



## بررسی تأثیر ارتباطات دولتی بر ارزش شرکت

دکتر حسن زلقی<sup>۱</sup>

استادیار، حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران

مرتضی بیات<sup>۲</sup>

دانشجوی دکتری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران

ایرج میرحسینی<sup>۳</sup>

دانشجوی دکتری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه فردوسی، مشهد، ایران

مریم لاله ماژین ©

مری، دپارتمان حسابداری، دانشگاه فنی و حرفه ای دختران، ایلام، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۲ تیر ۱۳۹۴؛ تاریخ پذیرش: ۱ آذر ۱۳۹۴)

پژوهش حاضر ارتباط وابستگی دولتی با ارزش شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهد. در این پژوهش، داده‌های ۷۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، برای سالهای ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۲ جمع‌آوری و فرضیه تحقیق با استفاده از تحلیل ضرایب رگرسیون مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنادار بین وابستگی دولتی و ارزش شرکت می‌باشد، به عبارتی می‌توان بیان کرد شرکتهایی که وابستگی دولتی دارند این مالکیت دولتی بر عرضه و تقاضا شرکتها تأثیر گذار می‌باشد، یا می‌توان گفت اثر نوسانات بازار بر سهام شرکت های دولتی بیشتر خواهد بود. مطابق دیدگاه لیون (۲۰۰۵)، مدیران دولتی از طریق مناسبات سیاسی ریسک مربوط به شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند متعاقب آن ارزش شرکتها نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد. بنابراین وابستگی دولتی می‌تواند به عنوان یکی از متغیرهای مهم در مطالعه ارزش مورد توجه قرار بگیرد.

**واژه‌های کلیدی:** وابستگی دولتی، ارزش شرکتها، مالکیت نهادی.

<sup>1</sup> hzialaghi@gmail.com

<sup>2</sup> shahenbayat@yahoo.com

<sup>3</sup> mirhosseiniiraj@yahoo.com

<sup>4</sup> maryamlaleh63@gmail.com

## مقدمه

آیا ارتباط‌های دولتی بر ارزش شرکت تاثیر گذار است؟ پاسخ به این سوال مفهوم مهمی برای مباحث مالکیت نهادی، حاکمیت شرکتی، سیاستمداران دولتی و همچنین بازار سرمایه می‌باشد. سیستم حاکمیت شرکتی با محوریت دولت، می‌تواند بصورت بالقوه بر سیاست‌های صنعتی دولت موثر باشد. [۱۷] فاسیو (۲۰۰۶) عنوان می‌دارد اگر ارتباطات دولتی به عنوان یک عامل سودآوری در نظر گرفته شود، می‌تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد. [۱۶] اگرچه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکتها بر تصمیم‌گیریهای مالی شرکتها تاثیرگذار می‌باشد. (چان و همکاران، ۲۰۱۴) اقتصاددانان و کارشناسان به تجربه دریافته‌اند که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، بطوریکه هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم‌گیرنده کلان و اصلی اقتصاد باشد) با واکنش‌هایی قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می‌شود [۱۱]. همچنین هرگونه تغییری در ساختار دولت را می‌توان به راحتی و به سرعت در ویتترین اقتصادی کشور یعنی بورس مشاهده نمود. در ایران نیز، دولت نقشی اساسی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت‌های بزرگ دارد و عمده صنایع را شرکت‌هایی با مالکیت دولتی تشکیل می‌دهند. این در حالی است، که رشد سالهای اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری‌های مالی و وضعیت داخلی شرکت‌های بورسی باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است. یکی از مواردی که معمولاً به عنوان عوامل سیاسی در فعالیت‌ها و عملکرد شرکتها مورد بررسی قرار می‌گیرد، میزان تسلط و کنترل فعالیت‌های شرکت از جهت قیمت‌گذاری و فروش محصولات، توسط دولت است. [۳۱] کوان لی (۲۰۱۲) بیان می‌دارد شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند و می‌توانند از وابستگی‌های دولتی جهت انتخاب پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و باعث افزایش ارزش شرکت شود. [۳۵] شرکتها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می‌توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین‌تر و قدرت بازار قوی‌تر بهره‌مند گردند. [۱۶] از آنجاکه، مدیران با عنوان نماینده مالکان شرکت را اداره می‌کنند، اگر دست به رفتارهای فرصت‌طلبانه بزنند و تصمیماتی بگیرند که در جهت منافع آن‌ها و عکس منافع سهامداران باشد، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌شود. در این میان، سهامداران نهادی که یکی از سازوکارهای مؤثر حاکمیت شرکتی شمرده می‌شوند و دارای اهمیت می‌باشند، با توجه به مالکیت بخش شایان توجهی از سهام شرکتها، از نفوذ چشمگیری برخوردارند و می‌توانند رویه‌های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند بنابراین، تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی از طریق بهبود و ارتقای کیفیت گزارشگری مالی، به کاهش ریسک بنگاه اقتصادی کمک می‌کند و از سوی دیگر، مدیران را برای تلاش در جهت افزایش ارزش شرکت به جای پیگیری منافع شخصی کوتاه مدت ترغیب می‌کند. [۴] کیان، پانونینگ (۲۰۱۱) نشان دادند مدیران ممکن است از ارتباطات سیاسی، مانند ابزاری برای انتقال ثروت یا سود از شرکت به نفع

خود استفاده کنند و این موضوع موجب تضییع حقوق سهامداران می‌شود و ممکن است باعث کاهش ارزش شرکت شود در مقابل، مطالعاتی نیز نشان داده اند به ارزش شرکتهای وابسته سیاسی می‌افزاید. [۱۲]

سرمایه‌گذاران نهادی در نظام راهبری شرکتی، نقش مهمی ایفا می‌کنند. آنان می‌توانند با دانش و تجربه کافی در زمینه های مالی و تخصصی، بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. این امر می‌تواند مبنایی برای همسویی منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران، در راستای حداکثرسازی ارزش شرکت باشد (فرضیه نظارت فعال) با وجود این، مالکیت سهامداران نهادی می‌تواند تأثیرات منفی هم داشته باشد، مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنان و سهامداران کوچکتر ایجاد می‌کند (فرضیه منافع شخصی) سهامداران نهادی همچنین می‌توانند تضادهای نمایندگی را به واسطه مالکیت عمده خود، شدیدتر کنند. [۴۲]

ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه گذاران، مدیران، اعتبار دهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن ها از آینده شرکت و تاثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه گذاری و قیمت سهام اهمیت به سزایی دارد بنابراین وابستگی دولتی و آثار احتمالی آن بر ارزش شرکت موضوعی است که مورد توجه واقع نشده است و خلاء تحقیقاتی در این خصوص در کشور مشهود می‌باشد. بنابراین با توجه به اهمیت وابستگی های دولتی و ارزش شرکت، در این تحقیق رابطه بین وابستگی دولتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ارزش شرکت بررسی خواهد شد. انتظار می رود وابستگی های دولتی باتوجه به شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و همچنین تاثیر آن بر تغییر مدیریت و شرایط مختص هر شرکت ارزش شرکتها را تغییر دهد. بنابراین مسئله اصلی تحقیق حاضر بصورت ذیل می باشد:

آیا وابستگی های دولتی بر ارزش شرکت تاثیر دارد؟

#### پیشینه پژوهش

ارتباط سیاسی به مانند شمشیر دولبه می باشد که هم می تواند باعث افزایش ارزش شرکت وهم باعث به خطر افتادن آن باشد. [۶] خو، ژو ولین (۲۰۰۲) عنوان می دارند که زمانی که کنترل های سیاسی محدود می باشد، عملکرد مالی شرکت بهبود می یابد. این موضوع به این دلیل می باشد که محدود شدن کنترل های سیاسی باعث افزایش انعطاف پذیری شرکت شده و در نتیجه سیاست های حاکمیت شرکتی موثرتر اجرا خواهد شد. [۲۴] برخی انتصاب های سیاسی اهداف متضادی را دنبال می کنند، ممکن است هدف یک انتصاب افزایش اشتغال و یا کاهش هزینه های اجتماعی باشد. بنابراین با توجه به اهداف مذکور شرکت ها سیاست ها و رویه های مشخصی را انتخاب می کنند. به همین ترتیب یک انتصاب دولتی ممکن است بیشتر از آنکه برای عملکرد شرکت مفید باشد برای آن مضر می باشد. [۶] فونگ و چانگ (۲۰۰۷) اظهار می دارند که اندازه گیری بازده دارایی ها به عنوان نماینده عملکرد مالی شرکت ارتباط منفی با سطح مالکیت دولتی دارد. [۱۷] گلدمن، روچول و سو (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند در صورت انتصاب یک مقام وابسته به دولت به عنوان هیات مدیره شرکت باعث ایجاد بازده

غیرعادی می‌شود. [۲۰] شواهد ۴۷ کشور نشان می‌دهد که شرکت‌ها با ارتباطات سیاسی عملکرد کمتر از حد مورد انتظار نسبت به شرکت‌هایی فاقد ارتباطات سیاسی، براساس اطلاعات حسابداری داشته‌اند. [۱۶] یک دلیل ممکن برای کمتر از حد انتظار بودن عملکرد مالی شرکت‌های دارای وابستگی سیاسی می‌تواند ناشی از تخصیص نامناسب منابع به سرمایه‌گذاری‌ها و افزایش فساد باشد. [۴۰] بنابراین تخصیص نامناسب منابع و همچنین افزایش فساد بر عرضه و تقاضای سهام شرکت‌ها تاثیر گذار خواهد بود. از سوی دیگر ممکن است روابط سیاسی از طریق رانت‌های غیرمنصفانه اقتصادی در زمینه مصرف کنندگان و رقبا باعث افزایش ارزش شرکت شود. [۱۶] برای مثال فریدمن (۱۹۹۹) گزارش می‌دهد که بانک‌داران اغلب مجبور به افزایش وام برای پروژه‌های شرکت‌های دارای وابستگی سیاسی حتی اگر سود آور نبودن پروژه نیز پیش‌بینی شود، می‌باشند. [۱۷] تحقیقات نشان می‌دهد اختلاف در رفتار ارائه تسهیلات توسط بانک‌های دولتی با تغییر احزاب در انتخابات تحت تاثیر قرا می‌گیرد بنابراین چنین اقداماتی منجر به انتقال ثروت از مصرف‌کنندگان و شهروندان به شرکت‌ها و باعث افزایش ارزش شرکت خواهد شد. علاوه بر اینکه شرکت‌های دارای وابستگی سیاسی از ایجاد اعتبار بوسیله مدیران دولتی بهره‌مند می‌شوند بلکه از مزایای دیگر نیز بهره‌مند می‌شوند. [۲۵] هلمن جونز و کافن (۲۰۰۰) عنوان داشتند که برخی از مقامات دولتی ویا سیاستمداران از طریق فروش انحصاری محصولات و برخورداری از مزایای زیاد قواعد بازی را در هزینه‌های اجتماعی به نفع خود به پایان برسانند. [۲۲] زمانی که افزایش ارزش به صورت کامل ناشی از انتصابات دولتی یا مدیران وابسته به دولت باشد، افزایش کمتری در ارزش شرکت ناشی از عملکرد مناسب سایر سهامداران صورت خواهد گرفت. در واقع این یک مسئله نمایندگی می‌باشد که ساختار حاکمیت دولتی باعث بوجود آمدن آن می‌شود. [۶] باید به این نکته دقت کرد حاکمیت خوب باهدف افزایش ارزش سهام شرکت‌ها معادل حاکمیت خوب برای شهروندی برابر نمی‌باشد. لیوز و گیی (۲۰۰۶) بیان داشتند شواهد در کشور اندونزی وجود دارد که نشان می‌دهد زمانی که حامی دولتی شرکت‌ها از صحنه قدرت کنار می‌روند و این شرکت نمی‌تواند با حاکمیت جدید ارتباط داشته باشد باعث ضعیف شدن عملکرد مالی و در نتیجه با مشکل تامین مالی روبرو می‌شوند. [۲۶] مدیران وابسته به دولت قدرت و توانایی لازم در جهت کسب منفعت برای شرکت از طریق تاثیر گذاری بر تصویب قوانین ومقررات دولتی را دارند و همچنین می‌توانند احتمال برنده شدن شرکت را در مناقصه‌های دولتی را افزایش دهند که خود این عامل می‌تواند به عنوان اخبار به بازار ارائه می‌گردد استدلال این است که شرکت‌های دارای روابط گسترده سیاسی با دولت، به دلیل برخورداری از شرایط خاص هزینه‌های کمتری را از سوی دولت تحمل می‌کنند. [۱۶] ساختار مالکیت شرکت‌ها از چند بخش تشکیل شده است: سهامداران، سهامداران نهادی و مدیران. بطور منطقی وجود سهامداران نهادی نظارت را افزایش می‌دهد. پیسنل وهمکاران (۲۰۰۱) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که اعضای هیئت مدیره می‌توانند با استقلال بیشتری عملکرد مدیر را ارزیابی کنند. براین اساس استقلال بیشتر هیئت مدیره، احتمال تقلب کاهش یافته و بر ریسک ارزیابی شده تاثیرگذار می‌باشد. [۳۱] لوین (۲۰۰۵) استدلال می‌کند یک ساختار دولتی مناسب می‌تواند از حقوق مالکیت

خود به دو طریق محافظت کند: (۱) تسهیل بستن قراردادها از طریق تصویب قوانین و مقررات خاص و (۲) از طریق افزایش حق مالکیت خود در شرکتها، که باعث تغییر در ریسک شرکتها خواهد شد. [۲۷]

سیاست‌مداران نیز همانند هر فرد دیگری انگیزه‌هایی برای انتقال ثروت از طریق فرآیند سیاسی دارند. آنها فقط واسطه بین گروه‌های ذی‌نفع رقیب نیستند، بلکه خودشان گروه ذی‌نفع می‌باشند. سیاست‌مداران و تمام طرف‌های سیاسی انگیزه دارند که منابع تحت کنترل دولت را افزایش دهند، زیرا این افزایش در جهت توانایی آنها می‌باشد در ایران هم به دلیل این که اکثر شرکتها دارای روابطی با دولت می‌باشند، به طبع این ارتباط، سیاست‌های دولت می‌تواند در صورت‌های مالی و بازده شرکتها و در نتیجه در ارزش این شرکتها اثر گذار باشد. پژوهش‌های قبلی در کشورهای غربی نشان می‌دهد که حزب‌های مختلف، سیاست‌های مالی مختلفی دارند. بعنوان مثال ممکن است، حزب خاصی علاقه‌مند به افزایش هزینه‌ها و مالیات باشد و در مقابل حزب دیگر علاقه‌مند به کاهش هزینه‌ها و مالیات‌ها باشد. [۱۴] نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد در دوره جمهوری خواهان در ایالات متحده ریسک شرکتها بدلیل افزایش مسئولیت پاسخگویی کاهش می‌یابد. کی نایت (۲۰۰۶) به این نتیجه رسید که بازده سهام در بورس اوراق بهادار با تغییر دولتها همبستگی مثبت و معناداری دارد. [۳۳]

آلتو لوری (۱۹۹۴) ادعا می‌کنند که دولت‌های ایالتی حزب دموکرات تمایل به تولید هزینه‌های عمومی بیشتر به عنوان یک سهم درآمد سرانه می‌باشد. [۷] به گفته رید (۲۰۰۶) دولت دموکراتیک در مقایسه با دولت جمهوری خواه ۳ الی ۵ درصد اندازه دولت را افزایش می‌دهند و متعاقباً باعث افزایش هزینه‌های عمومی می‌شود. [۳۷] براساس تحقیقات کی نایت (۲۰۰۶)، کاپلن (۲۰۰۱) و وسلی و کیز (۲۰۰۳) دولت‌های دموکرات در مقایسه با دولت‌های جمهوری خواه هزینه‌های زیادی خرج می‌کنند، بنابراین این افزایش هزینه‌ها بر شرایط سیاسی و اقتصادی کشور تاثیرگذار خواهد بود و باعث تغییر در ریسک و ارزش شرکتها خواهد شد. [۳۵ و ۱۰ و ۴۴]

وینتالا و استفان (۲۰۱۴) به بررسی تاثیر ارتباطات مالکیتی بر ارزش شرکت پرداختند. ایشان به این نتیجه رسیدن که ارتباط مثبت و معناداری بین ارتباطات دولتی و ارزش شرکت وجود دارد. [۴۵]

کورریا (۲۰۱۲) در پژوهش خود در آمریکا نشان داد شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی هستند، کمتر از سوی کمیسیون بورس اوراق بهادار جریمه می‌شوند. این شرکتها به واسطه ارتباط با نمایندگان کنگره و پرداخت وجوه به آنها بر کمیسیون بورس اوراق بهادار فشار وارد می‌کنند و بر آن نفوذ دارند و این موضوع باعث می‌شود تا از سوی این کمیسیون کمتر جریمه شوند. او همچنین به این نتیجه رسید، شرکت‌هایی که کیفیت اطلاعات حسابداری آن پایین تر از سایر شرکتها است، برای جلوگیری از جریمه کمیسیون بورس اوراق بهادار، از روابط سیاسی استفاده میکنند. [۱۳]

زو و دیگران (۲۰۱۲) در بررسی از ۱۴۳۸ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس شن زن و شانگهای دریافتند شرکت‌های فاقد روابط سیاسی که وابسته به دولت نیستند، کیفیت سود بالاتری دارند، هم چنین آنها نشان دادند که هرچه مالکیت سهامدار خارجی در ترکیب سهامداران افزایش یابد، کیفیت سود نیز افزایش می‌یابد. [۲۸]

فاسیو (۲۰۰۶) با بررسی ۴۷ کشور به این نتیجه رسید که رابطه مثبت و معناداری بین ارزش شرکت و روابط سیاسی وجود دارد. بطور خاص او به این نتیجه رسید که در کشورهایی که فساد سیاسی زیاد می‌باشد، ارتباطات سیاسی ویژگی‌های مشترکی دارند. [۱۶]

آنگ و دینگ ۲۰۰۶ بابررسی عملکرد مالی شرکتها با مالکیت های دولتی متفاوت به این نتیجه رسیدند که بین عملکرد شرکتها تفاوت معناداری وجود دارد. [۶]

رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر روابط دولتی بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی پرداختند. ایشان با بررسی ۹۵ شرکت طی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ به این نتیجه رسیدند که شرکت ها دارای روابط سیاسی گسترده با دولت کیفیت سود پایین تری دارند و همچنین دارای هزینه سهام عادی بالاتری می باشند. [۲]

به بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک پرداختند. ایشان با بررسی ۱۵۴ شرکت در طی سالهای ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۰ به این نتیجه رسیدند که بین درصد سهامداران نهادی که یکی از عناصر و سازوکارهای راهبری شرکتی شمرده می‌شود و ریسک سیستماتیک، ارتباط معناداری وجود دارد. رابطه بین درصد اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره و ریسک سیستماتیک در سطح کلی، معکوس و در سایر طبقات شرکتها معنادار نیست. [۵]

نیکبخت و طاهری (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط بین دارایی‌های نامشهود با سودآوری و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آنها نشان داد بین تغییرات دارایی‌های نامشهود و تغییرات سود کوتاه‌مدت و بلندمدت، بازده دارایی‌ها و تغییرات ارزش شرکت رابطه معنادار وجود ندارد. همچنین، تغییرات حساب‌های دریافتنی و هزینه‌های اداری و فروش، این روابط را تقویت نمی‌کنند. افزون بر این، طی دوره زمانی پژوهش، اهمیت دارایی‌های نامشهود نسبت به ارزش بازار، به طور معنادار افزایش یافته است. [۳]

### فرضیه پژوهش

وابستگی های دولتی در هر شرکتی از نظر راهبری شرکت تاثیر بسزایی دارد، به طور معمول با تغییر شرایط سیاسی کشور مدیران مجموعه‌ها تغییر پیدا می‌کنند و این تغییر در کل مجموعه دولتی بصورت مستقیم و یا غیر مستقیم رخ می دهد. شلیفروویشنی (۱۹۹۷) و جنسن (۱۹۹۳) استدلال می‌کنند از آنجا که سهامداران نهادی بخش بزرگی از سهام شرکت را دارا می‌باشند، برای نظارت بر عملکرد شرکت انگیزه بیشتری پیدا می‌کنند؛ چرا که این نظارت برای آنها مزایای زیادی ایجاد می کند و نیز از آنجا که آنها حق رأی بیشتری دارا می باشند، انجام اقدام‌های ضروری برای ایشان آسانتر می‌باشد. [۴۰ و ۲۵]

اپلیر و اسکوبین (۱۹۹۷) به این نتیجه رسیدند که بعد از تغییر مالکیت شرکتها به صورت نهادی، عملکرد بهتری را تجربه می‌کنند. گرامیس و ليو (۲۰۰۴) نشان دادند که انتقال حق انتخاب از سرمایه‌گذاران خرد به سهامداران نهادی سبب می شود بازپرداخت دیون در شرایط اقتصادی خوب انجام گیرد و بزرگنمایی زیان در شرایط اقتصادی بد کمتر باشد. ایشان پیش‌بینی کردند ترکیب نادرست صاحبان سرمایه (سهامداران نهادی) ریسک ارزش شرکتها را تغییر می‌دهد. [۱۸] کوان لی (۲۰۱۲)

بیان می‌دارد شرکتهایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند و می‌توانند از وابستگی‌های دولتی جهت انتخاب پژوهش‌ها با ارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. [۱۴] ارزش شرکت‌ها می‌تواند متأثر از عوامل گوناگونی باشد که تاکنون تعداد زیادی از این عوامل در پژوهش‌ها و متون مختلف مورد بحث و بررسی قرار گرفت. مطالعات پیشین پیرامون رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت به نتایج متفاوتی دست یافته است. پژوهش‌های ناوسی و نیکر (۲۰۰۶) نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی مشابه با یکدیگر نیستند و انگیزه‌های کسانی برای نظارت بر رویه‌های اتخاذ شده از سوی شرکت‌ها ندارند. [۲۹] در پژوهش حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۶) مشخص شد بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود ندارد و فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند. در این پژوهش، میزان حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و میزان مالکیت نهادی آنها مورد آزمون قرار گرفت. علی‌رغم آنکه شواهد محکمی برای ارتباط بین ارزش شرکت و میزان حضور سرمایه‌گذاران نهادی و میزان مالکیت نهادی آنها وجود دارد، اما تاثیر بین این دو به طور نسبی مبهم و ناشناخته است. [۱]

بنابراین با توجه به مبانی نظری و مطالعات انجام شده فرضیه اصلی پژوهش به شرح ذیل ارائه می‌گردد:

فرضیه پژوهش: بین وابستگی‌های دولتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

### روش پژوهش

این تحقیق با هدف کاربردی و از نوع توصیفی-تحلیلی همبستگی می‌باشد، برای آزمون فرضیه تحقیق از تحلیل ضرایب رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. جامعه آماری تحقیق را شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد و قلمرو زمانی تحقیق با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان تحقیق، دوره ۸ ساله طی دوره زمانی سال ۱۳۸۴ تا سال ۱۳۹۱ تعیین شده است و نمونه آماری با در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب شده است:

۱- به منظور محاسبه‌ی متغیرهای تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند.

۲- صورتهای مالی و سایر داده‌های مورد نیاز آنها از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۲ در دسترس باشد.

۳- وقفه معاملاتی بیش از شش ماه در محدوده تعیین شده نداشته باشند (به منظور سیال بودن سهام شرکتهای در نتیجه قابل اتکابودن قیمت سهم و بازده آن).

۴- به منظور افزایش قابلیت مقایسه سال مالی شرکت منتخب منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

۵- شرکت برگزیده متعلق به صنایع بورسی "بانک‌ها، مؤسسه‌های اعتباری و سایر نهادهای پولی"، "سایر واسطه‌گری‌های مالی"، "سرمایه‌گذاری‌های مالی" نباشد (به دلیل تفاوت در صورتهای مالی، ماهیت خاص فعالیت).

باتوجه به شرایط اشاره شده در بالا از صورت های مالی حسابرسی شده و موارد افشای مربوط به پیش بینی سود هرسهم، ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه تحقیق برگزیده شده است.

### مدل های اصلی پژوهش

برای آزمون فرضیه تحقیق از رابطه (۱) استفاده شده است:

$$FV = \alpha_1 + \beta_1 Ag + \beta_2 Size + \beta_3 Liability + \beta_4 Intangible + \beta_5 Growth + \beta_6 ROA + \beta_7 GoodNews + \beta_8 Loss + e$$

رابطه (۱)

از این مدل لارکر و روستیکیوس (۲۰۰۸) و فوستر، پاپ و یاغی شی (۲۰۰۹) برای انجام تحقیق استفاده نموده اند. در این رابطه:

$FV =$  ارزش شرکت برای محاسبه ارزش شرکت از معیار  $Q$  توبین به شرح زیر استفاده شده است.

$$Q_s = \frac{VOCSI + EMVOPSI + BVLTLI + BVCLI}{BVTAI}$$

$VOCSI$ : ارزش سهام عادی در پایان سال

$EMVOPSI$ : ارزش بازار پایان سال سهام ممتاز

$BVLTLI$ : ارزش دفتری پایان سال بدهی های بلند مدت

$BVCLI$ : ارزش دفتری پایان سال بدهی های با سررسید کمتر از یکسال

$BVTAI$ : ارزش دفتری پایان سال کل دارایی های شرکت

$Ag$  طبق ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور، شرکت دولتی واحد سازمانی می باشد که با اجازه قانون تشکیل شده و بیش از ۵۰ درصد از سهام آن به صورت مستقیم یا غیر مستقیم متعلق به دولت باشد. در این تحقیق برای متغیر وابستگی دولتی، متغیر مجازی قرار داده شده است، به نحوی که اگر شرکتی بیش از ۵۰ درصد سهام آن متعلق به دولت باشد مقدار یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

$Size$ : (اندازه شرکت): تعیین کننده حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت است. شرکت های بزرگ تر به دلیل ارتباطات بیشتر با ذی نفعان و وجود مکانیزمهای کنترلی بیشتر از ریسک کمتری برخوردارند. هم چنین در شرکت های بزرگ، به دلیل سیستم های کنترلی و نظارتی دقیق، به کارگیری کارکنان و مدیران متخصص، پاسخگویی به طیف گسترده ای از سرمایه گذاران، بستنکاران از جمله دلایل دقت بیشتر در پیش بینی سود است (فورستر، ساپ و یاغی شی، ۲۰۰۹). با توجه به شرایط تورمی و تاریخی بودن ارقام دارایی ها از لگاریتم ارزش بازار سهام عادی به عنوان متغیر اندازه شرکت استفاده شده است.  $Liability$ : (اهرم مالی) هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگ تر باشد، درجه ریسک مالی بیشتر می شود؛ زیرا اگر درجه اهرم مالی زیاد باشد، با کاهش نسبتاً اندک در رقم سود قبل از بهره و مالیات، سود هر



سهام ممکن است منفی شود متعاقب آن باعث تغییر ارزش شرکت خواهد شد. (فورستر، ساپ و یاگی شی، ۲۰۰۹).

**Intangible**: (نسبت دارایی های نامشهود): این متغیر درجه عدم تقارن اطلاعاتی نشان می دهد؛ هرچه قدر دارائی نامشهود افزایش یابد می تواند نشان دهنده وجود سرمایه فکری بیشتر است که در نتیجه ارزشگذاری این دارایی ها توسط سرمایه گذاران سخت تر می شود (لارکر و روستیکویوس، ۲۰۰۸).  
**Growth**: (رشد شرکت) شرکت هایی که رشد غیرعادی دارند، معمولاً پیش بینی های بدبینانه ای دارند. فورستر، ساپ و یاگی شی (۲۰۰۹) بیان می کنند که این متغیر چشم اندازی از آینده شرکت را بدست می دهد و شرکت هایی که به سرعت در حال رشد هستند عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر شرکت ها دارند. رشد شرکت از تفاوت فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می شود.

**ROA**: (نرخ بازده دارایی ها): در کل انتظار می رود که در شرکت هایی که این نسبت بالاتر می باشد عملکرد بهتر و در نتیجه ارزش شرکت بیشتر خواهد شد (فورستر، ساپ و یاگی شی، ۲۰۰۹). این نسبت به صورت سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی های شرکت محاسبه می گردد

**Good News**: (اخبار خوب): با در نظر گرفتن خبر خوب به عنوان یک متغیر مجازی، این متغیر ارزش یک میگیرد اگر اختلاف سود پیش بینی شده سال جاری با سود واقعی سال قبل مثبت باشد در غیر اینصورت مقدار آن صفر خواهد بود. انتظار می رود شرکت هایی که رشد سود مثبت دارند ریسک کمتری را دارا باشند و متعاقباً ارزش افزایش یابد (اسکینر، ۱۹۹۴).

**LOSS**: (زیان): این متغیر نیز به عنوان یک متغیر مجازی، ارزش یک میگیرد اگر شرکت در طول دوازده ماه گذشته زیان گزارش کرده باشد در غیر اینصورت صفر. انتظار می رود شرکت هایی که به تازگی زیان گزارش کرده اند در معرض ریسک بیشتری قرار داشته باشند و ارزش کاهش خواهد یافت (آجینکیا و همکاران، ۲۰۰۵).

#### یافته های پژوهش

##### شاخص های توصیفی متغیرها

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیر های پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده های آماری، لازم است این داده ها توصیف شود.

جدول ۱. شاخص های توصیفی متغیرها

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانہ	میانگین	
۴/۴	۹/۹۶	۳۱/۳۲	۲۵/۸۹	۱۹/۹۵	اندازه شرکت
۱۲/۰۲	-۳۲/۷۴	۶۲/۷۴	۶/۸	۹/۹۱	نرخ بازده دارایی
۰/۵	۰	۱	۱	۰/۵۰۶	مالکیت دولتی
۰/۱۲۵	۰/۶۸۸	۶/۴۵	۱/۲۹	۱/۴۵	ارزش شرکت

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میان	میانگین	
۰	۰	۱	۱	۰/۶۰۱	اخبار خوب
۰/۲۷۷	۰	۱	۰	۰/۰۸	زیان
۱/۱۹	۰	۱۰/۶۱۸	۰/۰۰۲	۰/۳۳۷	دارایی نامشهود
۰/۰۰۳	۰/۲۹۷	۱/۳۱	۰/۵۲	۰/۴۳۹	اهرم
-۲/۴	۲۹/۳۵	۷۵/۶۸	۱/۴۶	۱۲/۲۵	نرخ رشد

این جدول حاوی شاخص هایی برای توصیف متغیرهای تحقیق می باشد. ستون دوم میانگین داده ها می باشد، که در صورت منظم کردن داده ها روی یک محور دقیقاً در نقطه تعاملی با مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. انحراف معیار و واریانس، پراکندگی داده ها را نشان می دهند.

### آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

برای تعیین مدل مورد استفاده در داده های ترکیبی از آزمون چاو و هاسمن استفاده شده است. آزمون چاو برای تعیین بکارگیری مدل اثرات تابلویی در مقابل تلفیق کل داده ها انجام گرفته، آزمون هاسمن نیز برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل اثر تصادفی انجام می شود. آزمون هاسمن بر پایه وجود یا عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل مدل شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، مدل اثر ثابت و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد مدل اثر تصادفی کاربرد خواهد داشت. برای تعیین روش تخمین، آزمون اف لیمر و هاسمن برای مدل های تحقیق به شرح ذیل انجام شده است:

### جدول ۲. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن مدل پژوهش

فرضیه	آزمون	مقدار آماره	معنی داری	نتیجه
فرضیه	اف لیمر	۴/۱۹	۰/۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۲۹/۵۳	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

همانطور که جدول (۲) نشان می دهد، احتمال آزمون F های لیمر کوچکتر از ۵ درصد است؛ بنابراین فرض مدل تلفیقی تأیید نمی شود به بیان دیگر، اثرات فردی و یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده های تابلویی برای برآورد مدل استفاده شود در مرحله بعد برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل تصادفی آزمون هاسمن انجام شده با توجه به مدلها مقدار احتمال آزمون کمتر از ۵ درصد است بنابراین فرضیه مدل اثرات ثابت تایید می شود.

### بررسی نرمال بودن

یکی از مهمترین فرض های رگرسیونی، نرمال بودن باقیمانده های مدل است. برای این کار از آزمون جاکو-برا استفاده شده است.

جدول شماره ۳. بررسی نرمال بودن متغیر وابسته

میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	آماره جارکو-برا	معنی داری
-۰/۱۳۴	-۰/۱۵۴	-۴/۰۵	۴/۹	۸/۱۷	۰/۰۷

بر اساس مقادیر ارائه شده در جدول فوق از آن جایی که مقدار آماره جارکو-برا سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین نرمال بودن متغیرهای وابسته تأیید می‌شود.

### نتایج آزمون فرضیه

نتایج فرضیه به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه پژوهش

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره-تی	احتمال
مالکیت دولتی	۰/۰۳	۰/۰۴	۰/۷۵	۰/۰۰۳
اخبارخوب	۰/۰۵۶	۰/۰۵۰	۱/۱۸۰	۰/۰۳۲
زیان	-۰/۱۷۴	۰/۰۹۲	-۱/۸۹۴	۰/۰۴۳
اهرم مالی	-۰/۴۰۶	۰/۱۹۱	-۲/۱۲۷	۰/۰۳۳
دارایی نامشهود	۰/۰۱۴	۰/۰۲۱	۰/۶۵۴	۰/۵۱۳
رشد فروش	-۰/۰۰۰۱۶	۰/۰۰۰۸۹	-۰/۱۸۰	۰/۸۵۷
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	۰/۶۶۶	۰/۴۶۷
اندازه شرکت	۰/۰۱۵	۰/۰۰۷	۱/۹۷۹	۰/۰۴۸
مقدار ثابت	۱/۲۹	۰/۱۰۶	۱۲/۱۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۳۶۳			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۴۲			
آماره اف	۲/۹۸۵	آماره دوربین-واتسون		۱/۶۳۶
احتمال	۰/۰۰۳			

همانطور که جدول ۴ نشان می‌دهد وابستگی دولتی با ارزش شرکت رابطه مستقیم و معنادار دارد. به عبارتی وابستگی دولتی، ارزش شرکتها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مقدار ضریب تعیین بیانگر این است که ۳۴ درصد از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. معنا داری آماره اف بیانگر این است که مدل رگرسیونی در کل معنی‌دار بوده و می‌توان بر آن اتکاء نمود. از میان متغیرهای کنترلی نیز اخبارخوب، زیان، نسبت بدهی‌ها و اندازه شرکت با ارزش شرکت دارای رابطه معناداری می‌باشند. به عبارتی تغییرات متغیرها بر روی ارزش شرکت تأثیر گذار خواهد بود. یکی دیگر از فرض‌های کلاسیک رگرسیون این است که بین خطاهای مدل همبستگی وجود نداشته باشد،

برای این امر از آماره دوربین-واتسون استفاده می شود، مقدار این آماره مطابق جدول فوق بیانگر عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل می باشد.

### نتیجه گیری و پیشنهادها

هدف این تحقیق بررسی تاثیر وابستگی دولتی بر ارزش شرکت طی سالهای ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۲ بوده است. نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه معناداری بین وابستگی دولتی و ارزش می باشد. این نتایج با نتیجه تحقیق وینتالا و استفان (۲۰۱۴) مطابقت دارد. به عبارت دیگر می توان عنوان کرد وابستگی های دولتی باعث می شود اثر نوسان های بازار بر نوسان های سهام شرکت ها با وابستگی دولتی بیشتر شود. این یافته مبنایی برای همسویی منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران، در راستای حداکثرسازی ارزش شرکت می باشد (فرضیه نظارت فعال). وجود سرمایه گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبت بر ارزش شرکت خواهد داشت (شیفلر و ویشنی، ۱۹۹۷). پیش بینی اثر مثبت سرمایه گذاران نهادی عمده بر ارزش شرکت ناشی از این فرض است که این سرمایه گذاران انگیزه و توانایی نظارت کارآمد بر افراد درون سازمان را دارند. این نظارت کارآمد احتمال اخذ تصمیمات غیربهبینه را از سوی افراد درون سازمان کاهش می دهد.

با تغییر ساختار دولتها به طور معمول مدیران شرکتهای دولتی نیز دچار تغییر می شوند و حتی این تغییرات به سطوح پایین تر نیز ادامه پیدا می کند. انتشار اخباری مبنی بر تغییر مدیریت در سطح کلان سازمان یکی از عوامل تضعیف بازار بوده است، در واقع تجربه های تاریخی تغییرها در کشور ثابت کرده است که با تغییر مدیر کل یک مجموعه تقریباً اکثر مدیران زیرمجموعه نیز تغییر می یابند که در اصطلاح اقتصادی به آن بوروکراسی غنائم جنگی می گویند، بنابراین این عامل نیز در صورت محقق شدن می تواند یکی از عوامل موثر در شکل دهی مسیر بازار سرمایه باشد یافته منطبق بر این دیدگاه می باشد، شرکتهایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت های سرمایه گذاری بهتر عمل می کنند و می توانند از وابستگی های دولتی جهت انتخاب پروژه ها با ارزش فعلی مثبت بهره مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را تغییر می دهند و باعث افزایش ارزش شرکت شود [۳۴].

باتوجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می شود:

سهامداران هنگام سرمایه گذاری در سهام شرکتهای به درصد مالکیت دولتی شرکتهای توجه نمایند زیرا شرکتهایی که وابستگی دولتی دارند معمولاً از راه های مختلف می توانند تحت تاثیر ریسک (از جمله عوامل مربوط به وضعیت سیاسی و اقتصادی) قرار بگیرند.

برای پژوهش های آتی پیشنهاد می شود تاثیر تغییر دولتها بر ریسک سیستماتیک و ارزش شرکتهای همچنین تاثیر وابستگی دولتی بر ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک مورد بررسی قرار بگیرد.

## فهرست منابع

۱. حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین سرمایه گذاری نهادی و ارزش شرکت"، **حسابداری و حسابرسی**، دوره ۱۵، شماره ۳، صص ۱۲۰-۱۳۸
۲. رضایی، فرزین، ویسی حصار، ثریا، (۱۳۹۳)، "اثر روابط سیاسی با دولت بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی"، **حسابداری و حسابرسی**، شماره ۷۸، صفحه ۴۴ - ۴۷۰
۳. ستایش، محمد حسین، نمازی، نویدرضا، (۱۳۹۴)، "بررسی ارتباط بین دارایی های نامشهود با سودآوری و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۶، صفحه ۴-۲۷
۴. کرمی، غلامرضا، مهرانی، ساسان، اسکندر، هدی، (۱۳۸۹)، "بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت دهی در سیاست های تقسیم سود: نقش سرمایه گذاران نهادی"، **پژوهش های حسابداری مالی**، شماره ۳، صفحه ۴۷ - ۶۲
۵. نیکبخت، محمد رضا، طاهری، زهرا، (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک"، **حسابداری و حسابرسی**، شماره ۷۵، صفحه ۱۰۹ - ۱۲۶
6. Ang, James, and David Ding, (2006), "Government Ownership and the Performance of Government-Linked Companies: The Case of Singapore", **Journal of Multinational Financial Management**; 16(1): pp.64-88.
7. Alt, J. E. and R. C. Lowry, (1994), "Divided government, \_scal institutions, an budget de\_cits: Evidence from the states", **American Political Science Review**, 3(2);pp.811-828.
8. Ajinkya, B., S. Bhojraj, and P. Sengupta, (2005), "The association between outside directors, institutional investors and properties of management earnings forecasts", **Journal of Accounting Research** ;43(2);pp.343-376.
9. Besley, T. and A. Case, (2003), "Political institutions and policy choices: evidence from the United States", **Journal of Economic Literature**; 41(1): pp.7-73.
10. Caplan, B., (2001), "Has Leviathan been bound? A theory of imperfectly con strained government with evidence from the states", **Southern Economic Journal**;pp.825-847.
11. Cetrelli, N., (2006), "Discussion of Inflation and Finance Performance what have we learned in the Last Ten Years? (John Boyd and Bruce Champ)", [http://www.newyorkfed.org/research/economists/cetorelli/Boyd\\_and\\_Champ\\_discussion\\_Cetorelli.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/economists/cetorelli/Boyd_and_Champ_discussion_Cetorelli.pdf).
12. Chaney, P. K., Faccio, M., Parsley, D., (2011), "The quality of accounting information in politically connected firms", **Journal of Accounting and Economics**, 51(1&2): 58-76.
13. Correia Maria M., (2012), "Political Connections, SEC Enforcement and Accounting Quality, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University", Working Paper No. 61, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).PP.1-25.

14. Dario Cestau, (2014), "Political A\_liation and Risk of Default: Are Republicans or Democrats More Fiscally Responsible?", Working paper, Carnegie Mellon University
15. Deqiu Chen, Sifei Li, Jason Zezhong Xiao, Hong Zou, (2014), "The effect of government quality on corporate cash holdings", **Journal of Corporate Finance**, 27(2) pp.384-400
16. Faccio, Mara, Ronald Masulis, and John McConnell, (2006), "Political Connections and Corporate Bailouts", **Journal of Finance**, 61(6): pp 2597-2635.
17. Fan, Joseph, T. J.Wong, and Tianyu Zhang, (2007), "Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms", **Journal of Financial Economics**, 84 (2): pp 330-57.
18. Georgeta Vintil, stefan Cristian Gherghinaa, (2014), "The impact of ownership concentration on firm value. Empiricalstudy of the Bucharest Stock Exchange listed companies", **Procedia Economics and Finance**, 15(2), pp. 271 – 279
19. Gounopoulos, D., (2004), "Accuracy of Management Earnings Forecasts in IPO Prosp-ectuses: Evidence From Athens Stock Exchange", Working Paper, University of Surrey: United Kingdom
20. Goldman, Eitan, Jorg Rocholl, and Jongil So., (2009), "Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?", **Review of Financial Studies**, 22(6): 2331-60.
21. Graham, J., C. Harvey and S. Rajgopal, ( 2005), "The economic implications of corporate financial reporting", **Journal of Accounting and Economics**, 40: pp. 3-73
22. Hellman, Joel, Geraint Jones, and Daniel Kaufmann, (2000), "Seize the State, Seize the Day. StateCapture, Corruption and Influence in Transition", Policy Research Working Paper, No. 2444.Washington, DC: World Bank.
23. James S. Ang, David K. Ding, And Tiong Yang Thong, (2013), "Political Connection and Firm Value", **Asian Development Review**, 30(2), pp. 131-166
24. Johnson, Simon, Kalpana Kochhar, Todd Mitton, and Natalia Tamirisa, (2006), "Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions", IMF Working Paper No. WP/06/51. Washington,DC: International Monetary Fund.
25. Jensen, M., (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", **Journal of Finance**, 48(3):pp. 831-880.
26. Larcker, D. F., and T. O. Rusticus, (2008), "On the use of instrumental variables in accounting research", Working paper, Standford Graduate School of Business (Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=694824>).
27. Levine, R., (2005), "Law, endowments, and property rights. J. Econ", **Perspect**, 19(1), pp. 61-88.
28. Leuz, Christian, and Felix Oberholzer-Gee, (2006), "Political Relationships, Global Financing, andCorporate Transparency: Evidence from Indonesia", **Journal of Financial Economics**, 81(2): pp.411-39.
29. Navissi, F., & Naiker, V., (2006), "Institutional ownership and corporate valu", **Managerial Finance**, 32(3), pp.247-256.

30. Opler, T. and J. Sokobin, (1997), "Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors", Working paper, Ohio State University.
31. Peasnell, K., Pope, P., Young, S., (2001), "Board Monitoring & Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?", **Accounting and Finance Working Paper Series**, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=24955> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.249557>.
32. Phan, Phillip, and Toru Yoshikawa, (2005), "Corporate Governance in Singapore: Developments and Prognoses", Working paper, Singapore Management University, Singapore.
33. Qian, M., Pan, H., Yeung, B., (2011), "Expropriations of minority shareholders in politically connected firms", Unpublished working paper, The National University of Singapore.
34. Quan Li, (2012), "Political Relations and Chinese Outbound Direct Investment: Evidence from Firm-and Dyadic-Level Tests", Working Paper Series, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=32543>.
35. Knight, B., (2006), "Are policy platforms capitalized into equity prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 presidential election", **Journal of Public Economics**, 90(4): pp.751-773.
36. Rajgopal, S., Mohan, V., (2011), "Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility", **Journal of Accounting and Economics**, 8 (5), pp 1-20
37. Reed, W. R., (2006), "Democrats, Republicans, and taxes: Evidence that political parties matter", **Journal of Public Economics**, 90(4): pp.725-750.
38. Sapienza, Paola, (2004), "The Effects of Government Ownership on Bank Lending", **Journal of Financial Economics**, 72(2): pp. 357-84.
39. Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, (1994), "Politicians and Firms", **Quarterly Journal of Economics**, 109 (4): pp.995-1025.
40. Shleifer, A. & Vishny, R. W., (1997), "A Survey of Corporate Governance", **Journal of Finance**, 52(2): pp. 737-783.
41. Skinner, D., (1994), "Why firms voluntarily disclose bad news", **Journal of Accounting Research**, 32 (1): pp.38-60.
42. Solomon, J. F., Lin. S. W., Norton, S. D. & Solomon, A., (2003), "Corporate governance reform in Taiwan. Corporate Governance", **an international Review**, 11 (3): pp. 235-248.
43. Stephen R. Foerster, Stephen G. Sapp, Yaqi Shi, (2009), "The Impact of Management Earnings Forecasts on Firm Risk and Firm Value", Working paper, Dicecenter (Available at SSRN: <http://ssrn.com/>).
44. 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 (5), pp. 193-199
45. Xu, Lixin, Tian Zhu, and Yi-min Lin, (2002), "Politician Control, Agency Problems and Ownership Reform: Evidence from China", Working paper, World Bank, Washington, DC.



## Survey the Effect of Governmental Affiliation on Firm`s Value

### Hasan Zalaghi<sup>1</sup>(PhD)

Assistant Prof., Faculty of Economic and social Sciences, Bu Ali Sina University, Hamedan, Iran

### Morteza Bayat<sup>2</sup>

PhD student accounting, economic and management faculty, tarbiyat modarrese university, Tehran, Iran

### Iraj Mirhossani<sup>3</sup>

PhD Student of Accounting Ferdosi University, Mashhad, Iran

### Maryam Lalehmazhin<sup>4</sup>©

Department of Accounting, Technical and Vocational University (TVU), Ilam, Iran

(Received: 3 July 2015; Accepted: 22 November 2015)

This study evaluate the relationship between Governmental Affiliation and firms value. In this study, data have been gathered from 73 accepted companies in Tehran stock exchange from 2005 to 2014 and the research hypothesis have been examined by utilizing the regression coefficient analysis . The results showed that there is a direct and significant correlation between Governmental Affiliation and Firm`s value. In other words, we can say that the state-owned companies that are independent of government influence on supply and demand. According to Levine (2005), governmental managers effect in firm`s risk by political decorum and Subsequently, the Firm`s value also affected. Therefore, Governmental Affiliation can be used as a significant variable in firm`s value.

**Keywords:** Governmental Affiliation, Firm`s Value , Institutional Ownership

---

<sup>1</sup> hzalaghi@gmail.com

<sup>2</sup> shahenbayat@yahoo.com

<sup>3</sup> mirhosseiniiraj@yahoo.com

<sup>4</sup> maryamlaleh63@ymail.com © (Corresponding Author)