

## مدیریت سیاسی و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار: آزمون نظریه اقتصاد سیاسی

محمدرضا مهدی فرد<sup>۱</sup>

رضانعلی رویائی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۳/۳/۵

تاریخ دریافت: ۹۳/۱/۱

### چکیده

این پژوهش در چارچوب نظریه اقتصاد سیاسی و با هدف شناسایی تاثیر مدیریت سیاسی بر قیمت سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. در این تحقیق شرکت ها به دو گروه تقسیم گردیدند. شرکت هایی که مدیریت سیاسی بر آن ها حاکم است و سایر شرکت ها. از نظر این تحقیق مدیریت سیاسی زمانی حاکم می گردد که سهامداران عمده یک شرکت، با حداقل ده درصد سهام دارای حق رای، نهادهای حاکمیتی باشند. روش پژوهش از نوع همبستگی و مبتنی بر رگرسیون چند متغیره است و برای تجزیه و تحلیل مدل ها از تحلیل پانلی استفاده شده است. براساس یافته های پژوهش در قلمرو زمانی هفت ساله ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ مدیریت سیاسی با قیمت سهام شرکت ها رابطه معنی دار و معکوس دارد، بطوریکه وجود مدیریت سیاسی در شرکت های نمونه، منجر به کاهش قیمت سهام در آن ها می گردد. از این رو، نتایج پژوهش کاربرد نظریه اقتصاد سیاسی در شرح رفتار متغیر های مالی را تایید می نماید.

**واژه های کلیدی:** مدیریت سیاسی، قیمت سهام، سهامداران عمده، سهام دارای حق رای، اقتصاد سیاسی.

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، تهران، ایران  
۲- استادیار، گروه مدیریت امور فرهنگی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، تهران، ایران (مسئول مکاتبات) ab\_royaee@yahoo.com

## ۱- مقدمه

نظریه اقتصاد سیاسی برای شرح رفتار متغیر های اقتصادی و مالی از توجیه کافی برخوردار است. اقتصاد سیاسی به پدیده هایی اشاره می کند که در کانون توجه رشته های اقتصاد و سیاست قرار دارد. اقتصاد سیاسی به دنبال توضیح روابط متقابل اقتصاد و سیاست بر یکدیگر می باشد. فرضیه بنیانی در این نظریه این است که، در قلمرو سیاست نیز همانند قلمرو اقتصاد، افراد و واحدهای تصمیم گیرنده، به دنبال حداکثر کردن توابع هدف خود با توجه به محدودیت ها می باشند. کارگزاران دولتی بر مبنای اصول و آموزه های لیبرالیسم خود جزیی از جامعه به شمار می آیند و خواهان حداکثر سازی منافع شخصی خود هستند؛ اما تناقضی که در اینجا وجود دارد این است که دولت و کارگزاران آن باید به فکر منافع اجتماع و حداکثر سازی آن باشند از طرف دیگر شرکت ها تمایل زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت و سیاستمداران دارند. زیرا این روابط منافع زیادی نظیر امتیاز دسترسی به بازار، تخفیف های مالیاتی، دسترسی آسان تر به اعتبارات، یارانه های دولتی و ... در پی دارد (آنینگ سجاتی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).

بستر ظهور و حضور دولت، شامل نهادهای حکومتی در عرصه اقتصاد ایران به دلیل شرایط ویژه آن که متأثر از اتکای شدید به درآمدهای نفتی می باشد، همواره مهیا بوده است. در این محیط اقتصادی برای شرح و پیش بینی رفتار متغیر های اقتصادی، می بایست آن دسته از تئوری هایی مورد توجه قرار گیرند که منعکس کننده واقعیات حاکم بر محیط اقتصادی باشند.

هدف کلی از این تحقیق در مرحله نخست بررسی تاثیر نوع مدیریت، با تاکید بر مدیریت سیاسی بر ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در

وجود مجموعه ای از ارتباطات اقتصادی که متکی بر قرار داد ها می باشد، از واقعیت های فراگیر اقتصادی پذیرفته شده است. ترجیحات و منافع متضاد اشخاص یا گروه ها از موضوعاتی است که در آموزه های علم اقتصاد بر آن تاکید می گردد. تضاد منافع زمینه ساز اقداماتی است که یک یا هر دو طرف قرار داد را ترغیب به اقداماتی در جهت منافع شخصی و برخلاف منافع طرف مقابل می نماید. شرح این ارتباطات و تبعات آن در چارچوب تئوری کارگزاری مطرح می گردد. تئوری کارگزاری به مشکلات نمایندگی ناشی از تضاد منافع در قراردادهای میان مدیران از یکطرف و مالکان و سایر ذینفعان از طرف دیگر می پردازد. هدف این تئوری شرح این موضوع است که چگونه کارگمار به عنوان یک طرف قرارداد، سعی می نماید تا هزینه های ناشی از نمایندگی را به حداقل برساند (پادیا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲). اما در محیط اقتصادی ایران پذیرش وجود ذینفعان متعدد با منافع کاملاً متضاد با تردید مواجه است. به عبارت دیگر در اقتصاد ایران، دولت بازیگر قدرتمند اصلی محسوب می گردد، وجود این بازیگر قدرتمند تفکیک مدیریت از مالکیت را با تردید مواجه می سازد. حتی با وجود تمایز شکلی، تفکیک محتوایی مدیریت از مالکیت، شرایط غالب در اقتصادی ایران نبوده و روابط مدیران و مالکان بر اساس آن تعریف نمی گردد. دولت و نهاد های شبه دولتی در ایران در ساختار مالکیت و مدیریت شرکت ها از نقش مهمی برخوردار هستند و به دلیل برخورداری آن ها از منابع مالی و نفوذ سیاسی، ساختار مالکیت در ایران تا اندازه زیادی محدود به دولت و نهاد های شبه دولتی می باشد، لذا استفاده از

بورس می باشد. همچنین به عنوان هدف آرمانی، این تحقیق می تواند با آزمون فرضیه هزینه سیاسی در بازار سرمایه ایران، تاثیر ورود و نفوذ مراجع قدرت سیاسی به ساختار مدیریت و مالکیت شرکت ها را اندازه گیری نموده و بر اساس نتایج تحقیق راهکار هایی برای اصلاح ساختار مدیریت و سرمایه شرکت ها، نحوه اداره و تغییر شرایط بازار به سمت یک بازار رقابتی و متقارن از لحاظ دسترسی به اطلاعات فراهم گردد.

نوآوری تحقیق از این جهت می باشد که با توجه به حضور منابع قدرت سیاسی در مراجع تصمیم گیری شرکت ها و یا ساختار سرمایه آنها، تحلیل های جدید در حیطه نقش مدیریت و ساختار سرمایه در تعیین قیمت سهام ارائه می دهد. در این تحقیق تاثیر میزان نزدیکی به منابع سیاسی قدرت بر متغیرهای اقتصادی بررسی می گردد و به این ترتیب به توسعه ادبیات اقتصاد سیاسی منجر می گردد. در ادامه به مبانی نظری و روش شناسی تحقیق می پردازیم.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- مبانی نظری

#### ۲-۱-۱- تئوری اقتصاد سیاسی

نظریه اقتصاد سیاسی، از نیمه دوم قرن بیستم با گسترش و نفوذ مکتب لیبرالیسم، وارد متون اقتصادی جهان شد. این نظریه نه تنها مورد توجه اقتصاددانان و سیاستمداران واقع شده است، بلکه جامعه شناسان نیز آثاری در بسط و توضیح این نظریه ارائه داده اند (موسوی و دیگران، ۱۳۸۳). براساس این نظریه اقتصاد و سیاست تاثیر متقابل بر یکدیگر دارند. این به این معنا است که فعالیت و

تصمیم گیری های سیاسی، تاثیر مستقیم و غیرمستقیم بر فعالیت های اقتصادی و برعکس دارند. براساس این نظریه سیاستمداران و دیوانسالاران، همانند هر فرد دیگری، انگیزه هایی برای انتقال ثروت از طریق فرآیند سیاسی دارند. آنها صرفا کارگزاران بین گروه های ذی نفع رقیب نیستند، بلکه خود نیز گروه ذی نفع هستند. بعلاوه دسترسی آن ها به منابع بیشتر و سهل الوصول تر، آن ها را در موقعیت متمایزی نسبت به سایر بازیگران در عرصه اقتصادی قرار داده است. نمود بیرونی چنین وضعیتی حضور مستقیم دولت و یا سرمایه گذاران نهادی و اشخاص حقیقی که به مراجع قدرت نزدیک می باشند، در ساختار مالکیت شرکت ها است.

اقتصاد سیاسی بر این امر پا فشاری می کند که می بایستی مناسبات قدرت به عنوان نیروها و فرآیند های بنیادین و تعیین کننده در بازار، در تحلیل ها آورده شده و برجسته شوند. چشم پوشی از روابط قدرت در تحلیل های اجتماعی، سیاسی و یا هر نوع تحلیل دیگری به هیچ وجه توجیه پذیر نخواهد بود (مسکو، ۲۰۰۹). در کشورهایی که سیستم حقوقی، قدرت کافی برای حمایت از امنیت سرمایه گذاران بخش خصوصی ندارد و فساد در سطح گسترده وجود دارد ارتباطات سیاسی و نزدیکی به دولت امتیاز ارزشمندی برای شرکت ها برای فائق آمدن بر نارسایی های چنین بازاری و اجتناب از تبعیض ایدئولوژیک محسوب می گردد (بوباگری، ۲۰۱۲). مالکین شرکت ها با توجه به موقعیت سیاسی و توانایی اقتصادیشان، قابل تمیز و طبقه بندی هستند. بررسی اثرات سرمایه گذاری مالکین متفاوت بر شرکت های سرمایه پذیر، موضوعی است که در چارچوب نظریه اقتصاد سیاسی قابل بررسی می باشد.

## ۲-۲- پیشینه پژوهش

نیکومرام و دیگران (۱۳۹۲) در تحقیقی به بررسی تاثیر روابط سیاسی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر کیفیت اقلام تعهدی پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد، وجود رابطه سیاسی در شرکت های نمونه، منجر به کاهش کیفیت اقلام تعهدی می گردد. همچنین نتیجه آزمون فرضیه ها مبین آن است که شاخص کیفیت اقلام تعهدی با متغیر های اندازه موسسه حسابرسی، شاخص سودآوری، و اهرم مالی رابطه مستقیم و با اندازه شرکت های دارای روابط سیاسی، رابطه معکوس دارد. در این تحقیق شواهدی دال بر وجود رابطه معنادار بین متغیر های تغییر حسابرس، تغییر مدیریت و رشد فروش با کیفیت اقلام تعهدی، مشاهده نگردیده است.

بوبرکی و دیگران (۲۰۱۲) هزینه حقوق صاحبان سهام را در شرکت هایی که به مراجع قدرت سیاسی متصل بودند، آزمون نمودند. نتایج تحقیقات نشان داد که در شرکت هایی که به مراجع قدرت سیاسی متصل شدند، در مقایسه با سایر شرکت ها، هزینه حقوق صاحبان سهام پایین تر بوده است. براساس تحقیق آن ها شواهدی قوی دال بر این موضوع وجود دارد که سرمایه گذاران در شرکت های متصل به مراجع قدرت سیاسی بازده حقوق صاحبان سهام کمتری را انتظار دارند توجیه آنها این است که این شرکت ها در مجموع با ریسک کمتری مواجه هستند. بنابر این چنین نتیجه گیری شده است که مزایای ارتباطات سیاسی بر هزینه های آن برتری دارد. الزهرانی و لسفره (۲۰۱۲) اعتقاد دارند، سیستم سیاسی هر کشوری بر تامین مالی و نظام

راهبری شرکتها و در نتیجه بر ارزش بازار شرکتها تاثیر گذار است.

تحقیقاتی نیز در خصوص مالکیت و یا روابط سیاسی و تاثیر آن بر متغیر های اقتصادی صورت پذیرفته است. از جمله داتا<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) به بررسی رابطه سیاسی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که روابط سیاسی ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار داده و منجر به نوسان در ارزش شرکت های دارای روابط سیاسی بیشتر از چیزی که حرکت بازار بتواند توضیح دهد، می گردد. آن ها بیان می کنند که بازدهی شرکت های دارای روابط سیاسی به طور قابل ملاحظه ای متفاوت با همتایان بدون روابط سیاسی آنهاست. آن ها به این نتیجه رسیدند که وجود چنین روابطی در هر کشور، باعث رشد شاخص فساد جهانی می گردد و احتمال رانت بازی و ظهور سرمایه داری رابطه ای را افزایش می دهد. گلدمن و دیگران<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) تاثیر ارتباطات سیاسی بر ارزش شرکت ها را در بین ۵۰۰ شرکت برتر در بورس سهام نیویورک و نزدیک بررسی نمودند. نتایج تحقیق نشانگر این موضوع بود که پس از پیروزی جمهوری خواهان در انتخابات ایالات متحده ارزش شرکت هایی که دارای ارتباطات سیاسی با این حزب بودند، افزایش یافته است و همزمان، این رویداد تاثیر معکوس بر ارزش شرکت های مرتبط با حزب دمکرات، داشته است. انگ و دیگران<sup>۸</sup> (۲۰۱۱) در تحقیق خود در کشور سنگاپور نتیجه گرفتند که روابط سیاسی شرکت ها افزایش ارزش اندکی برای آن ها در پی دارد. فاکو<sup>۹</sup> (۲۰۰۶) با مطالعه شرکت ها در کشورهای مختلف نتیجه گیری نمود که ورود مدیران عامل شرکت ها به ارتباطات سیاسی منجر به افزایش ارزش شرکت ها می گردد. واو و دیگران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۲) با بررسی شرکت

<sup>۵</sup>(۲۰۰۶) و فان و دیگران<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۷)، انجام شده است.

### ۳-۱- فرضیه پژوهش

با توجه به تحقیقاتی که در این ارتباط صورت پذیرفته است (به عنوان نمونه تحقیقات فاکيو، ۲۰۰۶، انگ و دیگران، ۲۰۱۱ و واو، ۲۰۱۲) فرضیه پژوهش به صورت زیر ارائه می شود:

میان مدیریت سیاسی و قیمت سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه آماری به صورت زیر بیان می شود:

$H_0$  = میان مدیریت سیاسی و قیمت سهام رابطه معنی دار وجود ندارد.

$H_1$  = میان مدیریت سیاسی و قیمت سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

### ۳-۲- روش شناسی پژوهش

جامعه آماری مورد بررسی در این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۱ شامل ۹۵ شرکت و به تعداد آنها ۶۵۸ مشاهده می باشد که به صورت تصادفی و با توجه به شرایط زیر انتخاب شده اند:

الف) شرکت هایی که پایان دوره آنها پایان اسفند ماه باشند و در طول دوره تغییر دوره مالی نداشته باشند. ب) شرکت در دوره تحقیق توقف معامله طولانی مدت نداشته باشد. ج) شرکت های سرمایه پذیر مورد بررسی در گروه سرمایه گذاری و یا صنعت بانکداری نباشد.

پس از بررسی صورت های مالی و یادداشت های همراه و با بهره گیری از بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، داده ها جمع آوری شده و با استفاده از نرم افزار اکسل محاسبه و با نرم افزار

های بخش خصوصی در چین نتیجه گیری نمودند که مدیریت سیاسی منجر به افزایش ارزش آنها می گردد. این شرکت ها در مقایسه با شرکتهای دیگر از سوبسید بیشتری بهره مند می گردند. چن و دیگران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۱) به بررسی روابط سیاسی، نوع مالکیت و محدودیت های تامین مالی در شرکت های چینی پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که شرکت های دارای روابط سیاسی هیچگونه محدودیت تامین مالی در چین ندارند، در حالی که شرکت های بدون روابط سیاسی، محدودیت های زیادی را برای تامین مالی تجربه می کنند. بوبکری و کلاد<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۲) در تحقیقی به بررسی روابط سیاسی و هزینه سرمایه پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که شرکت های دارای روابط سیاسی هزینه سرمایه کمتری نسبت به همتهای غیر سیاسی خود دارند. بنابراین سرمایه گذاران نیز توقع هزینه سرمایه پایین تری دارند. این مسئله نشان می دهد که شرکت های دارای روابط سیاسی ریسک کمتری دارند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که منافع روابط سیاسی بیشتر از هزینه های آن است. براگیو و مورن<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۱) منافع اقتصادی روابط سیاسی را در انگلستان مورد تحقیق قرار دادند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که شرکت های دارای تکنولوژی پیشرفته که از سیاستمداران در هیات مدیره خود استفاده می کنند به احتمال بیشتری تامین مالی سرمایه ای انجام می دهند و نسبت  $Q$  توپین بالاتری دارند. از سوی دیگر تحقیقاتی نیز صورت پذیرفته است که نتایج آن ها نشانگر تاثیر منفی ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت ها و هزینه بر بودن این ارتباطات دارد، از جمله تحقیقاتی که توسط هلمن و دیگران<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۳)، برتران و دیگران

نسبت اهرمی: عبارت است از نسبت جمع بدهی های بلند مدت به جمع دارایی های هر شرکت در هر سال

گزارش زیان: یک متغیر مصنوعی است که با یک و صفر نشان داده می شود. اگر شرکتی در یک سال زیان گزارش کند در آن صورت مقدار آن یک و در غیر آن صورت مقدار آن صفر است.

متغیر وابسته در این پژوهش عبارت است از قیمت سهام شرکتها در پایان تیر ماه سال بعد. برای همگن کردن این متغیر در سطح همه شرکت ها، از آن لگاریتم طبیعی گرفته شده است. متغیر مستقل نیز عبارت است از نوع سهامدار عمده که یک متغیر مصنوعی است با مقدار یک و صفر. اگر مدیریت دولتی بر شرکتی در یکسال حاکم باشد و یا سهامدار عمده شرکت نهادهای حاکمیتی باشند در آن صورت مقدار آن یک و در غیر آن صورت مقدار آن صفر است. از نظر این تحقیق مدیریت سیاسی زمانی بر یک شرکت حاکم می باشد که سهامداران عمده یک شرکت نهادهای حاکمیتی باشند یا اکثریت نسبی اعضای هیئت مدیره وابسته به نهادهای حکومتی باشند. نشانه های مالکیت سیاسی شرکت عبارتند از: وجود اعضای هیات مدیره وابسته به دولت، مجلس و نهادهای نظامی و یا وجود سهامداران عمده (دارای حداقل ۱۰ درصد سهام دارای حق رای) دولتی و شبه دولتی. این متغیر با بررسی دقیق یادداشت های همراه صورت های مالی و گزارش هیئت مدیره، به مجمع عمومی از طریق شناسایی مدیر عامل، اعضای هیئت مدیره، سهامداران عمده، اشخاص وابسته و اشخاص در تعامل با شرکتهای نمونه به انحای گوناگون صورت می پذیرد. این متغیر در تحقیق جانسون و میتون<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۳)، فاکو (۲۰۰۶)، آنینگ سجاتی (۲۰۰۹) و چنی و دیگران<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۲) با اندکی

Spss ۱۸ و Eviews ۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. تحلیل داده ها در بخش آمار توصیفی با محاسبه شاخص های مرکزی از جمله میانگین، میانه و شاخص های پراکندگی انحراف معیار چولگی و کشیدگی چولگی شروع شده است. این شاخص ها بصورت کلی انجام شده است. در ادامه، آزمون نرمال بودن متغیر وابسته را مورد بررسی قرار دادیم این آزمون با استفاده از آزمون کلموگروف - اسمیرنوف انجام شده است. برای تجزیه و تحلیل مدل ها از تحلیل پانلی استفاده شده است. در این مدلها وجود یا عدم وجود اثرات (ثابت یا تصادفی) بررسی شده و در نهایت مناسبترین مدل برآورد شده است. مبنای استنباط از روی سطح معناداری بوده است بدین گونه که هر گاه مقدار احتمال یا سطح معناداری آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد فرضیه صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد میشود.

### ۳-۳) مدل پژوهش و متغیرهای آن

مدل مفهومی تحقیق به شرح ذیل می باشد:

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 PO + \alpha_2 PR + \alpha_3 LR + \alpha_4 SIZE + \alpha_5 LRE + \varepsilon$$

بطوری که:

P : قیمت سهم

PO : مدیریت سیاسی

PR : سود آوری

LR : نسبت اهرمی

SIZE : اندازه شرکت

LRE : گزارش زیان

اندازه شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی جمع دارایی های هر شرکت در هر سال  
سودآوری: عبارت است از نسبت سود خالص به جمع دارایی های هر شرکت در هر سال

تفاوت از منظر شناخت استفاده شده است. از آنجایی که قیمت سهام می تواند تحت تاثیر متغیرهایی چون اندازه شرکت ، سودآوری، نسبت اهرمی و گزارش زیان باشد لذا متغیرهای مذکور به عنوان متغیرهای کنترل در این پژوهش در نظر گرفته شده اند.

#### ۴- نتایج پژوهش

##### ۴-۱- آماره های توصیفی پژوهش

با استفاده از آزمون کلموگروف- اسمیرنف نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته بررسی شده است. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می شود.  
 H<sub>0</sub>: داده ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می کند.  
 H<sub>1</sub>: داده ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی کند.

مقادیر احتمال برای قیمت هر سهم ( متغیر وابسته) برابر با ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین توزیع آن نرمال نیست اما مقدار احتمال برای لگاریتم این متغیر برابر با ۰/۱۱ است که کمتر از ۰/۰۵ نیست بنابراین فرض صفر برای لگاریتم متغیر وابسته رد نمیشود بنابراین لازم است در تحلیلها از

لگاریتم قیمت سهم به جای متغیر استفاده گردد تا مفروضات تحلیل رگرسیونی برقرار باشد. برای داده های ادغام شده از تحلیل پانلی بدون اثرات ثابت ، با اثرات ثابت و با اثرات تصادفی استفاده کردیم. برای تشخیص مناسب بودن مدل با اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون لیمر (چاو) و آزمون هاسمن استفاده شده است. بنابراین فرض زیر را آزمون میکنیم.

H<sub>0</sub>: مدل ادغام شده مناسب است.

H<sub>1</sub>: مدل با اثرات مناسب است.

سپس در صورت استفاده از مدل با اثرات با استفاده از آزمون هاسمن مشخص می گردد که مدل با اثرات ثابت مناسب است یا مدل با اثرات تصادفی. فرض صفر و فرض مقابل در آزمون هاسمن به شرح زیر است.

H<sub>0</sub>: مدل با اثرات تصادفی مناسب است.

H<sub>1</sub>: مدل با اثرات ثابت مناسب است.

مقدار احتمال برابر با ۰/۰۰۰ است بنابراین فرض صفر مبنی بر استفاده از مدل ادغام شده رد میگردد و مدل با اثرات مناسب است.

جدول ۴-۱: آزمون کلموگروف اسمیرنف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

مقدار احتمال	مقدار Z کلموگروف - اسمیرنف	بیشترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد	متغیر وابسته
		منفی	مثبت	قدرمطلق	انحراف معیار	میانگین		
0/000	4/67	-0/19	0/17	0/19	5555	5219	603	Pt
0/112	1/20	-0/03	0/05	0/05	0/93	8/13	603	LnPt

جدول ۴-۲: آزمون چاو یا لیمر برای انتخاب مدل مناسب ( مدل با اثرات یا مدل بدون اثرات)

Redundant Fixed Effects Tests			
مقدار احتمال	درجه آزادی	آماره	آزمون اثرات
0/000	(91,506)	10/87	مقدار F
0/000	91	653/26	مقدار کای - دو

جدول ۴-۳: آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا اثرات تصادفی)

Correlated Random Effects - Hausman Test			
مقدار احتمال	درجه آزادی	آماره کای - دو	نتایج آزمون
0/000	5	25/85	اثرات تصادفی مقاطع

جدول ۴-۴: نتایج خلاصه شده برازش مدل با اثرات ثابت

پارامتر	ضریب	مقدار t	نتیجه
مقدار ثابت	10/22	12/23	معنادار و مثبت
مدیریت سیاسی	-0/31	-2/39	معنادار و منفی
سودآوری	2/35	7/68	بی معنی
نسبت اهرمی	0/40	1/09	بی معنی
اندازه شرکت	-0/17	-2/65	معنادار و منفی
گزارش زیان	0/06	0/59	بی معنی
مقدار احتمال F	0/000	دوربین واتسون	1/98
ضریب تعیین	0/78	ضریب تعیین تعدیل شده	0/73

$H_0$  = میان مدیریت سیاسی و قیمت سهام رابطه معنی دار وجود ندارد.

$H_1$  = میان مدیریت سیاسی و قیمت سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

مقدار آماره t برای متغیر، مدیریت سیاسی (PO) برابر با ۲/۳۹- (معنادار و منفی)، برای متغیر سودآوری (PR) برابر با ۷/۶۸ (معنادار و مثبت)، برای متغیر نسبت اهرمی (LR) برابر با ۱/۰۹ (بی معنی)، برای متغیر اندازه شرکت (Size) برابر با ۲/۶۵- (معنادار و منفی) و برای متغیر گزارش زیان (LRE) برابر با ۰/۵۹ (بی معنی) است رابطه مثبت و معنادار به این مفهوم است که با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته نیز افزایش می یابد در حالیکه در ارتباط منفی معنادار با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته کاهش می یابد در ارتباط بی معنی هم رابطه ای بین متغیر مستقل و وابسته وجود ندارد. مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با ۱۲/۲۳ است که در سطح

برای آزمون هاسمن مقدار احتمال برابر با ۰/۰۰۰ است بنابراین فرض صفر رد میشود پس مدل با اثرات ثابت مناسبترین مدل است.

در جدول بالا مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد.

میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۷۸ است یعنی در حدود ۷۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان میگردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۹۸ است. مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان میدهد.

## ۲-۴- آزمون فرضیه

فرضیه آماری به صورت زیر بیان می شود:



فان (۲۰۰۷)، می باشد. نتایج این تحقیقات نشانگر، تاثیر منفی ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت ها و هزینه بر بودن این ارتباطات دارد.

با در نظر گرفتن نتایج این پژوهش، پیشنهاد می گردد که بستر مناسبی برای تفکیک محتوایی مدیریت از مالکیت فراهم گردد. فرایند خصوصی سازی موسسات مجرای مناسبی برای تحقق این مهم می باشد. بنابر این مناسب است تا دولت با تغییر رویکرد درآمد محور به فرایند خصوصی سازی (واگذاری شرکت ها به منظور رد دیون و کسب درآمد برای دولت)، و با لحاظ نمودن توانایی های فنی و تکنیکی خریداران، شرکت ها را به بخش خصوصی واقعی واگذار نماید و برای سرمایه گذاری موسسات شبه دولتی در عرصه هایی که بخش خصوصی قادر به سرمایه گذاری در آن ها است، محدودیت هایی قائل گردد.

#### فهرست منابع

- \* مخزن موسوی، سید هادی، یاسینی، سید حسام الدین، منتظری مقدم، مصطفی (۱۳۸۳). بررسی نظریه اقتصادی سیاست در دولت از دیدگاه اسلام. دانش پژوهان، ۵
- \* نیکومرام، هاشم. بنی مهد، بهمن. رهنمای رود پستی، فریدون. کیایی، علی (۱۳۹۲) اقتصاد مبتنی بر روابط، روابط سیاسی و کیفیت اقلام تعهدی دانش حسابرسی، شماره ۵۰

- \* Alzahrani, M., Lasfer, M ( 2012). Investor protection, taxation, and dividends. Journal of Corporate Finance. 18(4), p.745-762
- \* Ang, James. Ding, David. Thong, Tiong Yang (2013). Political connection and firm value. Asian development review. Vol. 30, No. 2, Pages 131-166
- \* Aning Sejati, Y (2009). Political Connection and earning quality : evidence from

اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار است.

#### ۵- نتیجه گیری و بحث

بر اساس یافته های پژوهش رابطه معناداری میان مدیریت سیاسی و قیمت سهام شرکت های سرمایه پذیر وجود دارد و به این ترتیب فرضیه تحقیق تایید گردید. بر اساس یافته ها جهت این رابطه منفی می باشد. عبارت دیگر با افزایش سطح مدیریت دولتی در شرکت ها قیمت سهام آن ها در بازار کاهش پیدا می نماید. بنابراین نتایج تحقیق در حوزه بازار سرمایه در راستای نظریه کارگزاری قابل توضیح نیست، بر اساس این نظریه، انتظار می رود مدیر در راستای منافع سهامدار تصمیم بگیرد، در صورتیکه نتایج تحقیق دلالت بر کاهش ارزش سهام شرکتهایی است که از مدیریت سیاسی برخوردارند. در واقع علی رقم تفکیک شکلی مدیریت از مالکیت، نمی توان تمایز و تفکیک محتوایی میان مدیریت و مالکیت قائل گردید. در حقیقت وجود روابط سیاسی باعث می گردد که، حفظ و توسعه این روابط به مهمترین اولویتهای مدیریت تبدیل و سایر وظایف آن (از جمله افزایش ارزش شرکت) تحت الشعاع قرار گیرد. این موضوع دال بر کاربرد نظریه اقتصاد سیاسی در شرح رفتار متغیر های اقتصادی می باشد. نتایج این تحقیق با تحقیق واو (۲۰۱۲)، براگیو (۲۰۱۱) و فاکیو (۲۰۰۶) مطابقت ندارد. نتایج تحقیقات مذکور برخلاف نتیجه تحقیق حاضر، نشان می دهد که ارتباطات سیاسی تاثیر مثبت با ارزش و عملکرد شرکت های مورد مطالعه داشته است. از طرف دیگر این پژوهش موید نتایج تحقیقات انجام شده توسط هلمن (۲۰۰۳)، برتران (۲۰۰۶) و

- \* Goldman, E., Rocholl, J., & So, J (2009). Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? The Review of Financial Studies. 22(6), 2331–2360. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhn088>
- \* Hellman, Joel S., Geraint Jones, and Daniel Kaufmann( 2003) . Seize the State, seize the day. State capture, corruption, and influence in transition. Journal of Comparative Economics, 31: 751-773
- \* Jonson,s., and T.Mitton(2003). Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. Journal of Financial Economics 67(2):351-382
- \* Margaritis, aD., Psillaki, M( 2009).Capital structure, equity ownership and fir performance. Journal of Banking & Finance. pp 621–632
- \* Mosco, Vincent (2009). Political Economy of Communication: Rethinking and Renewal. Second Edition. London: Sage [“Overview of the Political Economy of Communication,” and “What is Political Economy?: Definitions and Characteristics”: 1-36].
- \* Padilla, Alexandre( 2002).The Property Economics of Agency Problems Proceedings of the Austrian Scholars Conference 8, Auburn, Alabama. March 15-16 <http://www.mises.org/journals/scholar/Padilla3.pdf>
- \* Wu, W., Wu, C., & Rui, O. M (2012). Ownership and the value of political connections: Evidence from China. European Financial Management, 18(4): 695–729.
- Malaysia. Phd dissertation, Oklahoma state university.
- \* Barry, A.T., Lepetit, L., Tarazi, A( 2010). Ownership structure and risk in publicly held and privately owned banks, Journal of Banking & Finance. pp. 1327–1340
- \* Bertrand, M., Kramaraz, F., Schoar, A., Thesmar, D (2006). Politicians, firms and the political business cycle: evidence from France. Working paper
- \* Boubakri, Narjess, Omrane Guedhami Dev Mishra, Walid Safar( 2012). Political connection and the cost of equity capital. Journal of Coporare Financial journal homepage: [www.elsevier.com/locate/jcorpfin](http://www.elsevier.com/locate/jcorpfin)
- \* Boubakri. N, Claude. J, Saffar. W (2012). The impact of political connection on firm operating performance and financing decisions. The Journal of Financial Reaserch. Vol. XXXv,No3, 397-423.
- \* Braggion, Fabio and Lyndon Moore March (2011) .The economic Benefits of Political Connection in Late Victorian Britain. Journal of Economic History, 73(1), 142-176
- \* Chen, C. J. P, Y. Ding, and C. Kim( 2011) . Political connection, legal enforcement and analysts forecast characteristics. Working paper, city University of Hong Kong.
- \* Cheny, P.K, M. Faccio, and D .C Parcley (2012). The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms. Working paper Vanderbilt University.
- \* Crane, George T, Abla Amavi(1997). Theories of international political economy in the theoretical evolution of international economy. Oxford university press inc
- \* Datta.D( 2012). Political connection and firm value- Theory and Indian evidence. [papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm](http://papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm)
- \* Faccio, M., R.W .Masulis, and J. J Macconnell (2006). Political Conection and Corporate Bailouts. The journal of Finance 61 (6)
- \* Fan, J., Wong, T., Zhang, T (2007). Politically connected CEOs, corporate governance and Post-IPO performance of China’s newly partially privatized firms. Journal of Financial Economics. 84, 330-357
- \* Fisman, R (2001). Estimating the value of political connections. The American Economic Review. 91, 1095-1102

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Padilla  
<sup>2</sup> Aning Sejati  
<sup>3</sup> Mosco  
<sup>4</sup> Boubakri  
<sup>5</sup> Alzahrani & Lasfer  
<sup>6</sup> Datta  
<sup>7</sup> Goldman et al  
<sup>8</sup> Ang et al  
<sup>9</sup> Faccio  
<sup>10</sup> Wu et al  
<sup>11</sup> Chen et al  
<sup>12</sup> Boubakri & Claude  
<sup>13</sup> Braggion & Moore  
<sup>14</sup> Hellman et al  
<sup>15</sup> Bertrand et al  
<sup>16</sup> Fan et al  
<sup>17</sup> Jonson & Mitton  
<sup>18</sup> Cheny et al