



تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

مریم لاله ماژین^۱

حسن زلفی^۲

مرتضی بیات^۳

علی سبحانی^۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۷/۲۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۹/۲۵

چکیده

پژوهش حاضر ارتباط وابستگی دولتی با عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهد. در این پژوهش، داده‌های ۷۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، جمع‌آوری و فرضیه تحقیق با استفاده از تحلیل ضرایب رگرسیون مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت است، به عبارتی می‌توان بیان کرد شرکت‌هایی که وابستگی دولتی دارند، این مالکیت بر عرضه و تقاضا شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشد. می‌توان گفت اثر نوسانات بازار بر سهام شرکت‌های 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 به‌عنوان معیاری از عملکرد نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد. بنابراین وابستگی دولتی می‌تواند به‌عنوان یکی از متغیرهای مهم در مطالعه عملکرد مورد توجه قرار بگیرد. به‌صورت کلی می‌توان عنوان کرد فرضیه نظارت فعال در این تحقیق مورد تأیید واقع گردد.

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

۱- مربی گروه حسابداری، دانشگاه فنی و حرفه ای دختران، ایلام، ایران. (نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات) maryamlaleh63@ymail.com

۲- استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران.

۳- دانشجوی دکتری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

۴- مربی گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران.

۱- مقدمه

مالکیت دولتی به عبارتی دیگر مالکیت نهاد دولتی چندین محرک بر نظارت بر گزارشگری مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها دارند، در صورت وضعیت مالکیت دولتی معمولاً مشکلات نمایندگی کم خواهد شد و این امر می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۳). سیستم حاکمیت شرکتی با محوریت دولت، می‌تواند به صورت بالقوه بر سیاست‌های صنعتی دولت مؤثر باشد. (فان ویوشیکاوا، ۲۰۰۵). 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. اگرچه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت‌ها بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است (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 اصلی اقتصاد باشد) با واکنش‌هایی قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می‌شود (سیتلی، ۲۰۰۶). 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 بهابازار 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 (کوریبا، ۲۰۱۲). 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. شرکت‌ها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می‌توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین‌تر و قدرت بازار قوی‌تر بهره‌مند گردند (فاسیو، ۲۰۰۶). 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 (مهرانی، کرمی، مرادی و اسکندری، ۱۳۸۹). 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 به‌جای پیگیری منافع شخصی کوتاه‌مدت ترغیب می‌کند.

کیان، پانوینگ (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 داده‌اند به ارزش شرکت‌های وابسته سیاسی می‌افزاید (چانی و همکاران، ۲۰۱۱).

سرمایه‌گذاران نهادی در نظام راهبری شرکتی، نقش مهمی ایفا می‌کنند. آنان می‌توانند با دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی، بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. این امر می‌تواند مبنایی برای همسویی منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران، در راستای حداکثر سازی ارزش شرکت باشد (فرضیه نظارت فعال) باوجوداین، 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 به‌واسطه مالکیت عمده خود، شدیدتر کنند (سولومون، لین، نورتن و سولومون، ۲۰۰۳).

عملکرد شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به‌سزایی دارد بنابراین وابستگی دولتی و آثار احتمالی آن بر ارزش شرکت موضوعی است که موردتوجه واقع نشده است و خلأ تحقیقاتی در این خصوص در کشور مشهود می‌باشد. بنابراین با توجه به اهمیت وابستگی‌های دولتی و عملکرد شرکت، در این تحقیق رابطه بین وابستگی دولتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با عملکرد شرکت بررسی خواهد شد. انتظار می‌رود وابستگی‌های دولتی با توجه به شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و همچنین تأثیر آن بر تغییر مدیریت و شرایط مختص هر شرکت عملکرد شرکت‌ها را تغییر دهد. بنابراین مسئله اصلی تحقیق حاضر به‌صورت ذیل می‌باشد:

آیا وابستگی‌های دولتی بر عملکرد شرکت تأثیری دارد؟

۲- پیشینه پژوهش

در خصوص چگونگی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌ها نظرات مختلفی وجود دارد، بر اساس فرضیه نظارت فعال سرمایه‌گذاران بزرگ معمولاً مدیریت بهتری در مورد سرمایه‌گذاری دارند. (باشی، ۱۹۹۸). در مقابل فرضیه نظارت فعال فرضیه منافع شخصی مطرح می‌گردد که عنوان می‌دارد سرمایه‌گذاران بزرگ به اطلاعات دسترسی دارند و ممکن است باعث کاهش تشویق کارکنان جهت بهبود عملکرد شوند. همچنین شرکت‌های دولتی به‌اجبار چندین هدف را دنبال می‌کنند که با سودآوری فاصله دارد و مزاد نیروی کار را بر اساس ملاحظات به‌جز بازدهی یا اثربخشی، حفظ می‌کنند (به‌ای، ۱۹۹۷)؛ بدین ترتیب شرکت‌های دولتی در نتیجه پیروی نکردن از سیاست‌های یکنواخت و منظم، نظام راهبری ضعیف و ناکارآمدی دارند و این سیاست‌ها به‌درستی اجرا نمی‌شوند.

سهامداران کنترل‌کننده و مدیران شرکت‌های دولتی در مقایسه با شرکت‌های خصوصی، انگیزه زیادی برای دنبال کردن منافع شخصی خود دارند (لی، ۲۰۰۸) و در نتیجه، مدیران بخش دولتی برای جبران این هزینه‌ها، به دریافت منابع مالی از دولت اقدام می‌کنند. ارتباط سیاسی به‌مانند شمشیر دولبه می‌باشد که هم می‌تواند باعث افزایش ارزش شرکت وهم باعث به خطر افتادن آن باشد. (آنگ، دینگ و سونگ، ۲۰۱۳) خو، ژو و لین (۲۰۰۲) عنوان می‌دارند که زمانی که کنترل‌های سیاسی محدود می‌باشد، عملکرد مالی شرکت بهبود می‌یابد، بورسیوف و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که بین روابط سیاسی شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این موضوع به این دلیل می‌باشد که محدود شدن کنترل‌های سیاسی باعث افزایش انعطاف‌پذیری شرکت شده و در نتیجه سیاست‌های حاکمیت شرکتی مؤثرتر اجرا خواهد شد. برخی انتصاب‌های سیاسی اهداف متضادی را دنبال می‌کنند، ممکن است هدف یک انتصاب افزایش اشتغال و یا کاهش هزینه‌های اجتماعی باشد. بنابراین با توجه به اهداف مذکور شرکت‌ها سیاست‌ها و رویه‌های مشخصی را انتخاب می‌کنند. به همین ترتیب یک انتصاب دولتی ممکن است بیشتر از آنکه برای عملکرد شرکت مفید باشد برای آن مضر می‌باشد. (آنگ، دینگ و سونگ، ۲۰۱۳). فان، فونگ و چانگ (۲۰۰۷) اظهار می‌دارند که اندازه‌گیری بازده دارایی‌ها به‌عنوان نماینده عملکرد مالی شرکت ارتباط منفی با سطح مالکیت دولتی دارد. گلدمن، روچول و سو (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند در صورت انتصاب یک مقام وابسته به دولت به‌عنوان هیئت‌مدیره شرکت باعث ایجاد بازده غیرعادی می‌شود. شواهد ۴۷ کشور نشان می‌دهد که شرکت‌ها با ارتباطات سیاسی عملکرد کمتر از حد مورد انتظار نسبت به شرکت‌هایی فاقد ارتباطات سیاسی، بر اساس اطلاعات حسابداری داشته‌اند. (فاسیو، ۲۰۰۶). 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 (شیفلر و وشلی، ۱۹۹۴). بنابراین تخصیص نامناسب منابع و همچنین افزایش فساد بر عرضه و تقاضای سهام شرکت‌ها تأثیرگذار خواهد بود. از سوی دیگر ممکن است روابط سیاسی از طریق رانت‌های غیرمنصفانه اقتصادی درزمینه مصرف‌کنندگان و رقبا باعث افزایش ارزش شرکت شود. (فاسیو، ۲۰۰۶). برای مثال فریدمن (۱۹۹۹) گزارش می‌دهد که بانک داران اغلب مجبور به افزایش وام برای پروژه‌های شرکت‌های دارای وابستگی سیاسی حتی اگر سودآور نبودن پروژه نیز پیش‌بینی شود، می‌باشند. تحقیقات نشان می‌دهد اختلاف در رفتار ارائه تسهیلات توسط بانک‌های دولتی با تغییر احزاب در انتخابات تحت‌تأثیر قرا می‌گیرد. (جانسون و همکاران، ۲۰۰۶ و ساپلنزا ۲۰۰۴). بنابراین چنین اقداماتی منجر به انتقال ثروت از مصرف‌کنندگان و شهروندان به شرکت شده و باعث افزایش ارزش شرکت خواهد شد. علاوه بر اینکه شرکت‌های دارای وابستگی سیاسی از ایجاد اعتبار به‌وسیله مدیران دولتی بهره‌مند می‌شوند بلکه از مزایای دیگر نیز بهره‌مند می‌شوند. هلمن جونز و کافن (۲۰۰۰) عنوان داشتند که برخی از مقامات دولتی و یا سیاستمداران از طریق فروش انحصاری محصولات و برخورداری از مزایای زیاد قواعد بازی را در هزینه‌های اجتماعی به نفع خود به پایان برسانند. زمانی که افزایش ارزش به‌صورت کامل ناشی از انتصابات دولتی یا مدیران وابسته به دولت باشد، افزایش کمتری در ارزش شرکت ناشی از عملکرد مناسب سایر سهامداران خواهد گرفت. درواقع این‌یک مسئله نمایندگی می‌باشد که ساختار حاکمیت دولتی باعث به وجود آمدن آن می‌شود (آنگ، دینگ و سونگ، ۲۰۱۳) باید به این نکته دقت کرد حاکمیت خوب باهدف افزایش ارزش سهام شرکت‌ها معادل حاکمیت خوب برای شهروندی برابر نمی‌باشد. لیوز و گیبی (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 باشند باعث ضعیف شدن عملکرد مالی و درنتیجه با مشکل تأمین مالی روبرو می‌شوند. مدیران وابسته به دولت قدرت و توانایی لازم در جهت کسب منفعت برای شرکت از طریق تأثیرگذاری بر تصویب قوانین و مقررات دولتی را دارند و همچنین می‌توانند احتمال برنده شدن شرکت را در مناقصه‌های دولتی را افزایش دهند که خود این عامل می‌تواند به‌عنوان 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 (چانی، فاسیو و پارسل، ۲۰۱۱). ساختار مالکیت شرکت‌ها از چند بخش تشکیل شده است: سهامداران، سهامداران نهادی و مدیران. به‌طور منطقی وجود سهامداران نهادی نظارت را افزایش می‌دهد. پیسنل و همکاران (۲۰۰۱) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که اعضای هیئت‌مدیره می‌توانند

با استقلال بیشتری عملکرد مدیر را ارزیابی کنند. به راین اساس استقلال بیشتر هیئت‌مدیره، احتمال تقلب کاهش یافته و بر ریسک ارزیابی‌شده تأثیرگذار می‌باشد. 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.

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 اثرگذار باشد. پژوهش‌های قبلی در کشورهای غربی نشان می‌دهد که حزب‌های مختلف، سیاست‌های مالی مختلفی دارند. به‌عنوان مثال ممکن است، حزب خاصی علاقه‌مند به افزایش هزینه‌ها و مالیات باشد و در مقابل حزب دیگر علاقه‌مند به کاهش هزینه‌ها و مالیات‌ها باشد (داریو، ۲۰۱۴). نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد در دوره جمهوری خواهان در ایالات‌متحده ریسک شرکت‌ها به دلیل 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. آلتو لوری (۱۹۹۴) ادعا می‌کنند که دولت‌های ایالتی حزب دموکرات تمایل به تولید هزینه‌های عمومی بیشتر به‌عنوان یک سهم درآمد سرانه می‌باشد. 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. بر اساس تحقیقات کی نایت (۲۰۰۶)، کاپلن (۲۰۰۱) و بسلی 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 تأثیرگذار خواهد بود و باعث تغییر در ریسک و ارزش شرکت‌ها خواهد شد.

وینتالا و استفان (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ارزش شرکت پرداختند. ایشان به این نتیجه رسیدن که ارتباط مثبت و معناداری بین ارتباطات دولتی و ارزش شرکت وجود دارد. 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 پایین‌تر از سایر شرکت‌ها است، برای جلوگیری از جریمه کمیسیون بورس اوراق بهادار، از روابط سیاسی استفاده می‌کنند.

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

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

آنگ و دینگ (۲۰۰۶) با بررسی عملکرد مالی شرکت‌ها با مالکیت‌های دولتی متفاوت به این نتیجه رسیدند که بین عملکرد شرکت‌ها تفاوت معناداری وجود دارد.

شوروزی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها بر مبنای رگرسیون فازی پرداختند. ایشان با بررسی ۱۵۱ شرکت به این نتیجه رسیدند که بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر 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 شرکت‌ها دارای روابط سیاسی گسترده با دولت کیفیت سود پایین‌تری دارند و همچنین دارای هزینه سهام عادی بالاتری می‌باشند.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد شرکت‌ها با بررسی ۶۸ شرکت پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد، بین سرمایه فکری و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

عباسی ورستگاریا (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت پرداختند ایشان به این نتیجه رسیدند که بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بین مالکیت انفرادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری می‌باشد.

رستمیان و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر ویژگی‌های کیفیت سود بر عملکرد شرکت پرداختند. ایشان با بررسی ۶۳ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ به این نتیجه رسیدند که بین معیار کیفیت سود و معیار کیو توبین رابطه معناداری وجود دارد.

۳- فرضیه پژوهش

وابستگی‌های دولتی در هر شرکتی از نظر راهبری شرکت تأثیر بسزایی دارد، به طور معمول با تغییر شرایط سیاسی کشور مدیران مجموعه‌ها تغییر پیدا می‌کنند و این تغییر در کل مجموعه دولتی به صورت مستقیم و یا غیرمستقیم رخ می‌دهد. شلیفرو ویشنی (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 می‌کند و نیز از آنجا که آن‌ها حق رأی بیشتری دارا می‌باشند، انجام اقدام‌های ضروری برای ایشان آسان‌تر می‌باشد. اپلیر و اسکوبین (۱۹۹۷) به این نتیجه رسیدند که بعد از تغییر مالکیت شرکت‌ها به صورت نهادی، عملکرد بهتری را تجربه می‌کنند. گرامیس و لئو (۲۰۰۴) نشان دادند که انتقال حق انتخاب از سرمایه‌گذاران خرد به سهامداران نهادی سبب می‌شود 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 وارزش شرکت‌ها را تغییر می‌دهد. 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 پروژه‌ها 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 تأثیر قرار می‌دهد. ارزش شرکت‌ها می‌تواند متأثر از عوامل گوناگونی باشد که تا کنون 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 دست‌یافته است. پژوهش 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. در پژوهش حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۶) مشخص شد بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد و فرضیه همگرایی منافع را تأیید نمی‌کند. در این پژوهش، میزان حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیئت‌مدیره 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 تأثیر بین این دو به طور نسبی مبهم و ناشناخته است.

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

فرضیه پژوهش: بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

۴- 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 پذیرفته‌شده 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 ۱۳۹۳ تعیین شده است و نمونه آماری با در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب شده است:

(۱) به منظور محاسبه متغیرهای تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته‌شده باشند.

(۲) صورت‌های مالی و سایر داده‌های مورد نیاز آن‌ها از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ در دسترس باشد.

(۳) وقفه معاملاتی بیش از شش ماه در محدوده تعیین شده نداشته باشند (به منظور سیال بودن سهام شرکت‌ها و در نتیجه قابل اتکا بودن 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 بهای بازار "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 صورت‌های مالی حسابرسی شده و موارد افشای مربوط به پیش‌بینی سود هر سهم، ۷۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه تحقیق برگزیده شده است.

برای آزمون فرضیه تحقیق از رابطه ۱ استفاده شده است:

(۱)

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

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

$p =$ عملکرد شرکت می‌باشد که از دو معیار برای اندازه‌گیری آن استفاده گردیده است:

۱- ارزش شرکت برای محاسبه ارزش شرکت از معیار Q توبین به شرح رابطه ۲ استفاده شده است.

$$Q_s = \frac{VOCSI + BVLTLI + BVCLI}{BVTAI} \quad (2)$$

VOCSI: ارزش سهام عادی در پایان سال

BVLTLI: ارزش دفتری پایان سال بدهی‌های بلندمدت

BVCLI: ارزش دفتری پایان سال بدهی‌های با سررسید کمتر از یک سال

BVTAI: ارزش دفتری پایان سال کل دارایی‌های شرکت

در تحقیقات بیشتر از نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام جهت اندازه‌گیری عملکرد شرکت استفاده می‌کنند. اما همانطور که می‌دانیم عملکرد مدیران هر شرکت در سهام آن شرکت در بورس اوراق بهادار تبلور می‌یابد بنابراین در این پژوهش جهت اندازه‌گیری عملکرد شرکت از ارزش شرکت نیز استفاده گردیده است.

۲- از نرخ بازده دارایی‌ها ROA که از تقسیم سود خالص بر جمع دارایی‌های شرکت به دست می‌آید. (هانگ و همکاران، ۲۰۰۹ و رستمیان و همکاران ۱۳۹۰)

Ag = طبق ماده ۴ قانون محاسبات عمومی کشور، شرکت دولتی واحد سازمانی می‌باشد که با اجازه قانون تشکیل شده و بیش از ۵۰ درصد از سهام آن به صورت مستقیم یا غیرمستقیم 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 غیراین صورت صفر خواهد بود.

Size: (اندازه شرکت): تعیین‌کننده حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت است. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل ارتباطات بیشتر با ذی‌نفعان و وجود مکانیزم‌های کنترلی بیشتر از ریسک کمتری برخوردارند. هم‌چنین در شرکت‌های بزرگ، به دلیل سیستم‌های کنترلی و نظارتی دقیق، به‌کارگیری کارکنان و مدیران متخصص، پاسخگویی به طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران، بستنکاران از جمله دلایل دقت بیشتر در پیش‌بینی سود است (فورستر، ساپ و یاغی شی، ۲۰۰۹). با توجه به شرایط تورمی و تاریخی بودن ارقام دارایی‌ها از لگاریتم ارزش بازار سهام عادی به عنوان متغیر اندازه شرکت استفاده شده است.

Liability: (اهرم مالی) هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگ‌تر باشد، درجه ریسک مالی بیشتر می‌شود؛ زیرا اگر درجه اهرم مالی زیاد باشد، با کاهش نسبتاً اندک در رقم سود قبل از بهره و مالیات، سود هر سهم ممکن است منفی شود متعاقب آن باعث تغییر ارزش شرکت خواهد شد. (فورستر، ساپ و یاغی شی، ۲۰۰۹).

Intangible: (نسبت دارایی‌های نامشهود): این متغیر درجه عدم تقارن اطلاعاتی نشان می‌دهد؛ هر چقدر دارایی نامشهود افزایش یابد می‌تواند نشان‌دهنده وجود سرمایه‌فکری بیشتر است که در نتیجه ارزش‌گذاری این دارایی‌ها توسط سرمایه‌گذاران سخت‌تر می‌شود (لارکر و روستیکیوس، ۲۰۰۸).

Growth: (رشد شرکت) شرکت‌هایی که رشد غیرعادی دارند، معمولاً پیش‌بینی‌های بدبینانه‌ای دارند. فورستر، ساپ و یاغی شی (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که این متغیر چشم‌اندازی از آینده شرکت را به دست می‌دهد و شرکت‌هایی که به سرعت در حال رشد هستند عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. رشد شرکت از تفاوت فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود.

Good News: (اخبار خوب) با در نظر گرفتن خبر خوب به عنوان یک متغیر مجازی، این متغیر ارزش یک می‌گیرد اگر اختلاف سود پیش‌بینی شده سال جاری با سود واقعی سال قبل مثبت باشد در غیراین صورت مقدار آن صفر خواهد بود. انتظار می‌رود شرکت‌هایی 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 غیراین صورت صفر انتظار می‌رود شرکت‌هایی که به تازگی زیان گزارش کرده‌اند در معرض ریسک بیشتری قرار داشته باشند و ارزش کاهش خواهد یافت (آجینکیا و همکاران، ۲۰۰۵).

۵- یافته‌های پژوهش

۵-۱- شاخص‌های توصیفی متغیرها

به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه‌ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های آماری، لازم است این داده‌ها توصیف شود.

جدول ۱ حاوی شاخص‌هایی برای توصیف متغیرهای تحقیق می‌باشد. ستون دوم میانگین داده‌ها می‌باشد، که در صورت منظم کردن داده‌ها روی یک محور دقیقاً در نقطه تعاملی با مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار، پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهند. در میان داده‌های اهرم مالی با کمترین انحراف معیار می‌باشد. نزدیک بودن میانگین و میانه داده‌ها بیانگر تقریباً نرمال بودن داده‌ها می‌باشد.

جدول ۱- شاخص‌های توصیفی متغیرها

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	معیار انحراف
اندازه شرکت	۲۰/۲۵	۱۹/۸۷	۳۱/۲۸	۸/۸۹	۴/۳۵
نرخ بازده دارایی	۷/۸	۷/۲۵	۵۸/۲۵	-۳۶/۷۵	۱۰/۰۹
مالکیت دولتی	۰/۵۰۶	۱	۱	۰	۰/۵
ارزش شرکت	۱/۵۸	۱/۶۹	۵/۵۸	۰/۷۲۵	۰/۱۳۱
اخبار خوب	۰/۶۲۱	۱	۱	۰	۰
زیان	۰/۰۹	۰	۱	۰	۰/۲۸۵
دارایی نامشهود	۰/۲۹۸	۰/۰۹۴	۹/۹۸۷	۰	۰/۱۵
اهرم	۰/۳۲۵	۰/۵۳۴	۱/۱۵	۰/۱۲۸	۰/۰۰۲
نرخ رشد	۱۰/۱۲	۸/۹۵	۷۴/۶۵	۱۵/۱۸	۱۰/۲۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۲- آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

برای تعیین مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی از آزمون چاو و هاسمن استفاده شده است. آزمون چاو برای تعیین به کارگیری مدل اثرات تابلویی در مقابل تلفیق کل داده‌ها انجام گرفته، آزمون هاسمن نیز برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل اثر تصادفی انجام می‌شود. 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 F لیمر و هاسمن برای مدل‌های تحقیق به شرح جدول ۲ انجام شده است.

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر و هاسمن مدل پژوهش

فرضیه	آزمون	مقدار آماره	معنی داری	نتیجه
فرضیه (مدل ارزش شرکت)	اف لیمر	۵/۲۱	۰/۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۳۳/۵۳	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه (مدل نرخ بازده داریبها)	اف لیمر	۸/۲۵	۰/۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۳۴/۲۷	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که جدول ۲ نشان می‌دهد، احتمال آزمون F های لیمر کوچکتر از ۵ درصد است؛ بنابراین فرض مدل تلفیقی تأیید نمی‌شود به بیان دیگر، اثرات فردی و یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده‌های 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 تأیید می‌شود. یکی از مهم‌ترین فرض‌های رگرسیونی، نرمال بودن باقیمانده‌های مدل است. برای این کار از آزمون جارکو- برا استفاده شده است.

جدول ۳- بررسی نرمال بودن متغیر وابسته

معنی داری	آماره جارکو-برا	حداکثر	حداقل	میان	میانگین
۰/۰۶۱	۶/۲۱	۳/۰۵	-۲/۰۸	-۰/۲۲۴	-۰/۲۱۴
۰/۰۶	۵/۷	۹/۸	۳/۵	۰/۱۳۵	۰/۱۲۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

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

۶- نتایج آزمون فرضیه

نتایج فرضیه با استفاده از معیار ارزش شرکت به شرح جدول ۴ می‌باشد.

همانطور که جدول ۴ نشان می‌دهد وابستگی دولتی با ارزش (معیار عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار شرکت) شرکت رابطه مستقیم و معنادار دارد. به عبارتی وابستگی دولتی، ارزش شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مقدار ضریب تعیین بیانگر این است که ۳۶ 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 معنی دار بوده و می‌توان بر آن اتکاء نمود. از میان متغیرهای کنترلی نیز اخبار خوب، زیان، نسبت بدهی‌ها و اندازه شرکت با ارزش شرکت دارای رابطه معناداری می‌باشند. به عبارتی تغییرات متغیرها بر روی ارزش شرکت تأثیرگذار خواهد بود. یکی دیگر از فرض‌های کلاسیک رگرسیون این است که بین خطاهای مدل همبستگی وجود نداشته باشد، برای این امر از آماره دورین - واتسون استفاده می‌شود، مقدار این آماره مطابق جدول فوق بیانگر عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل می‌باشد.

نتایج فرضیه با استفاده از معیار نرخ بازده دارایی‌ها به شرح جدول ۵ می‌باشد:

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه با استفاده از معیار ارزش

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره -تی	احتمال
مالکیت دولتی	۰/۰۲۵	۰/۰۶	۰/۴۱	۰/۰۰۲
اخبار خوب	۰/۰۴۵	۰/۰۴۹	۰/۹۱۸	۰/۰۴۱
زیان	-۰/۱۵۴	۰/۰۸۵	-۱/۸۱۱	۰/۰۳۲
اهرم مالی	-۰/۵۰۹	۰/۲۱۱	-۲/۴۱۲	۰/۰۴۴
دارایی نامشهود	۰/۰۱۸	۰/۰۲۲	۰/۸۱۸	۰/۷۱۲
رشد فروش	-۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۴۸	-۰/۲۵۰	۰/۶۵۷
اندازه شرکت	۰/۲۱۴	۰/۱۱۲	۱/۹۱	۰/۰۳۲
مقدار ثابت	۲/۳۹	۰/۱۱۸	۲۰/۲۵	۰/۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۳۸			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶			
آماره اف	۹/۸۵۴	آماره دوربین-واتسون		۱/۷۱۲
احتمال	۰/۰۰۲			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه با استفاده از معیار نرخ بازده دارایی‌ها

متغیرها	ضریب	انحراف معیار	آماره -تی	احتمال
مالکیت دولتی	۰/۱۲۴	۰/۰۸۷	۱/۴۲۵	۰/۰۰۴
اخبار خوب	۰/۰۳۵	۰/۱۸۷	۰/۱۸۸	۰/۰۳۲
زیان	-۰/۵۴۲	۰/۰۹۳	-۵/۸۲۷	۰/۰۲۴
اهرم مالی	۰/۴۱۲	۰/۳۲۱	۱/۲۸۳	۰/۰۰۱
دارایی نامشهود	۰/۰۵۴	۰/۰۲۱	۲/۵۷	۰/۱۱۲
رشد فروش	۰/۵۴۱	۰/۲۵۴	۲/۱۲۹	۰/۰۰۲
اندازه شرکت	۰/۳۵۱	۰/۲۱۴	۱/۶۴۰	۰/۵۴۷
مقدار ثابت	۱/۲۵	۰/۵۴۷	۲/۲۸۵	۰/۰۰۳
ضریب تعیین	۰/۲۵			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۳			
آماره اف	۷/۵۴۷	آماره دوربین - واتسون		۱/۵۲۴
احتمال	۰/۰۰۳			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جهت بررسی بیشتر تأثیر وابستگی دولتی بر عملکرد شرکت از معیار نرخ بازده دارایی‌ها نیز استفاده گردیده است. همانطور که جدول فوق نیز بیانگر آن نیز می‌باشد بین وابستگی دولتی و عملکرد شرکت نیز رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. مطابق جدول فوق به غیر از دارایی‌های نامشهود و اندازه شرکت بقیه متغیرهای مدل با نرخ بازده داخلی دارای رابطه معناداری می‌باشد. براساس جدول فوق ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر این موضوع می‌باشد که ۲۳ درصد از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود از سویی دیگر معنادار بودن آماره اف نیز بیانگر معنی داری کل مدل می‌باشد.

۷- بحث و نتیجه‌گیری

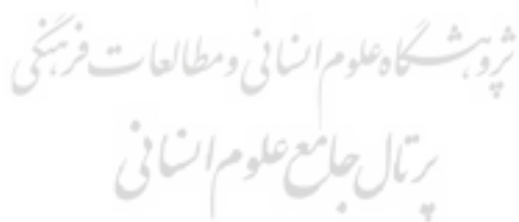
هدف این تحقیق بررسی تأثیر وابستگی دولتی بر عملکرد شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۳ بوده است. نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه معناداری بین وابستگی دولتی و عملکرد شرکت با استفاده از دومعیار ارزش شرکت (معیار بیرونی) و نرخ بازده دارایی‌ها (معیار درونی) می‌باشد. این نتایج با نتیجه تحقیق وینتالا و استفان (۲۰۱۴) مطابقت دارد و برخلاف یافته عباسی و رستگاریا (۱۳۹۱) می‌باشد. به عبارت دیگر می‌توان عنوان کرد وابستگی‌های دولتی باعث می‌شود اثر نوسان‌های بازار بر نوسان‌های سهام شرکت‌ها با وابستگی دولتی بیشتر شود. این یافته مبنایی برای هم سویی منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران، در راستای حداکثرسازی ارزش شرکت می‌باشد (فرضیه نظارت فعال). وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت مؤثر، اثر مثبت بر ارزش و عملکرد شرکت خواهد داشت (شیفلر و ویشنی، ۱۹۹۷). پیش‌بینی اثر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی عمده بر ارزش شرکت ناشی از این فرض است که این سرمایه‌گذاران انگیزه و توانایی نظارت کارآمد بر افراد درون سازمان را دارند. این نظارت کارآمد احتمال اخذ تصمیمات غیربهبود را از سوی افراد درون سازمان کاهش می‌دهد. مدیران دولتی از طریق نظارت بیشتر به‌عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی موجب کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود. طبق تئوری نمایندگی، "مالکان نهادی" ممکن است تضاد نمایندگی را از طریق نظارت بر اقدامات مدیریت کاهش دهند و عملکرد شرکت را بهبود بخشند. مالکان نهادی نه تنها انگیزه، بلکه تخصص و منابع لازم برای نظارت بر شرکت را نیز دارند.

با تغییر ساختار دولت‌ها به طور معمول مدیران شرکت‌های دولتی نیز دچار تغییر می‌شوند و حتی این تغییرات به سطوح پایین‌تر نیز ادامه پیدا می‌کند. انتشار اخباری مبنی بر تغییر مدیریت در سطح کلان سازمان یکی از عوامل تضعیف بازار بوده است، در واقع تجربه‌های تاریخی تغییرها در کشور ثابت کرده است که با تغییر مدیر کلیه مجموعه تقریباً اکثر مدیران زیرمجموعه نیز

تغییر می‌یابند که در اصطلاح اقتصادی به آن بوروکراسی غنائم جنگی می‌گویند، بنابراین این عامل نیز در صورت محقق شدن می‌تواند یکی از عوامل مؤثر در شکل‌دهی مسیر بازار سرمایه باشد یافته منطبق بر این دیدگاه می‌باشد، شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند و می‌توانند از وابستگی‌های دولتی جهت انتخاب پروژه‌ها با ارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را تغییر می‌دهند و باعث افزایش ارزش شرکت شود (کوان لی، ۲۰۱۲).

با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می‌شود سهامداران هنگام سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها به درصد مالکیت دولتی شرکت‌ها توجه نمایند زیرا شرکت‌هایی که وابستگی دولتی دارند معمولاً از راه‌های مختلف می‌توانند تحت تأثیر ریسک (از جمله عوامل مربوط به وضعیت سیاسی و اقتصادی) قرار بگیرند.

به تدوین تحلیل گران مالی توصیه می‌گردد هنگام تصمیم‌گیری در خصوص تحلیل سهام شرکت‌های مختلف به مبحث مالکیت دولتی نیز توجه نمایند از آنجائیکه مدیران دولتی از طریق مناسبات دولتی قادر به تغییر شرایط هستند پیشنهاد می‌گردد در هنگام تحلیل این نوع شرکت‌ها این موضوع را نیز لحاظ دارند.



فهرست منابع

- ۱) دستگیر، محسن، مهدی عرب صالحی، راضیه امین جعفری و حسنعلی اخلاقی، (۱۳۹۲)، "تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی شرکت"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۶، شماره ۲۱، صص ۱-۳۶
- ۲) شورورزی، محمدرضا، محسن خلیلی، حمید سلیمانی و امید فروتن، (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها بر مبنای رگرسیون فازی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵، صص ۱۲۱-۱۳۹
- ۳) عباسی، ابراهیم و فاطمه رستگاری، (۱۳۹۱)، "تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۲، شماره ۵، صص ۳۳-۵۰
- ۴) رستمیان، فروغ، محمد خداییوله زادقرد و مجتبی حیدر، (۱۳۹۰)، "رابطه ویژگی‌های کیفیت سود و عملکرد پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی"، سال ۴، شماره ۵، صص ۵۰-۶۸
- ۵) رضایی، فرزین و ثریا ویسی حصار، (۱۳۹۳)، "تاثیر ارتباطات سیاسی با دولت بر رابطه تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۴۴۹-۴۷۰
- ۶) مهران، ساسان، غلامرضا کرمی، محمد مرادی و هدی اسکندر، (۱۳۸۹)، "ارتباط بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت گزارشگری مالی"، پیشرفت‌های حسابداری، (۱)۲، صص ۲۲۷-۲۴۹
- 7) 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.
- 8) Alt, J. E. and R. C. Lowry, (1994), "Divided Government, Fiscal Institutions, and Budget deficits: Evidence from the states", *American Political Science Review*, PP. 811-828.
- 9) 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, PP. 343-376.
- 10) Bai, Ch., Li, D.D., Wang, Y, (1997), "Enterpris Productivity and Efficiency: When up Really down?" *Journal of Comparative Economics*, 3 (24), PP. 265-280
- 11) 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.
- 12) Borisov, A., E. Goldman, and N. Gupta, (2013), "The Value of (Corrupt) Lobbying", Working paper.
- 13) Bushee, B.J, (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, 73, PP. 305-334.

- 14) Caplan, B. (2001), "Has Leviathan been Bound? A Theory of Imperfectly Constrained Government with Evidence from the States", *Southern Economic Journal*, PP. 825-847.
- 15) 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.
- 16) 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), PP. 58-76.
- 17) 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. PP.1-25.
- 18) Dario Cestau, (2014), "Political A liation and Risk of Default: Are Republicans or Democrats More Fiscally Responsible?", Working paper, Carnegie Mellon University
- 19) Deqiu Chen, Sifei Li, Jason Zezhong Xiao, Hong Zou, (2014), "The Effect of Government Quality on Corporate Cash Holdings", *Journal of Corporate Finance*.27, PP. 384-400
- 20) Faccio, Mara, Ronald Masulis, and John McConnell, (2006), "Political Connections and Corporate Bailouts", *Journal of Finance* 61(6), PP. 2597-2635.
- 21) 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.
- 22) Georgeta Vintil, stefan Cristian Gherghinaa, (2014), "The Impact of Ownership Concentration on Firm Value", *Empirical study of the Bucharest Stock Exchange listed companies. Procedia Economics and Finance*, 15, PP. 271 - 279
- 23) Gounopoulos, D. (2004), "Accuracy of Management Earnings Forecasts in IPO Prospectuses: Evidence From Athens Stock Exchange", Working Paper, University of Surrey: United Kingdom
- 24) Goldman, Eitan, Jorg Rocholl, and Jongil So, (2009), "Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?", *Review of Financial Studies* 22(6), PP. 2331-60.
- 25) Graham, J., C. Harvey and S. Rajgopal, (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics* 40, PP. 3-73
- 26) Hasas yeganeh, y. moradi, m. askandar, h. (2008), "The Relationship between Institutional Investors and Corporate Value", *Journal Of The Accounting And Auditing Review*, Vol.15, No. 3
- 27) Hellman, Joel, Geraint Jones, and Daniel Kaufmann, (2000), "Seize the State, Seize the Day. State Capture, Corruption and Influence in Transition", Policy Research Working Paper No. 2444. Washington, DC: World Bank.
- 28) James S. Ang, David K. Ding, And Tiong Yang Thong, (2013), "Political Connection and Firm Value", *Asian Development Review*, Vol. 30, No. 2, PP. 131-166

- 29) 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.
- 30) Jensen, M, (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance* 48, PP. 831-880.
- 31) Larcker, D. F., and T. O. Rusticus, (2008), "On the Use of Instrumental Variables in Accounting Research", Working paper, Stanford Graduate School of Business (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=694824>).
- 32) Levine, R, (2005), "Law, Endowments, and Property Rights". *J. Econ. Perspect* 19, PP. 61-88.
- 33) Leuz, Christian, and Felix Oberholzer-Gee, (2006), "Political Relationships, Global Financing, and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia", *Journal of Financial Economics* 81(2), PP. 411-39.
- 34) Navissi, F., & Naiker, V, (2006), "Institutional Ownership and Corporate Value", *Managerial Finance*, 32(3), PP. 247-256.
- 35) 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.
- 36) 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.249.557>.
- 37) Phan, Phillip, and Toru Yoshikawa, (2005), "Corporate Governance in Singapore: Developments and Prognoses", Working paper. Singapore Management University, Singapore.
- 38) Qian, M., Pan, H., Yeung, B., (2011), "Expropriations of Minority Shareholders in Politically Connected Firms", Unpublished working paper. The National University of Singapore.
- 39) 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>.
- 40) 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.
- 41) Rajgopal, S, Mohan, v, (2011), "Financial Reporting Quality and Idiosyncratic Return Volatility", *Journal of Accounting and Economics* (5), PP. 1-20
- 42) Reed, W. R, (2006), "Democrats, Republicans, and taxes: Evidence that political parties matter", *Journal of Public Economics* 90(4), PP. 725-750.
- 43) Sapienza, Paola, (2004), "The Effects of Government Ownership on Bank Lending", *Journal of Financial Economics* 72(2), PP. 357-84.
- 44) Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, (1994), "Politicians and Firms", *Quarterly Journal of Economics* 109(4), PP. 995-1025.
- 45) Shleifer, A. & Vishny, R. W, (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52(2), PP. 737-783.

- 47) Skinner, D, (1994), "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News", Journal of Accounting Research 32, PP. 38-60.
- 48) 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.
- 49) 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/>).
- 50) 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, PP. 193-199
- 51) 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.

