

تأثیر مالکیت دولتی بر بازده سهام با تأکید بر نقش بحران مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عسل شریفی^۱

مهسا قجر بیگی^۲

جلیل بیطاری^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۵/۱۲

چکیده

هدف اصلی تحقیق تأثیر مالکیت دولتی بر بازده سهام با تأکید بر نقش بحران مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ می باشد که در این راستا مالکیت دولتی به عنوان متغیر مستقل؛ بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و بحران مالی شرکت به عنوان متغیر تعدیلگر می باشد. متغیرهای اهرم مالی، اندازه شرکت، نسبت اقلام تعهدی و نسبت جریان نقدی عملیاتی به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده اند. نمونه آماری تحقیق ۱۵۹ شرکت می باشد. روش پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی با رویکرد کاربردی می باشد. روش گردآوری اطلاعات در بخش مبانی نظری از روش کتابخانه ای و در بخش آزمون فرضیات از روش اسنادکاوی صورتهای مالی می باشد. به طور کلی روش آزمون فرضیات از روش همبستگی و رگرسیون چندگانه است. نتایج تحقیق نشان داد مالکیت دولتی بر بازده سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارد و بحران مالی شرکت موجب تضعیف این رابطه می گردد. نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد که اهرم مالی و نسبت اقلام تعهدی تأثیر معکوس و معناداری بر بازده سهام دارند. تأثیر اندازه شرکت بر بازده سهام معکوس و معنادار می باشد و در نهایت تأثیر نسبت جریانات نقدی عملیاتی بر بازده سهام معنادار نمی باشد.

واژگان کلیدی

مالکیت دولتی، بازده سهام، بحران مالی، اهرم مالی، اندازه شرکت

۱. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه غیاث الدین جمشید کاشانی، آبیگ، ایران.
۲. استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه غیاث الدین جمشید کاشانی، آبیگ، ایران.
۳. استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه غیاث الدین جمشید کاشانی، آبیگ، ایران.

۱. مقدمه

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. کوان لی^۱ (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. از طرفی؛ مدیران دولتی 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 (حساس یگانه، ۱۳۹۰).

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 به سزایی دارد؛ بنابراین وابستگی دولتی و آثار احتمالی آن بر ارزش شرکت موضوعی است که مورد توجه 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 بازده سهام 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 بازده شرکت‌ها را تغییر دهد (شریعت‌پناهی، ۱۳۸۸).

۲. بیان مسأله

مالکیت دولتی یا به عبارتی دیگر مالکیت نهاد دولتی، چندین محرک نظارت برای گزارشگری مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها دارد، در صورت وضعیت مالکیت دولتی معمولاً مشکلات نمایندگی کم خواهد شد و این امر می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد. سیستم حاکمیت شرکتی با محوریت دولت، می‌تواند به صورت بالقوه بر سیاست‌های صنعتی دولت مؤثر باشد. (فان و همکاران، ۲۰۱۹).

فاسیو^۳ (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. اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت‌ها بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است (فان و همکاران، ۲۰۱۹).

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. 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

^۱ Quan Lee

^۲ Fan et al.,

^۳ Faciou

سالهای اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگریهای مالی و وضعیت داخلی شرکت‌های بازار باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است (شیخی و حسن زاده، ۱۳۹۹).

تأثیر مالکیت دولتی بر بازده سهام می‌تواند مستقیم و یا معکوس باشد. اگر ارتباطات دولتی به‌عنوان 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 بازده سهام شرکت خواهد شد. از طرفی تحقیقات قبلی بر این نتیجه اذعان داشته‌اند که مالکیت دولتی می‌تواند موجب فساد مالی در شرکت گردد. همچنین 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 شوند. شرکت‌ها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می‌توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین‌تر و قدرت بازار قوی‌تر بهره‌مند گردند (رضایی و ویسی حصار، ۱۳۹۷)؛ بنابراین مسئله اول تحقیق حاضر پاسخ به این سؤال است که مالکیت دولتی چه تأثیری بر بازده سهام شرکت‌ها در بورس تهران دارد؟

مسئله دوم تحقیق حاضر اینست که نقش بحران مالی بر رابطه بین مالکیت دولتی و بازده سهام چیست؟ منظور از بحران مالی؛ وضعیت مالی شرکت است. براساس مدل آلتمن و محاسبه شاخص Z؛ شرکت‌هایی که محدودیت مالی و اهرم مالی بالایی دارند و شاخص Z بالاتری دارند، وضعیت مالی مطلوبی ندارند و ریسک ورشکستگی این شرکت‌ها بالاتر است. در این بخش به دنبال روشن شدن این مسئله هستیم که مزیت یا معایب مالکیت دولتی (از طریق تأثیرگذاری بر شرکت‌های بورسی) در شرکت‌هایی که بحران مالی دارند تغییر می‌کند یا خیر؟ به بیان دیگر مالکیت دولتی می‌تواند اثر بحران مالی را بر عملکرد شرکت کاهش دهد یا خیر؟

۳. پیشینه‌ی پژوهش

الدرسون و لم^۴ (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی مالکیت دولت بر کارآیی سرمایه‌گذاری در بورس نیویورک پرداخته‌اند. در این تحقیق با استفاده از روش پانل دیتا به ارزیابی تأثیر درصد مالکیت دولت بر کارایی با بازده نسبت به مقیاس ثابت و متغیر شرکت‌ها پرداخته شده است. بر اساس نتایج تحقیق، پارامتر درصد مالکیت دولت تأثیر منفی و معنادار بر کارایی با بازده نسبت به مقیاس ثابت شرکت‌ها دارد، اما در حالت بازده متغیر نسبت به مقیاس بین درصد مالکیت دولت و کارایی ارتباطی وجود ندارد.

بوبکری و همکاران^۵ (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی ارتباط مالکیت دولتی و نقدینگی پرداخته‌اند که شواهد منحصر به فردی در سطح شرکت از رابطه بین مالکیت دولت و نقدینگی سهام ارائه شده است. این تحقیق با استفاده از نمونه گسترده‌ای از شرکت‌های خصوصی شده (NPF) از ۵۳ کشور طی دوره ۱۹۹۴-۲۰۱۴، انجام شده است. نتایج تحقیق نشان داد مالکیت دولتی موجب کاهش نقدینگی شرکت می‌گردد.

فان و همکاران^۶ (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی پژوهش حاضر ارتباط وابستگی دولتی با عملکرد شرکت را پرداخته‌اند. در این پژوهش، داده‌های ۷۳۰ شرکت از بورس بخارست، 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

^۴ Eldersoun and lem

^۵ Boubakri and et al

^۶ Fan and et al

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.

کریستف و همکاران^۷ (۲۰۱۹) به بررسی نقد شونده‌گی بازار در بحران مالی پرداختند. هدف آنها کمک به درک بهتر پویایی نقدشونده‌گی بازار سهام آلمان در شرایط بحران مالی است. از یک نمونه نماینده شرکت‌های آلمانی که به طور تقریبی از ۳۱ درصد کل بازار سرمایه آلمان استفاده کردند، آنها نشان دادند که نقد شونده‌گی بازار سهام در طول کاهش بازار و در زمان بحران، بر رابطه مثبت بین بازار و ریسک نقدشونده‌گی دلالت دارد. دوم، تجزیه و تحلیل اشتراک نقدشونده‌گی نشان می‌دهد که آن متغیر با زمان است و به خصوص در زمان بحران و در طول رکود بازار افزایش می‌یابد و به افزایش بتای نقدشونده‌گی می‌انجامد.

قربانی و همکاران (۱۳۹۸) در تحقیقی به بررسی رابطه بین استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی و نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق به روش توصیفی-همبستگی انجام شده و از نوع تحقیقات کاربردی است. جامعه آماری تحقیق را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ تشکیل می‌دهند که تعداد ۱۱۹ شرکت در تمام طول دوره تحقیق در بازار بورس فعال بوده و مورد مطالعه قرار گرفته‌اند. داده‌های تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج گردیده و با استفاده از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. همچنین کلیه مراحل در نرم افزار Eviews انجام گرفته است. یافته‌های تحقیق نشان داد که استقلال هیئت مدیره و نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و همچنین بین مالکیت دولتی و نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس و معناداری وجود داشته است.

حبیب زاده و دارابی (۱۳۹۸) در تحقیقی به بررسی تأثیر مالکیت دولت بر عملکرد شرکت و مقایسه عملکرد بنگاه‌های دولتی با شرکت‌های خصوصی پرداخته‌اند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد مالی و اقتصادی شرکت‌ها است. به این منظور نمونه آماری شامل ۱۵۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ در نظر گرفته شده و از رگرسیون فازی جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. در این پژوهش بازده دارایی به عنوان معیار عملکرد مالی و ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار کمی نمودن عملکرد اقتصادی در نظر گرفته شده است. علاوه بر این، اندازه شرکت و اهرم مالی شرکت به عنوان متغیر کنترل در مدل آماری منظور شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت دولتی با عملکرد مالی و اقتصادی شرکت است. از سوی دیگر نتایج آزمون نشان می‌دهد بین اندازه شرکت با عملکرد مالی و اقتصادی شرکت رابطه معنادار و مستقیم و بین اهرم مالی با عملکرد مالی و اقتصادی شرکت رابطه معنادار و معکوس وجود دارد.

⁷. Chiristoph and et al

دریایی و شهرابی (۱۳۹۷) در تحقیقی به بررسی اثر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. با استفاده از اطلاعات ۱۰۳۵ سال-شرکت و روش داده‌های ترکیبی در رگرسیون چندمتغیره، این تبیین صورت گرفت. نتایج پژوهش، بیانگر تأثیر منفی معنادار مالکیت دولتی بر مدیریت سود واقعی شرکت‌ها و تأثیر مثبت معنادار مدیریت سود واقعی بر عملکرد آتی شرکت‌ها می باشد. همچنین در این تحقیق تأثیر متغیر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج، بیانگر تأثیر مثبت و معنادار مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌ها با پراکسی جریان نقد عملیاتی آتی بوده است. همچنین مالکیت دولتی اثر معناداری بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی با پراکسی حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها ندارد. شرکت‌های دولتی بیشتر تمایل به تعقیب اهداف سیاسی دارند و به ندرت به دنبال حداکثرسازی سود هستند. دخالت دولت در این شرکت‌ها معمولاً منجر به عدم کارایی آنها می شود. با این حال، مالکیت و وابستگی دولتی باعث دریافت رانت‌های اطلاعاتی و سایر مزایای اقتصادی برای شرکت‌ها می شود. توجه به هر دو بُعد سهامداران و سرمایه گذاران بالقوه، توصیه می شود.

۴. فرضیه ها و مدل تحقیق

۱. مالکیت دولتی بر بازده سهام تأثیر معناداری دارد.

۲. بحران مالی بر رابطه بین مالکیت دولتی و بازده سهام تأثیر گذار است.

مدلهای رگرسیونی آزمون فرضیه ها به صورت زیر می باشد:

مدل اول جهت آزمون فرضیه اول می باشد:

$$1) R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CRSH\ RISK_{i,t} + \beta_2 INST\ OWN_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 MBI_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

مدل دوم جهت آزمون فرضیه دوم به کار می رود:

$$2) R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 STATE\ OWN_{i,t} + \beta_2 CRISIS_{i,t} + \beta_3 CRISIS_{i,t} * STATE\ OWN_{i,t} + \beta_4 CRISIS_{i,t} * CRISIS_{i,t} + \beta_5 CRISIS_{i,t} * STATE\ OWN_{i,t} + \beta_6 CRISIS_{i,t} * CRISIS_{i,t} * STATE\ OWN_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(ب) متغیر مستقل مالکیت دولتی:

درصد مالکیت دولتی؛ نسبت سهام شرکت متعلق به دولت به کل سهام آن شرکت است.

(ج) متغیر تعدیل گر: بحران مالی

محاسبه میزان بحران مالی شرکتها از طریق شاخص KZ مدل آلتمن می باشد (پورزمانی و مدانلو، ۱۳۹۲).

$$KZ_{INDEX} = 0.026 \frac{CF_{i,t}}{A_{t-1}} + 4.114 \frac{DIV_{i,t}}{A_{t-1}} + 2.853 \frac{C_{i,t}}{A_{t-1}} + 2.22 LEV_{i,t}$$

CF = کل جریان نقدی، A = ارزش دفتری داراییها، C = مانده وجوه نقد (موجودی نزد بانک)، LEV = اهرم مالی، DIV = نسبت سود تقسیمی

(د) متغیرهای کنترل:**(۱) اهرم مالی**

در این تحقیق، برای اندازه گیری اهرم مالی شرکت از تقسیم ارزش دفتری بدهیهای بلندمدت بر کل دارایی ها استفاده می شود (طالب نیا و شجاع، ۱۳۹۰).

$$FL = BV / TOTL \text{ ASSETS}$$

BV = ارزش دفتری بدهیهای بلند مدت

(۲) اندازه شرکت:

اندازه شرکت از طرق مختلفی مانند دارایی ها محاسبه می شود که در این تحقیق از طریق دارایی ها محاسبه شده است؛ یعنی لگاریتم نپری کل دارایی ها به عنوان معیار سنجش اندازه شرکت می باشد (مکرمی، ۱۳۹۷).

(کل دارایی ها) = $\log$ = اندازه شرکت

(۳) نسبت ارقام تعهدی

کل ارقام تعهدی ($TA_{i,t}$) از تفاوت میان سود قبل از ارقام غیرمترقبه ($EARN_{i,t}$) و جریان های نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی ($CFO_{i,t}$) بدست می آید. کل ارقام تعهدی تقسیم بر کل دارایی ها نشان گر نسبت ارقام تعهدی می باشد (حساس یگانه، ۱۳۹۰).

(۴) جریانات نقدی عملیاتی:

برای محاسبه جریان نقدی عملیاتی از فرمول زیر استفاده می شود (قنبری، ۱۳۹۷):

$$CFO = NI + NCC + \Delta WC$$

که در آن: NI سود خالص و NCC هزینه های غیرنقدی که می بایست به سود خالص اضافه شود؛ زیرا این نوع هزینه ها موجب کاهش سود خالص شده اما از بابت آن وجهی خارج نشده است مانند استهلاک ΔWC = تغییرات سرمایه در گردش.

۵. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که تعداد ۶۱۲ شرکت می باشند.

در تحقیق حاضر از روش نمونه‌برداری حذف سیستماتیک (غربالگری) استفاده گردیده است که از جامعه‌ی آماری مورد نظر، شرکت‌های نمونه با توجه به شرایط و محدودیت‌های زیر انتخاب گردیده است:

جدول ۱: تعیین حجم نمونه آماری

ردیف	شرایط	تعداد حذف از نمونه	باقیمانده
۱	برای انتخاب نمونه همگن، شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۰ سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد.	۲۵۹	۳۵۳
۲	به منظور انتخاب شرکت‌های فعال، معاملات این شرکت‌ها در طول سالهای ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ در بورس دچار وقفه بیش از سه ماه نشده باشد.	۶۶	۲۸۷
۳	به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به اسفند باشد.	۴۰	۲۴۷
۴	بین سالهای ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.	۲۷	۲۲۰
۵	جزو صنایع سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و لیزینگ نباشد.	۶۱	۱۵۹

بعد از مد نظر دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۵۹ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است؛ بنابراین مشاهدات ما طی بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ به ۱۴۳۱ سال شرکت (سال ۹*۱۵۹ شرکت) می‌رسد.

۶. تجزیه و تحلیل داده‌ها

۶-۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نگاره ۲: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشدگی
بازده سهام	۱۴۳۱	۰/۱۱۰۲۳	۰/۱۹۷۳	-۰/۱۹۳۸	۰/۱۷۶۳	۰/۴۹۶۰	۴/۶۴۵۶
مالکیت دولتی	۱۴۳۱	۰/۳۵۰۱۶	۰/۲۲۶۲۶	۰	۰/۳۹۷۳۱	۱/۶۷۵۰۳	۶/۸۱۵۹۵
بحران مالی	۱۴۳۱	۰/۳۵۲۱۳	۰/۰۹۸۹۵	۰/۱۹۳۷۸	۰/۵۷۶۳۴	۲/۴۹۰۴۸	۳/۶۵۴۸
اندازه شرکت	۱۴۳۱	۹/۴۸۰۹	۲/۷۱۳۵۵	۴/۱۷۶۳	۱۵/۸۴۵۲	۳/۹۸۴۹۶	۵/۲۴۵۹۴
نسبت اقلام تعهدی	۱۴۳۱	۰/۰۹۷۱۴	۰/۴۹۸۴	۰/۰۶۴۵	۰/۱۷۱۲	۱/۰۳۶۱۱	۵/۱۶۲۱
اهرم مالی	۱۴۳۱	۰/۴۳۶۴۹	۰/۴۲۳۹۷	۰/۰۰۱۳۶	۱/۳۷۷۹	۷/۳۷۷۹	۹/۴۹۳۳
جریان‌ات نقدی عملیاتی	۱۴۳۱	۰/۳۸۰۶۹	۰/۲۸۷۷۲	۰/۰۳۹۶۶	۰/۹۹۷۶۱	۲/۶۰۹۹۹	۴/۰۳۹۲

با توجه به نگاره میانگین بازده سهام شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۱۱۰۲۳ بوده و کم‌ترین و بیشترین مقدار آن به ترتیب برابر با ۰/۱۹۳۸ - و ۰/۱۷۶۳ می‌باشد. با توجه به نگاره، آماره توصیفی متغیرهای تحقیق؛ بالاترین میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت و کمترین میانگین مربوط به متغیر نسبت اقلام تعهدی می‌باشد. بالاترین انحراف معیار مربوط به متغیر اندازه شرکت و کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر بحران مالی می‌باشد.

۲-۶- آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق

نگاره ۳: نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

متغیر	تعداد (N)	آماره (K-S)	سطح اهمیت (Sig)
بازده سهام	۱۴۳۱	۴/۶۱۶	۰/۰۰۰

با توجه به این که برای متغیر بازده سهام، سطح اهمیت آماره K-S کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن توزیع این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که متغیر بازده سهام از توزیع نرمال برخوردار نمی‌باشند.

نرمال بودن متغیر وابسته، شرط لازم برای مدل‌های رگرسیون است، بنابراین لازم است قبل از آزمون فرضیه‌ها این متغیر نرمال سازی شود. در این پژوهش برای نرمال سازی داده‌ها از طریق تابع لگاریتم انجام شده است. نتایج حاصل از آزمون K-S بعد از فرآیند نرمال سازی داده‌ها به شرح نگاره زیر می‌باشد.

نگاره ۴: نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق بعد از فرآیند نرمال سازی

متغیر	تعداد (N)	آماره (K-S)	سطح اهمیت (Sig)
بازده سهام	۱۴۳۱	۱/۶۷۰	۰/۷۶۱

با توجه به نگاره از آنجایی که بعد از نرمال سازی داده‌ها سطح اهمیت (Sig.) آماره کولموگروف-اسمیرنوف برای متغیر وابسته بالاتر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۷۶۱)، بنابراین فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده و بیان‌گر این است که متغیر بازده سهام بعد از فرآیند نرمال سازی، دارای توزیع نرمال می‌باشند.

۳-۶- بررسی همبستگی میان متغیرهای تحقیق

نگاره ۵: آزمون همبستگی پیرسون

متغیر	بازده سهام	مالکیت دولتی	بحران مالی	اندازه شرکت	نسبت اقلام تعهدی	اهرم مالی	جریان‌ات نقدی عملیاتی
بازده سهام	۱	۰/۱۷۶ Sig(.004)	-۰/۳۸۵ Sig(.001)	۰/۴۸۹ Sig(.021)	-۰/۳۳۶ Sig(.000)	-۰/۱۸۸ Sig(.002)	۰/۲۹۱ Sig(.107)
مالکیت دولتی		۱	۰/۲۳۸ Sig(.563)	۰/۴۱۰ Sig(.338)	۰/۰۱۲ Sig(.088)	۰/۳۳۲ Sig(.199)	۰/۱۶۴ Sig(.083)
بحران مالی			۱	۰/۵۸۳ Sig(.225)	۰/۴۲۸ Sig(.153)	۰/۱۱۷ Sig(.115)	۰/۰۰۳ Sig(.074)
اندازه شرکت				۱	۰/۲۳۸ Sig(.063)	۰/۴۷۸ Sig(.173)	۰/۳۱۹ Sig(.216)
نسبت اقلام تعهدی					۱	۰/۵۱۱ Sig(.229)	۰/۰۱۱ Sig(.042)

متغیر	بازده سهام	مالکیت دولتی	بحران مالی	اندازه شرکت	نسبت اقلام تعهدی	اهرم مالی	جریان‌ات نقدی عملیاتی
اهرم مالی						۱	۰/۲۴۰ Sig(.095)
جریان‌ات نقدی عملیاتی							۱

۶-۴- بررسی هم‌خطی میان متغیرهای تحقیق

جدول ۶: آزمون هم‌خطی

متغیرها	مقدار ویژه	شاخص وضعیت
مالکیت دولتی	۲,۱۲۱	۳,۸۳۲
بحران مالی	۲,۱۰۹	۴,۲۱۷
اندازه شرکت	۲,۲۱۴	۴,۲۱۷
نسبت اقلام تعهدی	۲,۶۵۸	۵,۷۷۳
اهرم مالی	۲,۷۸۹	۵,۹۸۸
جریان‌ات نقدی عملیاتی	۲,۹۲۸	۶,۳۷۶

همان گونه که مشاهده می‌نمایید؛ مقادیر ویژه نزدیک به صفر همبستگی داخلی پیش بینی‌ها زیاد است و تغییرات کوچک در مقادیر داده‌ها، منجر به تغییرات بزرگ در برآورد ضریب معادله رگرسیون منجر می‌شود. مقادیر ویژه نشان‌دهنده احتمال همبستگی داخلی بین متغیرها می‌باشد.

شاخص وضعیت با بیشتر از ۱۵ نشان‌دهنده احتمال هم‌خطی بین متغیرهای مستقل است و مقادیر بیش از ۳۰ بیانگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون در وضعیت موجود می‌باشد (حساس یگانه و دیگران، ۱۳۸۸). از طرفی تمامی شاخص‌های وضعیت کوچکتر از ۱۵ می‌باشند که نشان‌دهنده عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل است.

۶-۵- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق

نگاره ۷: نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل اول

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۱۴۳۱	F	۳/۰۹۳۲	۴	۰/۰۲۸۴
هاسمن	۱۴۳۱	χ^2	۳/۰۷۰۵	۴	۰/۰۳۹۴

نگاره ۸: نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل دوم

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۱۴۳۱	F	۴/۱۷۹۳	۶	۰/۰۰۵۴
هاسمن	۱۴۳۱	χ^2	۳/۳۲۶	۶	۰/۰۲۱۵

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن؛ فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. هم‌چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value آن که کمتر از ۰/۰۵

می‌باشد، فرضیه H_0 آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکیو- برا می‌باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به‌طوری که احتمال مربوط به این آزمون بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در صورتی که واریانس‌ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی ناریب بوده و کم‌ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. هم‌چنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دورین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دورین واتسون از آنجایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل موردنظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشد. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در نگاره ۴-۶ ارائه شده است.

نگاره ۹: نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری برای مدل اول

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson		آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
$P-Value$	F	D		$P-Value$	F	$P-Value$	χ^2
۰/۶۲۳۸	۳/۴۷۲۲	۲/۴۲۱		۰/۰۳۰۲	۱/۰۸۴۵	۰/۳۴۱۲	۱/۳۴۳۵

نگاره ۱۰: نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری برای مدل دوم

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson		آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
$P-Value$	F	D		$P-Value$	F	$P-Value$	χ^2
۰/۰۹۴۳	۵/۰۳۲۶	۲/۱۵۴		۰/۰۰۴۲	۱/۸۳۵	۰/۷۳۲۵	۱/۱۰۴۵

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به‌صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود.

۶-۶- آزمون فرضیه‌ی فرعی اول

جدول ۱۱: نتایج حاصل از رگرسیون چندمتغیره فرضیه اول

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی‌دار
متغیر وابسته	Y	بازده سهام	—	—	—
مقدار ثابت	α	آلفا	-۱/۷۴۴	-۳/۶۴۸	۰/۰۰۰
متغیر مستقل	X1	مالکیت دولتی	*۰/۴۴۰	۴/۷۸۸	۰/۰۰۰
متغیرهای کنترل		اندازه شرکت	*۰/۶۲۷	۴/۹۹۵	۰/۰۰۰
		اهرم مالی	*-۰/۷۲۲	-۲/۹۰۴	۰/۰۰۰
		نسبت اقلام تعهدی	*-۰/۵۸۷	-۳/۸۵۴	۰/۰۰۰
		نسبت جریان نقدی عملیاتی	۰/۶۲۷	۱/۷۹۵	۰/۱۰۱
		دوربین واتسون	۱/۸۵۶	—	—
		آماره F	۳/۷۴۲	—	۰/۰۰۰
R Square		ضریب تعیین	۰/۴۹۷	—	—
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۹۳	—	—

*: سطح معنی‌داری برابر با ۰/۰۵ می‌باشد.

همانگونه که این نگاره نشان می‌دهد، متغیرهای مالکیت دولتی، اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت اقلام تعهدی ($p < 5\%$ value) تأثیر معناداری بر بازده سهام شرکت دارند (چون سطح معناداری این متغیرها کمتر از ۵ درصد می‌باشد) و نسبت جریان نقدی عملیاتی هیچ تأثیری بر بازده سهام شرکت ندارد. ضریب متغیرها نشان می‌دهد که تأثیر اهرم مالی بر بازده سهام شرکت نسبت به بقیه متغیرها بیشتر است.

متغیرهای مالکیت دولتی و اندازه شرکت بر بازده سهام شرکت تأثیر مستقیم و معنادار دارند و متغیرهای نسبت اقلام تعهدی و اهرم مالی بر بازده سهام شرکت تأثیر معکوس و معناداری دارند.

مثبت بودن ضریب متغیر مالکیت دولتی (۰/۴۴۰) حاکی از تأثیر مستقیم مالکیت دولتی بر بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد؛ به‌طوری که با افزایش ۱ واحدی مالکیت دولتی، بازده سهام نیز به میزان ۰/۴۴۰ واحد افزایش می‌یابد؛ بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که مالکیت دولتی بر بازده سهام شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد.

با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده، این متغیرها ۴۹/۳ درصد از تغییرات بازده سهام شرکت را توضیح می‌دهند.

آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

۶-۷- آزمون فرضیه دوم

جدول ۱۲: نتایج حاصل از رگرسیون چندمتغیره فرضیه دوم

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	Y	بازده سهام	—	—	—
مقدار ثابت	α	آلفا	۰/۷۶۵	۴/۹۴۴	۰/۰۰۰
متغیر مستقل	X1	مالکیت دولتی	۰/۲۵۷*	۳/۷۳۱	۰/۰۰۰
متغیر تعدیلگر	X2	بحران مالی	-۰/۱۹۸*	-۵/۱۰۹	۰/۰۰۰
	X3	بحران مالی* مالکیت دولتی	-۰/۴۳۶*	-۳/۷۸۱	۰/۰۰۰
متغیر های کنترل		اهرم مالی	-۰/۶۲۸*	-۵/۰۳۴	۰/۰۰۰
		اندازه شرکت	۰/۱۱۸*	۴/۷۷۵	۰/۰۰۰
		نسبت اقلام تعهدی	-۰/۵۳۸*	-۴/۸۲۵	۰/۰۰۰
		نسبت جریان نقدی عملیاتی	۰/۳۱۸	۰/۹۳۶	۰/۱۴۳
		دوربین واتسون	۱/۷۷۵	—	—
		آماره F	۱۴/۰۰۲	—	۰/۰۰۰
R Square		ضریب تعیین	۰/۶۱۲	—	—
Adjusted R Square		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۰۴	—	—

* : سطح معنی داری برابر با ۰/۰۵ می باشد.

همانگونه که این نگاره نشان می دهد، متغیرهای مالکیت دولتی، اندازه شرکت، اهرم مالی، بحران مالی و نسبت اقلام تعهدی ($p\text{-value} < 5\%$) تأثیر معناداری بر بازده سهام شرکت دارند (چون سطح معناداری این متغیرها کمتر از ۵ درصد می باشد) و نسبت جریان نقدی عملیاتی هیچ تأثیری بر بازده سهام شرکت ندارد. ضریب متغیرها نشان می دهد که تأثیر اهرم مالی بر بازده سهام شرکت نسبت به بقیه متغیرها بیشتر است.

متغیرهای مالکیت دولتی و اندازه شرکت بر بازده سهام شرکت تأثیر مستقیم و معنادار دارند و متغیرهای بحران مالی، نسبت اقلام تعهدی و اهرم مالی بر بازده سهام شرکت تأثیر معکوس و معناداری دارند.

مثبت بودن ضریب متغیر مالکیت دولتی (۰/۲۵۷) حاکی از تأثیر مستقیم مالکیت دولتی بر بازده سهام شرکت ها می باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی مالکیت دولتی، بازده سهام نیز به میزان ۰/۲۵۷ واحد افزایش می یابد.

منفی بودن ضریب متغیر بحران مالی (۰/۱۹۸) حاکی از تأثیر معکوس بحران مالی بر بازده سهام شرکت ها می باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی بحران مالی، بازده سهام نیز به میزان ۰/۱۹۸ واحد کاهش می یابد.

با مقایسه ضرائب متغیر مالکیت دولتی در جداول (۱۱) و (۱۲)؛ فرضیه دوم تأیید می شود و می توان نتیجه گرفت که بحران مالی موجب ضعیف تر شدن تأثیر مستقیم مالکیت دولتی بر بازده سهام شرکت می شود؛ زیرا ضریب مالکیت دولتی در جدول ۱۱ برابر با ۰/۴۴ شده و در جدول ۱۲ پس از وارد کردن متغیر بحران مالی؛ ضریب مالکیت دولتی به ۰/۲۵۷ کاهش یافته است. با توجه به مقدار آماره F الگوی رگرسیون برازش شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین

تعدیل شده، این متغیرها ۶۰/۴ درصد از تغییرات بازده سهام شرکت را توضیح می‌دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

۷. بحث و نتیجه‌گیری

براساس نتایج فرضیه اول تحقیق مالکیت دولتی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ تأثیر مستقیم و معنی‌داری دارد و این نتیجه به این مهم اشاره دارد که هرچه میزان مالکیت دولتی و شبه دولتی در شرکت بیشتر باشد، بازده سهام نیز افزایش می‌یابد. 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 موردتوجه قرار بگیرد. به‌صورت کلی می‌توان عنوان کرد فرضیه نظارت فعال در این تحقیق مورد تأیید واقع گردد.

این نتایج با نتیجه تحقیق ویتالا 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 هم‌سویی 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. پیش‌بینی اثر مثبت سرمایه‌گذاران دولتی 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 غیربهره‌مند 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 دولتی" ممکن است تضاد نمایندگی را از طریق نظارت بر اقدامات مدیریت کاهش دهند و عملکرد شرکت را بهبود بخشند. مالکان دولتی نه تنها انگیزه، بلکه تخصص و منابع لازم برای نظارت بر شرکت را نیز دارند.

براساس نتایج فرضیه فرعی دوم تحقیق؛ عدم اطمینان محیطی موجب قوی‌تر شدن رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود.

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؛ اما اگر شرکت با بحران مالی و کمبود نقدینگی و منابع مالی روبرو باشد؛ نمی‌تواند از فرصت ایجاد شده استفاده نماید و این امر می‌تواند نتایج مثبت مالکیت دولتی در شرکت را نیز از بین برده و موجب کاهش بازده سهام گردد.

نتایج این تحقیق با تحقیقات فان و همکاران (۲۰۱۹)، قوسی و همکاران (۱۳۹۹) و ماژین و همکاران (۱۳۹۶) مطابقت دارد. این تحقیقات نشان داده‌اند که مالکیت دولتی موجب ارتقای عملکرد مالی شرکت می‌گردد.

همچنین نتایج این تحقیق با تحقیقات الدرسون و لم (۲۰۲۰)، شیخی و حسن زاده (۱۳۹۹) و حبیب زاده و دارابی (۱۳۹۸) متناقض است زیرا در این تحقیقات نتایج نشان داده اند مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت تأثیر معکوسی دارد یا بی تأثیر است.

۸. پیشنهادهای کاربردی تحقیق

براساس نتایج فرضیه اول مبنی بر تأثیر مستقیم و معنادار مالکیت دولتی بر بازده سهام به سازمان بورس توصیه می شود بسترهای لازم جهت سرمایه گذاری بخشهای دولتی و شبه دولتی از جمله مالکان نهادی را در بورس فراهم آورند؛ زیرا مالکان دولتی با نفوذی که در دولت دارند و با منابع مالی که در اختیار دارند می توانند عملکرد مالی شرکت را ارتقا دهند. همچنین به سرمایه گذاران نیز توصیه می شود بازده سهام شرکتی که بخشی از سهام آنها در اختیار مالکان دولتی و شبه دولتی است بالاتر است و این مسئله را در هنگام انتخاب شرکت برای سرمایه گذاری مد نظر قرار دهند. باتوجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می شود سهامداران هنگام سرمایه گذاری در سهام شرکتها به درصد مالکیت دولتی شرکتها توجه نمایند زیرا شرکتهایی که وابستگی دولتی دارند معمولاً از راه های مختلف می توانند تحت تأثیر ریسک (از جمله عوامل مربوط به وضعیت سیاسی و اقتصادی) قرار بگیرند. همچنین به تحلیل گران مالی توصیه می گردد هنگام تصمیم گیری 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 می گردد در هنگام تحلیل این نوع شرکتها این موضوع را نیز لحاظ دارند.

براساس نتایج فرضیه دوم مبنی بر اینکه بحران مالی شرکت موجب ضعیف تر شدن تأثیر مالکیت دولتی بر بازده سهام می گردد به مدیران شرکتها توصیه می شود بحران مالی شرکت را از طریق استقراض داخلی و خارجی؛ نفوذ مالکان دولتی و یا انتشار سهام رفع کنند و با واگذاری بخشی از سهام شرکت به مالکان شبه دولتی و نهادی؛ زمینه را برای افزایش بازده سهام فراهم آورند.

۹. پیشنهادها جهت تحقیقات آتی

۱. بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر بازده سهام با در نظر گرفتن نقش بحران مالی به تفکیک صنعت در بورس تهران
۲. مطالعه تأثیر سیستم های کنترل داخلی بر روی روابط بین مالکیت دولتی و بازده سهام با در نظر گرفتن نقش بحران مالی
۳. بررسی عوامل مؤثر بر بازده سهام شرکتها با استفاده از الگوریتم ژنتیک و شبکه های عصبی مصنوعی
۴. بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و بازده سهام با در نظر گرفتن نقش بحران مالی به تفکیک مراحل چرخه عمر در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۶. منابع و مأخذ

۱. حبیب زاده بایگی، سید جواد. دارابی، رویا. (۱۳۹۸). نقش مالکیت دولتی بر معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت ها با استفاده از مدل رگرسیون فازی. دوفصلنامه علمی - پژوهشی حسابداری دولتی. ۳ (۱)، صص. ۲۰-۹.
۲. حساس یگانه، یحیی (۱۳۹۰)، " مفاهیم حاکمیت شرکتی ". مجله ی حسابداری، شماره ی ۱۶۷.

۳. حساس یگانه، یحیی. ریسی، زهره و حسینی، سیدمجتبی (۱۳۹۲)، "رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". ۴ (۱۳)
۴. دریائی، عباسعلی. شهرابی، فاطمه. (۱۳۹۷). نقش تعدیل‌گر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی. ۷ (۱). ۱۱۱-۱۴۵.
۵. رستمیان، فروغ، محمد خداییوله زادقرد و مجتبی حیدر، (۱۳۹۴)، "رابطه ویژگی‌های کیفیت سود و بازده سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی"، سال ۴، شماره ۵، صص ۵۰-۶۸
۶. رئیس، زهره (۱۳۹۶)، "رابطه‌ی بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت". پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی
۷. شریعت‌پناهی، مجید (۱۳۸۸)، "اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه‌ی دکتری دانشکده‌ی حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی
۸. شیخی، زهرا. حسن زاده دیوا، سید مصطفی. (۱۳۹۹). بررسی رابطه مالکیت دولتی، محدودیت در تامین مالی، گزارشگری مالی متقلبان و عملکرد شرکتها. چشم انداز حسابداری و مدیریت. ۳ (۲۹)، ۷۱-۸۹.
۹. طالب نیا، قدرت اله، شجاع، اسماعیل. (۱۳۹۰). "رابطه بین نسبت ارزش افزوده بازار (MVA) به سود حسابداری و نسبت ارزش افزوده اقتصادی (EVA) به سود حسابداری در شرکت های پذیرفته شده". مجله حسابداری مدیریت، ۴ (۸).
۱۰. قائمی، محمد حسین؛ قیطاسوند، محمود؛ توجیکی، محمود. (۱۳۹۵). "تأثیر هموارسازی سود بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۳۳، ۲۱-۳۷.
۱۱. قربانی، زهرا. صالح نژاد، حسن. (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین استقلال هیئت مدیره، مالکیت دولتی و نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی سارویه.
۱۲. قوسی، زیبا. اکبرپور، سعید. (۱۳۹۸)، تاثیر بحران اقتصادی بر عملکرد مالی و بازده سهام شرکت، چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۳، ۱۹۸-۲۲۱.
۱۳. مکرمی، یدالله، (۱۳۹۷). "نظام حاکمیت شرکتی راهبردی برای حسابرسی داخلی". سمینار حسابرسی داخلی و نظام حاکمیت شرکتی.

14. Bharati, R., Doellman, T., Fu, X., (2018). CEO confidence and stock return. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 12, 89-110.
15. Boubakri, N., Chen, R. (2020), State Ownership and Stock Liquidity: Evidence from Privatization, Journal of corporate finance, 3, 122-143
16. Cetrelli, N, (2016), "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.
17. Christoph G. Rosch, Christof Kaserer, (2019). Reprint of: Market liquidity in the financial crisis: The role of liquidity commonality and flight-to-quality. Journal of Banking & Finance, 45, 152-170.

18. Fan, Joseph, T. J.Wong, and Tianyu Zhang, (2019), "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.
19. Fan, Joseph, T. J.Wong, and Tianyu Zhang, (2019), "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
20. 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>.

The Impact of Government Ownership on Stock Returns with Emphasis on the Role of Financial Crisis in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Asal Sharifi¹

Mahsa Qajar Beigi²

Jalil Bitari³

Date of Receipt: 2021/07/23 Date of Issue: 2021/08/10

Abstract

The main purpose of this study is to investigate the effect of government ownership on stock returns by emphasizing the role of financial crisis in companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 1390 to 1398 "in this regard, government ownership as an independent variable; Stock returns as a dependent variable and company financial crisis as a moderating variable. The variables of financial leverage, company size, accruals ratio and operating cash flow ratio are considered as control variables. The statistical sample of the research is 159 companies. The research method is descriptive-correlation with applied approach. The method of data collection in the theoretical foundations section is the library method and in the hypotheses testing section is the method of documenting financial statements. In general, the method of testing hypotheses is the method of correlation and multiple regressions. The results showed that government ownership has a direct and significant effect on stock returns and the company's financial crisis weakens this relationship. The results of control variables showed that financial leverage and the ratio of accruals have a significant inverse effect on stock returns. The effect of company size on stock returns is inverse and significant, and finally the effect of operating cash flow ratio on stock returns is not significant.

Keywords

Government ownership, stock returns, financial crisis, financial leverage, company size

1. Master of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Ghiasuddin Jamshid Kashani University, Abyek, Iran.

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Ghiasuddin Jamshid Kashani University, Abyek, Iran.

3. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Ghiasuddin Jamshid Kashani University, Abyek, Iran.