

راهبرد مدیریت مالی

سال چهارم، شماره سیزدهم

تابستان ۱۳۹۵

صص ۱۲۷-۱۲۱

دانشگاه الزهراء (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۱/۰۷

تاریخ تصویب: ۱۳۹۵/۰۲/۲۶

**بررسی تأثیر وابستگی دولتی بر ریسک سیستماتیک شرکتهای پذیرفته شده در**

**بورس اوراق بهادار تهران**

مروّضی بیات<sup>۱</sup>، حسن زلفی<sup>۲</sup> و طاهر هاشمی<sup>۳</sup>

#### چکیده

پژوهش حاضر، ارتباط وابستگی دولتی با ریسک سیستماتیک شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهد. در این پژوهش، داده‌های ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ جمع‌آوری و فرضیه پژوهش با استفاده از تحلیل ضرایب رگرسیون مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنادار بین وابستگی دولتی و ریسک سیستماتیک می‌باشد. به عبارتی می‌توان بیان کرد که شرکتهای دارای وابستگی دولتی به احتمال فراوان در معرض ریسک سیاسی قرار می‌گیرند که خود این امر، یکی از عوامل موثر بر ریسک سیستماتیک می‌باشد یا می‌توان گفت اثر نوسان‌های 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. بنابراین وابستگی دولتی می‌تواند به عنوان یکی از متغیرهای مهم در مطالعه ریسک مورد توجه قرار بگیرد.

**واژه های کلیدی:** وابستگی دولتی، ریسک سیستماتیک شرکت، مالکیت نهادی

طبقه‌بندی موضوعی: G32, G35

۱. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، نویسنده مسؤله [shahenbayati@yahoo.com](mailto:shahenbayati@yahoo.com)

۲. استادیار حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، [hzalaghi@gmail.com](mailto:hzalaghi@gmail.com)

۳. کارشناس ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی، قزوین، [hashmi8564@yahoo.com](mailto:hashmi8564@yahoo.com)

## مقدمه

اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکتها بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکتها تاثیرگذار می‌باشند (چان و همکاران، ۲۰۱۴). اقتصاددانان و کارشناسان به تجربه دریافته‌اند که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، بطوری‌که هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم‌گیرنده کلان و اصلی اقتصاد باشد) با واکنش‌هایی قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می‌شود (سیتزلی، ۲۰۰۶). همچنین هرگونه تغییری در ساختار دولت را می‌توان به راحتی و سریع در ویرتین اقتصادی کشور یعنی بورس مشاهده نمود. در ایران نیز، دولت نقشی اساسی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت‌های بزرگ دارد و عمده صنایع را شرکت‌هایی با مالکیت دولتی تشکیل می‌دهند. از سوی دیگر، ضریب بتا یکی از پرکاربردترین و پذیرفته‌ترین ابزار اقتصاددانان مالی و متخصصان بازار برای سنجش و مدیریت ریسک است. افزون بر این، بتا در حوزه‌های مختلف علوم مالی و حسابداری نظیر تعیین ارزش منصفانه حقوق صاحبان سهام، پژوهش‌های مربوط به اندازه‌گیری واکنش بازار به تصمیم‌های خاص یک شرکت و پژوهش‌های مربوط به رابطه قیمت - سود و سود - مسئولیت از اهمیتی ویژه برخوردار است (هونگ، ۲۰۰۷). تغییر نرخ بهره، نرخ برابری پول ملی در مقابل ارزهای خارجی، نرخ تورم، سیاست‌های پولی و مالی، شرایط سیاسی و غیره از منابع ریسک سیستماتیک می‌باشند. هر تغییر در عوامل گفته شده بر روی شرایط کلی بازار تاثیر می‌گذارد (به و همکاران، ۲۰۱۲). این در حالی است که رشد سالهای اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری‌های مالی و وضعیت داخلی شرکت‌های بورسی باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است. مفهوم ثبات سیاسی معانی متفاوتی را شامل می‌شود که پژوهشگران مختلف تلاش کرده‌اند برای اندازه‌گیری درجه یا میزان ثبات سیاسی موجود در دنیای خاص خودشان بسنجند (هور ویزت، ۱۹۷۳).

یکی از مواردی که 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 (کویا، ۲۰۱۲).

کوان لی (۲۰۱۲) بیان می‌دارد که شرکت‌های دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) در انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند و می‌توانند از وابستگی‌های دولتی در انتخاب پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار، ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم کنند.

آشباق و همکاران (۲۰۰۹) بیان داشتند که ساز و کار حاکمیت شرکتی از طریق نظارت بیشتر و کنترل اقدامات فرصت طلبانه مدیران، باعث کاهش ریسک سیستماتیک شرکتهای خواهد شد. سیاست اقتصاد آزاد و افزایش ارتباطات در میان شرکتها، سبب تأثیر متقابل آنها بر یکدیگر شده است. از این رو مدیران در عملیات اصلی خود با عدم اطمینانهای زیادی مواجه می‌شوند. مدیران برای مقابله با این عدم اطمینانها باید از مناسبترین سیاستهای مدیریتی استفاده کنند که این امر از طریق اجرای سازکارهای راهبری شرکتی میسر می‌شود. به طور نظری، سازکارهای راهبری شرکتی می‌تواند همچون وسیله‌ای برای تغییر در ریسک سیستماتیک به کار رود (نیکبخت و طاهری، ۱۳۹۳). بنابراین موضوع وابستگی دولتی و آثار احتمالی آن بر ریسک کمتر مورد توجه واقع شده است و حلاله پژوهشی پیرامون این موضوع در کشور مشهود می‌باشد.

با توجه به اهمیت وابستگیهای دولتی و ریسک، در این پژوهش رابطه بین وابستگی دولتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ریسک سیستماتیک 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 شرکتی، ریسک سیستماتیک شرکتهای را تغییر دهد. هر چند یکی از عوامل ریسک سیستماتیک، وابستگی دولتی می‌باشد، اما این ارتباط در بورس اوراق بهادار تهران تبیین نشده است. هدف پژوهش حاضر، بررسی این موضوع بوده که آیا براساس چارچوب نظری در بورس اوراق بهادار تهران، مالکیت دولتی بر ریسک سیستماتیک تأثیر گذار می‌باشد و از سوی دیگر تلاش در جهت مشخص نمودن این تأثیر (مثبت یا منفی بودن) بوده است. با مشهود بودن ساختار مالکیت دولتی در بورس اوراق بهادار تهران و با توجه به اینکه شرکت‌هایی با ساختار مالکیت دولتی می‌توانند از امتیازات خاص برخوردار باشند یا نبود پژوهش مشابه در زمینه مورد بررسی، نوآوری این پژوهش در بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ریسک سیستماتیک را نشان می‌دهد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

ثبات سیاسی به معنای «منظم بودن جریان تعامل‌های سیاسی» است. در جایی که جریان تعامل‌های سیاسی نامنظم باشد، نظام سیاسی بی ثبات و در جایی که تعاملات منظم باشد، نظام سیاسی با ثبات است و این نظام تا زمانی با ثبات است که کنشگران سیاسی به طریق معمول و متداول رفتار کنند و انتخاب رفتار سیاسی آنها در چارچوب محدودیت‌های کلی و عمومی انتظارها و نقش تعامل‌های سیاسی باشد (سریع القلم، ۱۳۷۵). کنش‌های بی ثبات کننده سیاسی رفتارهایی هستند که

در چارچوب تعامل‌های نامنظم قرار دارند. همه کنش‌ها و تعامل‌های سیاسی که نامنظم و بی‌قاعده نباشند، ایجادکننده ثبات نظام هستند. تشخیص تعامل‌های بی‌قاعده، رفتارهای مربوط به گذشته، شناسایی رفتارهای خاص از طرف نظام سیاسی به عنوان رفتارهای ناقض قوانین یا چیزی شبیه به آن است (چانی و همکاران، ۲۰۱۰).

پستل و همکاران (۲۰۰۱) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که اعضای هیأت مدیره می‌توانند با استقلال بیشتری عملکرد مدیر را ارزیابی کنند. براین اساس استقلال بیشتر هیأت مدیره، احتمال تقلب را کاهش داده و بر ریسک ارزیابی شده تأثیرگذار می‌باشد.

لورین (۲۰۰۵) استدلال می‌کند که 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) افزایش حق مالکیت خود در شرکتها که باعث تغییر در ریسک شرکتها خواهد شد.

سیاست‌مداران نیز همانند هر فرد دیگر انگیزه‌هایی برای انتقال ثروت از طریق فرآیند سیاسی دارند. آنها تنها 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 افزایش توانایی آن‌ها می‌باشد. در ایران هم به دلیل این که بیشتر شرکت‌ها دارای روابطی با دولت می‌باشند، سیاست‌های دولت می‌تواند در صورت‌های مالی و بازده شرکت‌ها و در نتیجه ریسک این شرکت‌ها اثرگذار باشد (سریع القلم، ۱۳۷۵).

پژوهش‌های قبلی در کشورهای غربی نشان می‌دهد که حزب‌های مختلف، سیاست‌های مالی مختلفی دارند. برای مثال ممکن است حزب خاصی علاقه‌مند به افزایش هزینه‌ها و مالیات باشد و در مقابل، حزب دیگر علاقه‌مند به کاهش هزینه‌ها و مالیات باشد (داریو، ۲۰۱۴). نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد که در دوره حاکمیت جمهوری خواهان بر ایالات متحده، 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 به عنوان یک سهم درآمد سرانه دارند. به گفته رید (۲۰۰۶) دولت دموکراتیک در مقایسه با دولت جمهوری خواه ۳ تا ۵ درصد اندازه دولت را افزایش می‌دهند و در نتیجه باعث افزایش هزینه‌های عمومی می‌شود. براساس پژوهش‌های کی نایت (۲۰۰۶)، کاپلن (۲۰۰۱) و

کیز (۲۰۰۳) دولت های دموکرات در مقایسه با دولت های جمهوری خواه هزینه های زیادی خرج می کنند. بنابراین افزایش هزینه ها بر شرایط سیاسی و اقتصادی کشور تأثیر گذار بوده و باعث تغییر در ریسک شرکتهای خواهد شد.

پژوهش کورریا (۲۰۱۲) در آمریکا نشان داد که شرکتهای دارای روابط سیاسی، کمتر از سوی کمیسیون بورس اوراق بهادار جریمه می شوند. این شرکتهای به واسطه ارتباط با نمایندگان کنگره و پرداخت وجوه به آنها بر کمیسیون بورس اوراق بهادار فشار وارد می کنند و بر آن نفوذ دارند و این موضوع باعث می شود تا از سوی این کمیسیون کمتر جریمه شوند. او همچنین به این نتیجه رسید که شرکتهای با کیفیت اطلاعات حسابداری پایین تر از سایر شرکتهای برای جلوگیری از جریمه کمیسیون بورس اوراق بهادار، از روابط سیاسی استفاده می کنند.

پژوهش یه و همکاران (۲۰۱۲) در تایوان نشان داد که شرکت های وابسته به حزب سیاسی پیشرفت دموکراتیک، بازده سهام غیرعادی پایینی قبل از انتخابات سال ۲۰۰۴ داشتند. اما بعد از پیروزی این حزب در انتخابات آن سال، بازده سهام این گروه از شرکتهای افزایش یافت. آنها همچنین دریافتند که شرکتهای دارای روابط سیاسی با احزاب حاکم، وام های خارج نوبت از بانک ها دریافت می کنند. هم چنین نظام راهبری این شرکتهای ضعیف تر از سایر شرکت هاست. شرکتهای با نظام راهبری قوی تر، از منابع مالی متعددی برخوردار هستند.

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

آشیا و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند که شرکتهایی که نقص عمده کنترل های داخلی خود را افشاء می کنند، ریسک سیستماتیک، غیرسیستماتیک و هزینه سرمایه بالایی دارند.

جرجیو و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند که ریسک غیرسیستماتیک با بازده سهام رابطه معکوس دارد. آنچه به عنوان دلیل اصلی معکوس بودن این رابطه بیان می شود، تأثیر افشای گزینشی اطلاعات شرکت ها می باشد. این گروه نشان می دهند که ریسک غیرسیستماتیک با شوک های عایدی آتی و همچنین بازده سهام رابطه معکوس دارد. در این پژوهش، یک رابطه بالقوه بین ریسک غیرسیستماتیک و راهبرد بنگاه ها در افشای اطلاعات کشف شد. شرکتهایی که ریسک

غیرسیستماتیک بالاتری دارند، کیفیت اطلاعاتی پایین تری دارند و این رابطه عکس، همواره پایدار است. یعنی نمره افشای اطلاعات به طور معکوس با بازده آتی سهم ارتباط دارد.

نیکپخت و طاهری (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک پرداختند. ایشان با بررسی ۱۵۴ شرکت طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ به این نتیجه رسیدند که بین درصد سهامداران نهادی که یکی از عناصر و سازکارهای راهبری شرکتی شمرده می‌شود و ریسک سیستماتیک، ارتباط معناداری وجود دارد. رابطه بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و ریسک سیستماتیک در سطح کلی، معکوس و در سایر طبقات شرکت‌ها معنادار نیست.

مشایخی و مطمئن (۱۳۹۱) به بررسی ریسک سیستماتیک و محافظه کاری مشروط پرداختند. ایشان با بررسی ۷۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سال های ۱۳۸۰-۱۳۹۰ به این نتیجه رسیدند که میان ریسک سیستماتیک و حسابداری محافظه کاری مشروط رابطه معکوس وجود دارد.

مشکی و عاصر ربانی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی و ریسک سیستماتیک پرداختند. ایشان با بررسی ۷۵ شرکت برای سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت و خطی بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی وجود دارد و همچنین بین خطای پیش بینی سود و ریسک سیستماتیک رابطه‌ای مشاهده نکردند.

سعیدی و رامشه (۱۳۹۰) به بررسی تعیین عوامل موثر بر ریسک سیستماتیک پرداختند. آنان با بررسی ۸۰ شرکت طی سالهای ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۷ به این نتیجه رسیدند که بین بتا با سود عملیاتی و تغییرات سود عملیاتی ارتباط معناداری وجود دارد.

در بازار سرمایه برای ارزیابی ریسک شرکت به جریان یکنواخت اطلاعات نیاز است. وجود یا نبود اطلاعات در خصوص شرکتها و سهام آنها می‌تواند بر ریسک کلی شرکت تاثیر داشته باشد (فیرر و لاکس، ۲۰۰۷). از طرفی، وابستگی های دولتی در هر شرکتی از نظر راهبری شرکت تاثیر بسزایی دارد، به طور معمول با تغییر شرایط سیاسی کشور، مدیران مجموعه‌ها تغییر پیدا می‌کنند و این تغییر در کل مجموعه دولتی بصورت مستقیم و یا غیر مستقیم رخ می‌دهد.

شلیفرو ویشنی (۱۹۹۷) و جنسن (۱۹۹۳) استدلال می‌کنند که چون سهامداران نهادی بخش بزرگی از سهام شرکت را دارند، برای نظارت بر عملکرد شرکت انگیزه بیشتری پیدا می‌کنند. زیرا این نظارت برای آنها مزایای زیادی ایجاد می‌کند و از آنجا که آنها حق رأی بیشتری دارند، انجام اقدام‌های ضروری برای ایشان آسانتر می‌باشد.

اپلیر و اسکوبین (۱۹۹۷) به این نتیجه رسیدند که بعد از تغییر مالکیت، شرکتهای به صورت نهادی، عملکرد بهتری را تجربه می‌کنند.

گرامیس و لیو (۲۰۰۴) نشان دادند که انتقال حق انتخاب از سرمایه‌گذاران خرد به سهامداران نهادی سبب می‌شود که 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 شرکتهای را تغییر می‌دهد.

آشباک و همکاران (۲۰۰۹) بیان داشتند که ساز و کار حاکمیت شرکتی از طریق نظارت بیشتر و کنترل اقدام‌های فرصت‌طلبانه مدیران باعث کاهش ریسک شرکتهای خواهد شد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و مطالعات انجام شده، فرضیه اصلی پژوهش به شرح زیر داده می‌شود:  
بین وابستگی‌های دولتی و ریسک سیستماتیک شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش، کاربردی و از نوع توصیفی-تحلیلی همبستگی می‌باشد. برای آزمون فرضیه پژوهش از تحلیل ضرایب رگرسیون چند متغیره استفاده شده است.

جامعه آماری پژوهش را شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند و قلمرو زمانی پژوهش با در نظر گرفتن اطلاعات نزدیک به زمان پژوهش، 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 پژوهش از ابتدای سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده 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 شرکتهای 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 بورسی "بانک‌ها، مؤسسه‌های اعتباری و سایر نهادهای پولی"، "سایر واسطه‌گری‌های مالی"، "سرمایه‌گذاری‌های مالی" نباشد (به دلیل تفاوت در صورتهای مالی، ماهیت خاص فعالیت).

۶- شرکت‌های انتخاب شده باید در طول سال مالی تغییر عمده در مالیکت خود نداشته باشند (به دلیل کنترل تغییر درصد مالکیت).

پاتوجه به شرایط گفته شده، از صورت‌های مالی حسابرسی شده و موارد افشای مربوط به پیش‌بینی سود هر سهم، ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه پژوهش برگزیده شده است.

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

رابطه (۱)

$$Risk_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ag_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Liability_{it} + \beta_4 Intangible_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 GoodNews_{it} + \beta_8 Loss_{it} + \varepsilon_{it}$$

از این مدل لارکر و روستیکیوس (۲۰۰۸) و فوستروهمکاران (۲۰۰۹) برای انجام پژوهش استفاده نموده اند. در این رابطه:

$Risk$  = آن بخش از کل ریسک مجموعه اوراق بهادار که غیر قابل حذف بوده و به علت وجود عواملی که بر قیمت کل اوراق بهادار اثر می‌گذارد، به وجود می‌آید که به وسیله  $\beta$  اندازه‌گیری می‌شود. تغییرات در محیط اقتصادی، سیاسی، اجتماعی، نرخ بهره، قدرت خرید مصرف‌کننده، شرایط عمومی بازار از منابع ریسک غیر قابل اجتناب به شمار می‌روند. برای محاسبه ریسک، از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده شده است:

رابطه (۲)

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i (R_m - R_f) + \varepsilon_i$$

$R_i$  = بازده سهام شرکت  $R_m$  = بازده بدون ریسک  $R_m$  = بازده بازار از طریق رگرسیون گیری،  $\beta_i$  به عنوان معیار ریسک سیستماتیک استخراج شده است (فوسترو و همکاران، ۲۰۰۹، مشایخ و مطمئن، ۱۳۹۱).



در ادامه مناسب بودن استفاده این مدل در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است: ادعای اصلی مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه ای، خطی بودن رابطه ریسک سیستماتیک و بازده سهام می‌باشد. این ادعا برای شرکت‌های مورد بررسی به شرح جدول زیر انجام گرفته است:

جدول ۱. مناسب بودن استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای

| متغیر                | ضریب  | انحراف معیار | آماره تی            | معناداری |
|----------------------|-------|--------------|---------------------|----------|
| عرض از مبدأ          | -۰/۶۵ | ۰/۲۱۳        | -۲/۰۹۸              | ۰/۴۵۳    |
| بتا                  | ۰/۲۳۳ | ۰/۱۶۶        | ۱/۴۱۶               | ۰/۰۱۲    |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۳۲۱ |              |                     |          |
| آماره اف             | ۱۵/۲۱ |              |                     |          |
| معناداری             | ۰/۰۰۰ |              | آماره دوربین واتسون | ۲/۲۳     |

بر اساس نتایج در سطح ۵٪، چون سطح اهمیت کوچکتر از ۵ درصد است، پذیرفته می‌شود که بین ریسک سیستماتیک و بازده سهام ارتباط خطی معناداری وجود دارد. به عبارتی دیگر، بین ریسک سیستماتیک (بتا) و بازده سهام ارتباط خطی معناداری وجود دارد.

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 غیر مستقیم متعلق به دولت باشد. در این پژوهش از درصد مالکیت دولت به عنوان متغیر مستقل استفاده شده است.

Size (اندازه شرکت): تعیین کننده حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت است. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل ارتباطات بیشتر با ذی نفعان و وجود ساز و کارهای کنترلی بیشتر از ریسک کمتری برخوردارند. هم چنین در شرکت‌های بزرگ، به دلیل سیستم های کنترلی و نظارتی دقیق، به کارگیری کارکنان و مدیران متخصص، پاسخگویی به طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران، بستنکاران از جمله دلایل دقت بیشتر در پیش بینی سود است (فورستر و همکاران، ۲۰۰۹).

با توجه به شرایط تورمی و تاریخی بودن ارقام دارایی‌ها از لگاریتم ارزش بازار سهام هادی به علاوه ارزش بدهی‌ها 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 به نسبت اندک در رقم سود قبل از بهره و مالیات، سود هر سهم ممکن است منفی شود (فورستر، ساپ و یاغی شی، ۲۰۰۹).

**Intangible** (نسبت دارایی های نامشهود): این متغیر درجه عدم تقارن اطلاعاتی نشان می دهد که هر چقدر دارایی نامشهود افزایش یابد، سرمایه فکری بیشتر است که در نتیجه ارزشگذاری این دارایی ها توسط سرمایه گذاران سخت تر می شود (لارکر و روستیکوس، ۲۰۰۸).

**Growth** (رشد فروش): شرکت های دارای رشد غیرعادی، به طور معمول پیش بینی های بدبینانه ای دارند. فورستر، ساپ و یاغی شی (۲۰۰۹) بیان می کنند که این متغیر چشم اندازی از آینده شرکت را بدست می دهد و شرکت هایی که به سرعت در حال رشد هستند، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر شرکت ها دارند. رشد شرکت از تفاوت فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می شود.

**ROA** (نرخ بازده دارایی ها): در شرکت هایی که این نسبت بالاتر می باشد، عملکرد بهتر و در نتیجه ریسک وجود دارد (فورستر و همکاران، ۲۰۰۹). این نسبت به صورت سود خالص تقسیم بر کل دارایی های شرکت محاسبه می شود.

**Good News** (اخبار خوب): با در نظر گرفتن خبر خوب به عنوان یک متغیر مجازی، این متغیر ارزش واحد می گیرد. با مثبت بودن اختلاف سود پیش بینی شده سال جاری با سود واقعی سال قبل، این متغیر ارزش واحد می گیرد. در غیر این صورت مقدار آن صفر خواهد بود. انتظار می رود شرکت های دارای رشد سود مثبت ریسک کمتری را دارند (اسکینر، ۱۹۹۴).

**Loss** (زیان): این متغیر نیز اگر شرکت در طول دوازده ماه گذشته زیان گزارش کرده باشد، یک متغیر مجازی است. در غیر این صورت صفر ارزش یک می گیرد. انتظار می رود شرکت هایی که به تازگی زیان گزارش کرده اند، در معرض ریسک بیشتری قرار داشته باشند (آچینکيا و همکاران، ۲۰۰۵).

### تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

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

این جدول حاوی شاخص هایی برای توصیف متغیرهای پژوهش می باشد. ستون دوم میانگین داده ها می باشد که در صورت منظم کردن داده ها روی یک محور به طور دقیق در نقطه تعاملی با مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. همانطور که جدول فوق نشان می دهد، مقدار میانگین و میانه متغیر

های پژوهش نزدیک به هم می‌باشند. این موضوع بیانگر نرمال بودن داده‌های پژوهش است. انحراف معیار، پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. در نهایت شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال آن ضریب کشیدگی نام دارد.

جدول ۲. شاخص‌های توصیفی متغیرها

| متغیرها/شاخص توصیفی | میانگین | میانه  | حداکثر | حداقل  | انحراف معیار | ضریب کشیدگی |
|---------------------|---------|--------|--------|--------|--------------|-------------|
| ریسک سیستماتیک      | -۰/۱۰۱  | -۰/۱۰۵ | ۳/۲۴   | -۴/۳۷  | ۱/۰۱۴        | -۰/۲۸       |
| وابستگی دولتی       | ۰/۴۲۵   | ۰/۵۴   | ۰/۷۸   | ۰/۰۳   | ۰/۲۷۸        | ۱/۴۳        |
| نسبت دارایی نامشهود | ۰/۰۰۳   | ۰/۰۰۰۴ | ۰/۰۹۶  | ۰      | ۰/۰۰۷        | ۵/۵۵        |
| نسبت بدهی‌ها        | ۰/۶۱۵   | ۰/۶۲۱  | ۱/۳۰۶  | ۰/۰۹۶  | ۰/۱۷۴        | ۰/۱۹۷       |
| رشد فروش            | ۱۷/۹۸   | ۱۴/۴۸  | ۴۸/۲۹۷ | -۶۹/۳۹ | ۳۴/۳۳        | ۲/۵۵        |
| زیان                | ۰/۰۴۷   | ۰      | ۱      | ۰      | ۰/۲۱۳        | ۴/۲۲        |
| اخبار خوب           | ۰/۵۹۳   | ۱      | ۱      | ۰      | ۰/۴۹۱        | -۰/۳۸       |
| اندازه شرکت         | ۳۴/۳۵   | ۳۲/۶۵  | ۳۷/۶۵  | ۳۷/۲۷  | ۱/۴۰۷        | ۰/۳۲۱       |
| نرخ بازده دارایی    | ۱۲/۳۵   | ۱۱/۴۵  | ۴۵/۴۸  | -۳۱/۷۶ | ۱۲/۱۸        | ۰/۲۸        |

برای تعیین مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی از آزمون چاو و هاسمن استفاده شده است. آزمون چاو برای تعیین بکارگیری مدل آثار تابلویی در مقابل تلفیق کل داده‌ها انجام گرفته است. آزمون هاسمن نیز برای تعیین استفاده از مدل آثار 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 اف لیمر و هاسمن برای مدل‌های پژوهش به شرح زیر انجام شده است:

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن مدل پژوهش

| فرضیه | آزمون   | مقدار آماره | معنی داری | نتیجه       |
|-------|---------|-------------|-----------|-------------|
| فرضیه | اف لیمر | ۴/۵۶۴       | ۰/۰۰۱     | روش تابلویی |
|       | هاسمن   | ۶۷۷۸۶       | ۰/۲۱۵     | آثار تصادفی |

همانطور که جدول ۳ نشان می‌دهد، احتمال آزمون  $F$ های لیمر کوچکتر از ۵ درصد است. بنابراین فرض مدل تلفیقی تأیید نمی‌شود. به بیان دیگر، آثار 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 آثار ثابت در مقابل تصادفی آزمون هلسن با توجه به مدلها مقلد احتمال آزمون فرضیه بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین فرضیه مدل آثار ثابت رد می‌شود. یکی از مهمترین فرضیه رگرسیونی، نرمال بودن باقیمانده‌های مدل است. برای این کار از آزمون چارکو-سبرا استفاده شده است.

جدول شماره ۴. بررسی نرمال بودن متغیر وابسته

| میانگین | میانه  | حداقل | حداکثر | آماره چارکو-سبرا | معنی داری |
|---------|--------|-------|--------|------------------|-----------|
| -۰/۰۴۹  | -۰/۰۳۰ | -۴/۰۵ | ۳/۱۱   | ۸/۱۷             | ۰/۰۸      |

بر اساس مقادیر داده شده در جدول بالا، از آنجایی که مقادیر سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است، نرمال بودن متغیر وابسته تأیید می‌شود.  
نتایج فرضیه نخست به شرح زیر می‌باشند:

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه پژوهش

| متغیرها              | ضریب    | اتحراف معیار        | آماره-T | معنی داری |
|----------------------|---------|---------------------|---------|-----------|
| وابستگی دولتی        | ۰/۶۰۲   | ۰/۱۰۴               | ۲/۵۵۹   | ۰/۰۰۰     |
| اندازه               | ۰/۱۲۸   | ۰/۰۸۶               | ۱/۴۸۱   | ۰/۱۳۹     |
| نسبت بدهی            | ۱/۴۲۶   | ۰/۸۰۹               | ۱/۷۶۱   | ۰/۰۲۸     |
| نسبت دارایی نمایشهود | ۱۳/۷۶   | ۱۴/۷۹۷              | ۰/۹۳    | ۰/۰۵۲     |
| رشد                  | -۰/۰۰۱۹ | ۰/۰۰۳               | -۰/۵۹۷  | ۰/۵۵۰     |
| نرخ بازده دارایی     | ۰/۰۰۲   | ۰/۰۱۴               | ۰/۱۵۹   | ۰/۸۷۳     |
| اخبار                | -۰/۲۴۵  | ۰/۲۲۵               | -۱/۰۸۹  | ۰/۲۷۶     |
| زیان                 | ۰/۳۸۶   | ۰/۵۷۴               | ۰/۶۷۰   | ۰/۵۰۳     |
| عرض از مبدا          | -۳/۲۹۵  | ۲/۲۳۸               | -۱/۴۷۲  | ۰/۱۴۸     |
| ضریب تعیین           | ۰/۱۶    |                     |         |           |
| آماره‌ها             | ۵/۳۲۴   | آماره دو-دین-واتسون |         | ۱/۱۵۳     |
| معنی داری            | ۰/۰۰۰   |                     |         |           |

همانطور که جدول ۵ نشان می‌دهد، وابستگی دولتی با ریسک سیستماتیک رابطه مستقیم و معنادار دارد. به عبارتی وابستگی دولتی، ریسک سیستماتیک شرکتها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مقدار ضریب تعیین بیانگر این است که ۱۶ درصد از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. معناداری آماره اف نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی در کل معنی‌دار بوده و می‌توان بر آن اکتفا نمود. از میان متغیرهای کنترلی نیز نسبت بدهی‌ها و نسبت دارایی‌های نامشهود با ریسک سیستماتیک دارای رابطه معناداری می‌باشند. به عبارتی تغییرات این دو متغیر بر روی ریسک 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 ۵ بیانگر عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل می‌باشد.

### نتیجه‌گیری و بحث

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر وابستگی دولتی بر ریسک سیستماتیک طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ بوده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنادار بین وابستگی دولتی و ریسک سیستماتیک می‌باشد. به عبارت دیگر می‌توان عنوان کرد که با افزایش وابستگی شرکتها به دولت، ریسک سیستماتیک نیز افزایش پیدا کرده است. این یافته بر نقش مهم وابستگی سیاسی شرکتها پذیرفته در بورس اوراق بهادار به هنگام بررسی نوسان‌های بازده سهام آنها بطور غیر مستقیم و به دنبال آن به عنوان یک عامل تأثیرگذار بر ریسک سیستماتیک تأکید و در واقع نشان می‌دهد که وابستگی سیاسی به عنوان سازه‌ای از ریسک سیاسی جزء جدایی ریسک سیستماتیک است.

در برخی موارد، دخالت دولت در بازار سرمایه می‌تواند موجب بی‌ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان پذیری بیشتر بازده سهام بخش بزرگی از بازار سرمایه کشور (که تحت مالکیت دولتی بطور مستقیم و یا غیر مستقیم هستند) شود. در نتیجه این قبیل شرکتها در مقایسه با سایر شرکتها از ریسک سیستماتیک بالاتری برخوردار هستند. اگر چه در برخی سالها، دولت با دخالت در بازار سرمایه سعی در کاهش نوسان‌های قیمت سهام و به نوعی کاهش نوسان‌های بازده سهام داشت، اما واقعیت‌های چند سال اخیر در امور اقتصادی و سیاسی کشور نشان داد که رویدادهای سیاسی موجب افزایش نوسان پذیری بیشتر بازده سهام در بازار سرمایه کشور (که بخش عمده‌ای از آن شرکتها با مالکیت دولتی تشکیل می‌دهند) و در واقع موجب افزایش ریسک سیستماتیک شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در تدوین هرگونه مدل ارزیابی ریسک سیستماتیک می‌بایست وابستگی سیاسی نیز در نظر گرفته شود. شاید دلیل عمده آن این باشد که وابستگی

سیاسی متأثر از رخدادهای سیاسی بوده که ابعاد وسیع تری از عوامل نوسان ساز بازده سهام (از قبیل نرخ ارز، تورم و...) را نیز تحت تاثیر خود قرار می دهد بنابراین موجب تغییر در ریسک سیستماتیک می شود. یافته های این پژوهش با نتایج پژوهش سولومین، لین، نورتونو سولومون (۲۰۰۳) همسواست که نشان دادند مالکیت سهامداران عمده می تواند بر ریسک شرکت تاثیر داشته باشد. همچنین نتایج این پژوهش با یافته های نیکبخت و طاهری (۱۳۹۳) مطابقت دارد که بین درصد سهامداران نهادی و ریسک سیستماتیک، ارتباط معناداری وجود دارد. از طرف دیگر، این یافته برخلاف دیدگاه کوان لی (۲۰۱۲) می باشد.

شرکتهای دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) در انتخاب فرصت های سرمایه گذاری بهتر عمل می کنند و می توانند از وابستگی های دولتی در انتخاب پروژهها با ارزش فعلی مثبت بهره مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را تغییر می دهند. نتایج این پژوهش با یافته لیون (۲۰۰۵) مشابه نیست که معتقد بود ساختار دولتی می تواند باعث تغییر در ریسک شرکتها شود، اما با این یافته اشباق و همکاران (۲۰۰۹) مطابق است که ساز و کار حاکمیت شرکتی از طریق نظارت بیشتر و کنترل اقدام های فرصت طلبانه مدیران باعث کاهش ریسک شرکتها خواهد شد.

باتوجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می شود که سهامداران هنگام سرمایه گذاری در سهام شرکتها به درصد مالکیت دولتی شرکتها توجه نمایند. زیرا شرکت های دارای وابستگی دولتی به طور معمول از راه های مختلف می توانند تحت تاثیر ریسک سیستماتیک (از جمله عوامل مربوط به وضعیت سیاسی و اقتصادی) قرار بگیرند.

برای پژوهش های آتی پیشنهاد می شود:

- ۱- بررسی تاثیر تغییر دولتها بر ریسک سیستماتیک و همچنین تاثیر وابستگی دولتی بر ریسک غیر سیستماتیک
- ۲- بررسی رابطه میان کیفیت افشای اطلاعات در شرکت های دارای وابستگی دولتی و ریسک سیستماتیک

۳- بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر رابطه نوع مالکیت و ریسک سیستماتیک

این پژوهش نیز مانند دیگر پژوهش ها دارای محدودیتهایی بود که می تواند تعمیم پذیری نتایج را با مشکل روبرو سازد. عمده ترین این محدودیتها عبارتند از:

الف- بدلیل نحوه انتخاب شرکتها، نتایج به شرکت های سرمایه گذاری، بانکها و بیمه قابل تعمیم نمی باشد.

ب- در نظر نگرفتن اثر متغیرهای کلان اقتصادی از قبیل تورم، نرخ ارز و...

## منابع

- Alt, J. E. and R. C. Lowry (1994). "Divided government, \_scal institutions, anbudgetde\_cits: Evidence from the states. *American Political Science Review*, (2): 811-828.
- Ajinkya, B, S. Bhojraj, P. Sengupta. (2005). The association between outside directors, institutional investors and properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*,(43): 343-376.
- Ashbaugh-Skaife H, D. W. Collins, W. R. Kinney, R. Lafond. (2009). The effect of SOX internal control deficiencies on firm risk and cost of equity. *Journal of Accounting Research* ,(47): 1-43
- Besley. T. , A. Case (2003). "Political institutions and policy choices: evidence from the United States." *Journal of Economic Literature* 41(1): 7-73.
- Caplan, B. (2001). "Has Leviathan been bound? A theory of imperfectly constrained government with evidence from the states." *Southern Economic Journal*, (39): 825-847.
- Cetrelli, N. (2006), "Discussion of Inflation and Finance Performance what have we learned in the Last Ten Years? (John Boyd and Bruce Champ)", [http://www.newyorkfed.org/research/economists/cetorelli/Boyd\\_and\\_Champ\\_discussion\\_Cetorelli.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/economists/cetorelli/Boyd_and_Champ_discussion_Cetorelli.pdf).
- Chaney, P. K, M. Faccio, and D.C. Parsley (2010) The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms. Working paper, Vanderbilt University
- Correia .M.(2012) Political Connections, SEC Enforcement and Accounting Quality, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 61, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).PP.1-25.
- Dario. C. (2014). Political A\_liation and Risk of Default: Are Republicans or Democrats More Fiscally Responsible?. *Working paper*, Carnegie Mellon University
- Deqiu Chen,S. L, Jason. Z. X, Hong. Z. (2014). The effect of government quality on corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*,(27): 384-400
- Ferreira, M. , P. Laux. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk and information flow. *The Journal of Finance*,(62): 951-989
- George, J. , Jiang, D , Xu. Tong. Y. (2009). The Information Content of Idiosyncratic Volatility. *Journal of financial and quantitative analysis*,(44): 1-28
- Gounopoulos,D.(2004).Accuracy of Management Earnings Forecasts in IPO Prosp-ectuses: Evidence From Athens Stock Exchange. *Working Paper*, University of Surrey: United Kingdom

- Graham, J. C. Harvey , S. Rajgopal.( 2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*,(40): 3-73
- Hong. G, S. Sarkar. (2007). Equity Systematic Risk (Beta) and Its Determinants. *Contemporary Accounting Research*, (24).423-466.
- Hurwitz L. (1973).Contemporary approaches to political stability. *Comparative Politics*, (5). 449-63
- Jensen. M. (1993).The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*,(48): 831-880.
- Larcker. D. F, 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>).
- Levine.R.(2005).Law, endowments, and property rights. *J. Econ. Perspect.*(19) 61-88.
- Mashayekhi.b , Motmaen.m.(2013). Systematic Risk and Conditional Conservatism. *Journal of financial research*, 15 (1) 109-128(in Persian).
- Meshki.m, AsiRabbani.m.(2011). An Investigation of Relationship between Management Forecast Error with Abnormal Rate of Return and Systematic Risk at Tehran Stock Exchange. *The Accounting And Auditing Review*, 18(66) 53-68.(in Persian).
- Nikbakht. M , Taheri, Z.(2014). Investigating the Relationship between Corporate Governance and Systematic Risk. *Journal Of The Accounting And Auditing Review*, 21(1) 109-126.(in persian).
- Opler. T, J. Sokobin. 1997. "Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors, *Working paper*, Ohio State University.
- Peasnell. K, Pope. P, Young. S. (2001). *Board Monitoring & Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?* Accounting and Finance, *Working Paper Series*. Available atSSRN:<http://ssrn.com/abstract=24955>or<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.249557>.
- Quan. L.(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>.
- Knight. B. (2006). "Are policy platforms capitalized into equity prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 presidential election. *Journal of Public Economics*, 90(4): 751-773.
- Rajgopal. S, Mohan. v. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility, *Journal of Accounting and Economics*,(5): 1-20



- Reed, W. R. (2006). "Democrats, Republicans, and taxes: Evidence that political parties matter. *Journal of Public Economics*, 90(4): 725-750.
- Saedi, a, Ramsheh, m. (2011). The Systematic Risk Determinants in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Researches*, 3(1): 125-142. (in Persian).
- Sarioalghalam, m. (1994). Development, the Third World and the international system. Third edition. Tehran: Publication ambassador.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Skinner, D. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32: 38-60.
- Solomon, J. F., Lin, S. W., Norton, S. D. & Solomon, A. (2003). Corporate governance reform in Taiwan. *Corporate Governance: an international Review*, 11 (3): 235-248.
- 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/>).
- Yen, y. h, Pei, G and Shean, B. C. (2012). Political connections, corporate governance and preferential bank loans. *Pacific-Basin Finance Journal*, (21): 1079-1101.
- Xu, K. W, Asokan, A. (2012) Quality of reported earnings by Chinese firms: The influence of ownership structure, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, (28): 193