰.۲۳۶۵۲۷	۰.۸۱۳۱		
بازده دارایی	ROA	۱.۱۹۲۶۹۷	۰.۴۶۹۹۰۵	۲.۵۳۸۱۶۵	۰.۰۱۱۳		
ضریب تعیین		۰.۳۰۸۴۷۸		ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۱۶۱۳۴۵		
آماره فیشر		۲۰.۹۶۵۹۹		آماره دوربین - واتسون	۲.۳۱۷۸۴۲		
سطح معناداری		۰.۰۰۰۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

سطح معنی‌داری آماره F از سطح خطای پنج درصد کمتر است، بنابراین رابطه خطی بین متغیرهای پژوهش وجود دارد. آماره دوربین - واتسون نیز در محدوده ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، بنابراین مشکل خودهمبستگی بین پسماندهای مدل وجود ندارد. ضریب تعیین مدل نیز با مقدار حدود ۳۰ درصد، بیانگر مقدار تغییر متغیر وابسته پژوهش به واسطه متغیرها مستقل و کنترل است.

متغیر مستقل ارتباطات سیاسی با احتمال آماره تی $0/586$ که از سطح خطای پنج درصد بزرگتر است، بر هزینه سرمایه تأثیر معنی‌دار ندارد. بنابراین، این فرضیه در سطح اطمینان نود و پنج درصد رد می‌گردد.

در خصوص متغیرهای کنترل پژوهش، متغیرهای اهرم مالی، جریان نقد عملیاتی، رشد و بازده دارایی در شرکت‌های بررسی شده، با سطح معنی‌داری کمتر از ده درصد، در سطح اطمینان نود درصد، بر متغیر وابسته تأثیر معنی‌دار دارند. همچنین ضریب تأثیر این متغیرها مثبت است، که مشخص می‌شود ارتباط بین این چهارمتغیر کنترل با متغیر وابسته مستقیم می‌باشد.

اما بررسی‌های در خصوص سایر متغیرهای کنترلی نشان از آن دارد که با توجه به بزرگ بودن سطح معنی‌داری این متغیرهای از سطح خطای در نظر گرفته شده در این پژوهش بیشتر است، بنابراین این متغیرها بر متغیر وابسته تأثیر معنی‌دار ندارند.

در فرضیه سوم پژوهش تأثیر معنی‌دار ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه بررسی شده است. در الگوی مربوط به این فرضیه جدای از متغیرهای مستقل و وابسته، از نه متغیر کنترلی نیز استفاده شده است که عبارتند از خطر نظام‌مند، ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان نقد عملیاتی، دارایی مشهود، رشد و مالکیت نهادی. برای آزمون الگوی رگرسیونی ابتدا با استفاده از آزمون چاو نسبت به تابلویی (پنل) یا تلفیقی (پولد) بودن مدل نتیجه‌گیری می‌شود. براساس نتایج آماره اف لیمر آزمون چاو $6/697$ بیشتر از مقدار بحرانی و احتمال آماره $0/000$ کمتر از سطح خطای پنج درصد است. در نتیجه آزمون الگو باید به روش تابلویی (پنل) انجام شود. پس از تعیین نوع الگو، با استفاده از آزمون هاسمن نسبت به نوع اثرات اظهارنظر تصمیم‌گیری می‌شود. آماره کای‌دو آزمون هاسمن $62/037$ بیشتر از مقدار بحرانی و احتمال آن $0/000$ کمتر از سطح خطای پنج درصد است در نتیجه آزمون الگو باید به روش اثرات ثابت انجام شود. در نگاره $4-4$ یافته‌های حاصل از آزمون الگوی مربوطه ارائه شده است:

سطح معنی‌داری آماره F از سطح خطای پنج درصد کمتر است، بنابراین رابطه خطی بین متغیرهای پژوهش وجود دارد. آماره دوربین - واتسون نیز در محدوده $1/5$ و $2/5$ قرار دارد، بنابراین مشکل خودهمبستگی بین پسماندهای مدل وجود ندارد. ضریب تعیین مدل نیز با مقدار حدود 35 درصد، بیانگر مقدار تغییر متغیر وابسته پژوهش به واسطه متغیرها مستقل و کنترل است.

متغیر «ارتباطات سیاسی و کارایی سرمایه‌گذاری» با احتمال آماره تی $0/001$ که از سطح خطای پنج درصد کمتر است، بر هزینه سرمایه تأثیر معنی‌دار دارد. بنابراین، این فرضیه در سطح اطمینان نود و پنج درصد تأیید می‌گردد. همچنین با توجه به منفی بودن ضریب تأثیر این متغیر تعاملی، با مقدار $-3/453$ نتیجه می‌شود که ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه تأثیر معکوس و معنی‌دار دارد.

در خصوص متغیرهای کنترل پژوهش، تنها متغیر بازده دارایی در شرکت‌های بررسی شده، با سطح معنی‌داری کمتر از پنج درصد، در سطح اطمینان نود و پنج درصد، بر متغیر وابسته تأثیر معنی‌دار دارد. همچنین ضریب تأثیر این متغیر مثبت است، که مشخص می‌شود ارتباط بین این متغیر کنترل و متغیر وابسته مستقیم می‌باشد.

اما بررسی‌های در خصوص سایر متغیرهای کنترلی نشان از آن دارد که با توجه به بزرگ بودن سطح معنی‌داری این متغیرهای از سطح خطای در نظر گرفته شده در این پژوهش بیشتر است، بنابراین این متغیرها بر متغیر وابسته تأثیر معنی‌دار ندارند.

نگاره ۴-۴ نتایج نهایی آزمون مدل رگرسیون مربوط به فرضیه دوم پژوهش

متغیر وابسته: هزینه سرمایه		دوره: ۶ سال		مقطع: ۱۸۱		تعداد مشاهده‌ها: ۱۰۸۶	
متغیرهای توضیحی	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری		
ضریب ثابت	C	۱.۶۱۵۸۴۰	۱.۵۸۳۶۳۱	۱.۰۲۰۳۳۹	۰.۳۰۷۸		
کارایی سرمایه‌گذاری	IE	-۰.۳۹۹۰۳۶	۰.۳۴۱۵۹۹	-۱.۱۶۸۱۴۰	۰.۲۴۳۱		
ارتباطات سیاسی	CON	-۰.۰۹۴۵۰۵	۰.۰۵۲۳۸۹	-۱.۸۰۳۹۱۹	۰.۰۷۱۶		
اثر تعاملی کارایی سرمایه‌گذاری و ارتباطات سیاسی	IE * CON	-۳.۴۵۳۸۹۶	۱.۰۷۶۳۴۲	-۳.۲۰۸۹۲۰	۰.۰۰۱۴		
ریسک سیستماتیک	BETA	۰.۰۳۸۱۹۸	۰.۰۵۱۹۴۴	۰.۷۳۵۳۸۰	۰.۴۶۲۳		
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۰.۰۰۱۷۶۹	۰.۰۰۵۴۳۳	۰.۳۲۵۵۲۵	۰.۷۴۴۹		
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۵۹۰۶۹	۰.۰۶۲۱۶۴	-۰.۹۵۰۲۲۴	۰.۳۴۲۳		
اهرم مالی	LEV	۰.۱۴۱۹۰۲	۰.۰۹۶۵۲۱	۱.۴۷۰۱۶۱	۰.۱۴۱۹		
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰.۰۷۳۷۶۱	۰.۰۶۰۲۹۶	۱.۲۲۳۳۱۲	۰.۲۲۱۵		
دارایی مشهود	TANG	۰.۱۷۸۹۸۷	۰.۱۱۰۳۶۵	۱.۶۲۱۷۷۶	۰.۱۰۵۲		
رشد	GROWTH	۰.۰۱۶۱۸۵	۰.۰۱۱۰۶۷	۱.۴۶۲۴۶۲	۰.۱۴۴۰		
مالکیت نهادی	IO	-۰.۰۲۸۷۵۲	۰.۰۶۱۳۸۴	-۰.۴۶۸۳۹۹	۰.۶۳۹۶		
بازده دارایی	ROA	۱.۱۶۲۲۲۸	۰.۳۷۴۰۵۸	۳.۱۰۷۰۷۶	۰.۰۰۱۹		
ضریب تعیین		۰.۳۵۵۲۴۸	ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۲۱۶۳۱۱		
آماره فیشر		۲.۵۵۶۹۰۸	آماره دوربین - واتسون		۲.۳۶۸۹۶۳		
سطح معناداری		۰.۰۰۰۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

شرکت‌ها برای بقا و گسترش فعالیت‌های خود، نیاز به انجام سرمایه‌گذاری‌های مناسب و به موقع و یا به عبارت دیگر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارند. چراکه تصمیمات مرتبط با بودجه بندی سرمایه‌ای مسیر استراتژیک شرکت را مشخص می‌کند و آثار بلندمدت آن بر انعطاف پذیری مالی و سهم بازار شرکت تأثیرات غیر قابل انکاری دارد. هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. نتایج نشان داد که، کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه

سرمایه شرکت تأثیر معنی‌داری دارد. با بررسی الگوی رگرسیونی مربوطه و با انجام آزمون‌های آماری شرح داده شده، مشخص شد که کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه تأثیر معکوس و معنی‌داری دارد. در واقع با افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش داده است. بنابراین هر چه سرمایه‌گذاری به سمت کارایی بالاتر سوق پیدا کند، هزینه سرمایه شرکت‌ها کاهش خواهد یافت و برعکس، با کاهش سرمایه‌گذاری کارا و یا افزایش عدم کارایی سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه افزایش خواهد داشت. نتایج حاصل با نتایج پژوهش مجید و همکاران (۲۰۱۷) همسو است. یافته‌های پژوهش آن‌ها نیز حکایت از آن دارد که ارتباط بین این دو متغیر منفی است. یعنی با افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد.

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 ارتباط خود دست می‌یابند. در این راستا برخی مدیران شرکت‌ها در صدد برقراری و حفظ ارتباط بین شرکت و دولت با هدف رفع محدودیت‌های مالی با کمترین هزینه هستند. از اینرو، حضور مدیران دولتی در ترکیب اعضای هیئت مدیره به نوعی باعث ایجاد اعتماد و اطمینان در اعتباردهندگان می‌شود و این اعضاء از ارتباطات سیاسی خود برای افزایش شهرت، اعتبار و فرصت توسعه شرکت‌ها استفاده می‌نمایند.

با بررسی الگوی رگرسیونی مربوطه و با انجام آزمون‌های آماری شرح داده شده، این یافته بدست آمده است که ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه تأثیر معنی‌داری ندارد. در واقع داشتن ارتباطات شرکت‌ها به صورت مستقیم یا غیر مستقیم با دولت، تأثیر قابل توجهی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها نداشته است. در فرضیه دوم پژوهش، تأثیر معنی‌دار ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه ثابت نشد. اما پام (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه پرداخته است. یافته‌های پژوهش وی نشان از آن دارد که در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. در حقیقت نتایج پژوهش حاضر و پژوهش پام (۲۰۱۹) در تضاد با هم هستند.

در آزمون فرضیه سوم، نتایج نشان داد که ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه شرکت تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. در واقع در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه تأثیر منفی یا معکوس می‌گذارد. لکن ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با دولت یا نهادهای زیر مجموعه دولتی، در تعامل با کارایی سرمایه‌گذاری و نیز با تأثیر غیرمستقیم این ارتباطات بر هزینه سرمایه، منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت‌های نمونه آماری پژوهش شده است.

بررسی‌های انجام شده نشان داد که پژوهشی این بعد از پژوهش حاضر را بررسی نکرده است، در ادامه به برخی از پژوهش‌های انجام گرفته در این زمینه اشاره می‌گردد. کیسوانتو و فیتریانی (۲۰۱۹) در پژوهشی نشان داد که کیفیت افشا، مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعات بر هزینه سرمایه تأثیر معنی‌دار دارد. همچنین کیفیت

افشاء منجر به کاهش تأثیر مدیریت سود بر هزینه سرمایه می‌شود اما کیفیت افشاء بر ارتباط بین عدم تقارن اطلاعات و کیفیت افشاء تأثیر معنی‌دار ندارد. آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۰) تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران بر روی هزینه سرمایه را مورد آزمون قرار دادند. نتیجه پژوهش ایشان نشان داد که زمانی که بازار سرمایه رقابتی کامل باشد، عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر جداگانه‌ای بر روی هزینه سرمایه نخواهد داشت. طبق یافته‌های فرضیه سوم به اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران بالقوه‌ای که در خصوص دادن اعتبار و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، لزوم کاهش هزینه سرمایه را در اولویت تصمیمات خود دارند پیشنهاد می‌شود که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی را مدنظر خود قرار دهند، چرا که برقراری ارتباطات سیاسی به نفع شرکت‌ها است، زیرا این روابط منافع زیادی برای آنها در پی خواهد داشت. لذا شرکت‌های دارای این ارتباطات، راحت‌تر به منابع مالی و مزایای دیگر از طریق ارتباطات خود دست می‌یابند. پس در نظام‌های اقتصادی مبتنی بر روابط، ارتباطات سیاسی منبع با ارزشی برای شرکت‌ها قلمداد می‌شود، البته شرط داشتن ارتباطات سیاسی برای کاهش هزینه سرمایه کافی نیست و شرکت‌های مورد نظر حتماً می‌بایست در بعد سرمایه‌گذاری، کارایی لازم را داشته باشند.

فهرست منابع

- ۱) ابراهیمی، سیدکاظم؛ بهرامی نسب، علی؛ حسن‌زاده، مهدی. (۱۳۹۶). واکاوی کیفیت گزارشگری مالی و اجتناب مالیاتی در پرتو مالکیت دولتی و ارتباطات سیاسی. مدیریت سازمان‌های دولتی، ۵(۲)، ۱۶۱-۱۵۱.
- ۲) اعتمادی، حسین و جلیل احمدی گورچی (۱۳۹۶). بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۴، ۲۳-۴.
- ۳) الهایی سحر، مهدی، اسکندر، هدی، ۱۳۹۶، اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی دوره ۹، شماره ۳۵، صص ۹۵-۱۲۰.
- ۴) بادآور نهنندی، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۷). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲)، ۱۸۱-۱۹۸.
- ۵) برزگر، قدرت‌الله، ملکیان کله بستی، اسفندیار و ساداتی عربی، امید، ۱۳۹۳، تأثیر ارتباطات سیاسی شرکتها بر سیاستهای متهورانه مالیاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه مازندران، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری
- ۶) پارسائی، محسن و آرش قربانی، ۱۳۹۸، بررسی تاثیر کارایی سرمایه‌گذاری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس بین المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران، موسسه آموزشی عالی مهر ارونند و مرکز راهکارهای دستیابی به توسعه پایدار.
- ۷) پورحیدری، امید، یوسفزاده، نسرین، اعظمی، زینب و معصومی بیلندی، زهرا (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه با افشای اختیاری، دانش حسابداری مالی، دوره ۶، شماره ۸، صص ۲۱-۱

- ۸) حسن زاده، سمیرا، ۱۳۹۷، ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هفتمین کنفرانس ملی کاربردهای حسابداری و مدیریت، تهران، گروه ارتباط طلایی آسیا.
- ۹) خدائی وله زاقرد، م. و یحیایی، م. ۱۳۸۹، بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، شماره پنجم، ۱-۱۵.
- ۱۰) ستایش، محمدحسین؛ غفاری، محمدجواد و رستم‌زاده، ناصر (۱۳۹۲). بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه، فصلنامه علمی - پژوهشی پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۲، شماره ۴.
- ۱۱) صفری بیدسکان، سعید. (۱۳۹۵). بررسی تأثیرپذیری هزینه سرمایه از سرمایه فکری (مورد مطالعه شرکت‌ها و بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران). فصلنامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، سال دوم، شماره ۴، پاییز و زمستان ۹۵، ص ۱۷۲-۱۵۳.
- ۱۲) صنعتی، رضا؛ محمدرضا شورورزی و محمد دلخوش، ۱۳۹۸، رابطه هزینه نمایندگی با کارایی سرمایه‌گذاری، پنجمین کنفرانس بین المللی علوم مدیریت و حسابداری، تهران، موسسه آموزشی عالی مهر ارون و مرکز راهکارهای دستیابی به توسعه پایدار.
- ۱۳) گلستانی، رضا، مردانی، مهدی، فلسفی، آرزو، (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر ارتباطات سیاسی هیئت مدیره بر رابطه بین کمیته حسابرسی و حق الزحمه حسابرسی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین المللی پژوهشهای نوین در مدیریت، اقتصاد و علوم انسانی، دوی،
- ۱۴) گوهری، مهدی؛ زهرا حیدری و زهرا امیرحسینی، ۱۳۹۷، مدیریت محدودیت های مالی و هزینه های نمایندگی به منظور حداقل نمودن عدم کارایی سرمایه‌گذاری شرکت ها، پنجمین کنفرانس ملی پژوهشهای کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، انجمن مدیریت ایران.
- ۱۵) محسنی، عبدالرضا (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مهندسی مالی و اوراق بهادار تهران، شماره ۳۴، ۲۹۱-۲۷۳.
- ۱۶) مدرس، ا. حصارزاده، ر. ۱۳۸۷، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره دوم صص ۸۵-۱۱۶.
- ۱۷) نمازی، محمد و غلامی، رضا (۱۳۹۳). تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال پنجم، ش ۱۷.
- ۱۸) واعظ، علی و عفری، امجد (۱۳۹۴). بررسی تأثیر رتبه کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها بر میزان کارایی سرمایه‌گذاری مدیران، اولین همایش بین‌المللی حسابداری، حسابرسی مدیریت و اقتصاد، اصفهان.
- 19) Armstrong, Christopher S.; Core, John E.; Taylor, Daniel J.; and Robert E. Verrecchia. (2010). When Does Information Asymmetry Affect the Cost of Capital? Available at: [http:// www. ssrn. com](http://www.ssrn.com).
- 20) Bhabra, G.S., Kaur, P., Seoungpil, A. (2018). Corporate governance and the sensitivity of investments to cash flows. *Accounting & Finance*, 58(2), 367-396

- 21) Boubakri, N., Cossert, J.C. and Saffar, W. (2012). Political connections and the cost of equity capital, *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 541-559.
- 22) Choy, H., Gul, F.A., & Yao, J. (2011). Does political economy reduce agency costs? Some evidence from dividend policies around the world. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 18, No. 1, pp. 16-35.
- 23) Hajawiyah, A., Adhariani, D., & Djakman, C. (2018). The sequential effect of CSR and COE: Family ownership moderation. *Social Responsibility Journal*. <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2017-0179>.
- 24) Habib, A., & Muhammadi, A. H. (2018). Political connections and audit report lag: Indonesian evidence. *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 26, No. 1, pp.59-80
- 25) Khan, A, Dessalegn, G, Mihret, M & Muttakin, B. (2016). Corporate political connections, agency costs and audit quality. *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 24, No. 4, pp. 357 – 374
- 26) Kiswanto, Novi Fitriani, The Influence of Earnings Management and Asymmetry information on the Cost of Equity Capital Moderated by Disclosure Level, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(1):123-137 , 2019 <http://jurnal.unmer.ac.id/index.php/jkdp>
- 27) Leng, L., Xiaorong, Z., Quanxi, L., Pingping, S., Haijiane, Z. (2016), Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, Vol. 18, No. 1, pp. 328-333.
- 28) Li, H., Zhou, L., 2005. Political turnover and economic performance: the incentive role of personnel control in China. *J. Public Econ.* 89 (9-10), 1743-1762.
- 29) 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.
- 30) Majeed, M. A., Zhang, X., & Umar, M. (2018). Impact of investment efficiency on cost of equity: evidence from China. *Journal of Asia Business Studies*, 12 (1), 44-59.
- 31) Majeed, Xianzhi Zhang, Muhammad Umar, "Impact of investment efficiency on cost of equity: evidence from China", *Journal of Asia Business Studies*, <https://doi.org/10.1108/JABS-09-2017-0163>
- 32) Nelly Sari, R. & Anugerah, R. (2011). The Effect of Corporate Transparency on Firm Performance: Emperical Evidence from Indonesian Listed Companies. *Modern Accounting and Auditing*, Vol. 7, No. 8, pp. 773-783.
- 33) Pham, Political risk and cost of equity: The mediating role of political connections, *Journal of Corporate Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.01.001>
- 34) Silva, J., Xavier, W., Gambirage, C., & Camilo, S. (2019). The Influence of Political Connections on the Cost of Capital and the Performance of Companies Listed on B3, BBR. *Brazilian Business Review*, Vol. 15, No. 4, pp. 317-330.

Investigating the Impact of Political Communication on the Relationship between Investment Performance and Cost of Capital

Hamideh Jafari Yazdi

MS.C. Student of Financial Management, Department of Financial Management, Tehran North Branch, Islamic Azad University, Tehran-Iran

Alireza Heidarzadeh Hanzaee

Assistant Prof. Dr. , Department of Financial Management, Tehran North Branch, Islamic Azad University, Tehran-Iran, Corresponding Author
a_heidarzadeh@iau-tnb.ac.ir

Abstract

in this study, the effect of political relations on the relationship between investment efficiency and capital cost of the company was examined and tested. In order to investigate this issue, three hypotheses have been designed. To test these hypotheses, multivariate regression models based on composite data and fixed effects method have been used. The statistical population of the study according to the screening pattern and systematic elimination method includes 181 companies listed on the Tehran Stock Exchange and in a period of 6 years from the beginning of 1392 to the end of 1397. Evidence from the model brush related to the first hypothesis proved that the efficiency of investment has a negative and significant effect on the cost of capital. But political connections do not have a significant effect on the cost of capital. Studies have also shown that political communication has a negative and significant effect on the relationship between investment efficiency and the cost of capital.

Keywords: Political Communication, Investment Efficiency, Cost of Capital