

## ریسک سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام با تاکید بر نقش تعدیل کننده روابط سیاسی

شماره ۳۶ / زمستان ۱۳۹۹ (جلد چهارم) / صص ۸۷-۹۸  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

آرزو سلیمی تازه کند

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.  
arezoosalimi117@gmail.com

دکتر داود گرجی زاده

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران (نویسنده مسئول).  
d.gorjizadeh@hnhk.ac.ir

دکتر مریم صفرپور

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.  
m.safarpoor@hnhk.ac.ir

### چکیده

تحقیق پیش رو با هدف بررسی تاثیر ریسک سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام با تاکید بر نقش تعدیل کننده روابط سیاسی، اقدام به جمع آوری داده‌های مرتبط با تحقیق کرد. این تحقیق از نوع کاربردی می باشد و داده ها از نوع مشاهدات پس رویدادی می باشند. روش تحقیق به صورت توصیفی همبستگی است که در آن مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه، مقاله و اینترنت جمع آوری شده و به صورت استدلال قیاسی و در رد یا اثبات فرضیه های پژوهش با بکارگیری روشهای آماری مناسب از استدلال استقرایی در تعمیم نتایج استفاده می شود. جامعه آماری معین شده در پژوهش پیش رو شامل شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران برای بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ بوده و برای انتخاب شرکت های نمونه از روش حذفی سیستماتیک استفاده شد. برای آزمون فرضیه های این تحقیق و تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته نیز از الگوهای اقتصادسنجی استفاده شده و از آنجا که نتیجه گیری از طریق آزمایش داده های موجود است، تحقیق در گروه نظریه های اثباتی قرار می گیرد. داده ها پانل دیتا و روش برآورد آماری رگرسیون اثرات ثابت یا تصادفی است. نتایج تحقیق نشان داد که روابط سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر منفی و معناداری دارد. از سوی دیگر ریسک سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر معناداری ندارد. همچنین نتایج تحقیق بیانگر آن بود که ریسک سیاسی بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و روابط سیاسی تاثیرگذار نیست.

**کلید واژگان:** ریسک سیاسی، هزینه حقوق صاحبان سهام، روابط سیاسی.

### مقدمه

هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی به شمار می رود. هزینه سرمایه در تصمیمات مالی نقش مهمی ایفا می کند. مدیران شرکت ها در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نمایند. از میان اجزاء تشکیل دهنده هزینه سرمایه، هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام به عنوان مهم ترین جزء محسوب می -

شود. زیرا شرکت‌ها درصد بالایی از منابع خود را از این محل تامین می‌کنند. یکی از عوامل مهم و شایان توجه که هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد، ارتباطات سیاسی بنگاه‌های اقتصادی است. روابط و نفوذ سیاسی بر وضعیت مالی بنگاه‌های اقتصادی تأثیر می‌گذارد. استدلال این است که شرکت‌های دارای روابط گسترده سیاسی، به دلیل برخورداری از شرایط خاص، هزینه‌های کمتری را متحمل می‌شوند (محسنی، ۱۳۹۷).

یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های بازار سرمایه هر کشور تأثیر پذیری از مسایل سیاسی است. تغییرات سیاسی در بدنه حاکمیت از آنجا که تغییراتی در دیدگاه‌های اقتصادی در پی دارد تأثیر ملموس و سریعی بر بورس اوراق بهادار می‌گذارد. در هر کشوری که از دیدگاه سرمایه‌گذاران مقدار ریسک در حد غیر قابل قبولی زیاد باشد، هیچ ترفند مالی برای جلب سرمایه موفق نخواهد شد (جکوبسن، ۲۰۱۰).

ریسک سیاسی به دنبال تکامل تدریجی تئوری اقتصادی در اوایل قرن بیستم در بیشتر کشورهای صنعتی دنیا، از رویدادهای سیاسی و شرایط نامطلوب در امور بین‌المللی به وجود آمد. جنگ‌ها، درگیری‌های داخلی و حملات تروریستی خارجی همگی برای ایجاد بی‌ثباتی سیاسی پیش‌نیاز هستند. ریسک سیاسی اشاره به تغییر داشته و تغییر، اغلب توسط دولت ایجاد می‌شود که به شکل‌گیری مجدد محیط کسب و کار در یک کشور منجر می‌شود. این ریسک از طریق ثبات دولت، مقدار استقلال قوه قضایی و اعتبار یک سیستم قانونی درک شده است. بر طبق نظر آگمنت ریسک سیاسی به عنوان تغییرات غیر منتظره در عوامل تولید، داد و ستد کالا و خدمات ناشی از اقدامات و واکنش‌های دولت تعریف شده است (زورگویی، ۲۰۱۱).

منشأ ریسک سیاسی، نوعی از فعالیت‌های خارجی دولت است که به طور منفی بر جریان نقدینگی ناشی از سرمایه‌گذاری بین‌المللی یک یا چند کمپانی اثر می‌گذارد. به همین دلیل است که کمپانی‌های چند ملیتی اثرات این ریسک را بر جریان نقدینگی خود سنجیده و در نهایت تصمیم به سرمایه‌گذاری در یک کشور می‌گیرند. در واقع یکی از چالش‌های پروژه‌های سرمایه‌گذاری، محاسبه ریسک سیاسی است. ریسک سیاسی سبب نوسانات بزرگی در تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌شود. به همین دلیل سرمایه‌گذاران درباره تغییرات در محیط سرمایه‌گذاری به دلیل سیاست‌های محلی و جهانی خیلی نگران هستند. مطالعات نشان می‌دهد که عوامل تعیین‌کننده اصلی توسعه مالی شامل منشا حقوقی، نهادها، سیاست باز اقتصادی و عوامل سیاسی است. در میان این عوامل تعیین‌کننده، عوامل سیاسی منبع مهمی هستند که از سیاست‌ها و چارچوب‌های اجرا شده قانونی و نهادی نشأت گرفته و بر توسعه سیستم مالی تأثیرگذار هستند (گوگردچیان و همکاران، ۱۳۹۴).

برقراری ارتباط سیاسی موجب کسب مزایای اطلاعاتی می‌شود که این امر به شرکت‌ها کمک می‌کند تا افشای عدم قطعیت سیاست اقتصادی را کاهش دهند. ولمن (۲۰۱۷) بیان می‌کند که بین شرکت‌های سیاسی و قانون‌گذاران، تقارون اطلاعاتی وجود دارد. اگر چه تمام شرکت‌ها دارای حقوق برابر برای گفتگو با سیاست‌گذاران هستند اما همه شرکت‌ها فرصت‌های برابری برای ارتباط با آن‌ها را ندارند. سیاست‌گذاران تمایل دارند تا زمان خود را برای شرکت‌هایی که ارتباط خوبی با آن‌ها دارند، اولویت بندی نمایند. بنگاه‌های دارای روابط سیاسی توانایی کسب اطلاعات سیاسی از منابع برتر دارند که به آن‌ها اجازه می‌دهد اثر بالقوه سیاست‌های موجود و اینکه آیا سیاست‌ها موفق خواهند شد را بهتر پیش‌بینی کنند. داشتن روابط سیاسی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا سطح عدم اطمینان اقتصادی را در فعالیت‌های تجاری شان کاهش دهند (ویت فام، ۲۰۱۹).

اگرچه حمایت دولت، مزیت‌هایی مثل هزینه کمتر تأمین مالی را برای یک شرکت خاص به ارمغان می‌آورد، اما از طرف دیگر ممکن است منجر به ناکارایی عملکرد شرکت گردد. امروزه جامعه تجارت جهانی همانند گذشته با سطح قابل توجهی از ریسک‌های سیاسی روبه‌روست اما آنچه بدیهی است این موضوع است که ماهیت این ریسک‌ها تغییر شکل داده و هم اکنون

ریسک سیاسی یک پدیده بسیار پیچیده و چند بعدی است که جامعه تجارت جهانی را به ویژه در مورد ارزیابی دقیق و مدیریت آن به شدت به چالش کشیده است. از آنجایی که ریسک سیاسی به طور منفی بر جریان نقدینگی ناشی از سرمایه گذاری بین المللی اثر می گذارد ممکن است که بر هزینه حقوق صاحبان سهام نیز تاثیرگذار باشد که برای تشخیص تاثیر آن به یک تجزیه و تحلیل قوی نیاز است. لذا تحقیق حاضر در پی یافتن شواهد تجربی جهت پاسخ به سوال اصلی تحقیق است که آیا ریسک سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر گذار است یا خیر؟

### فرضیه های پژوهش

- ۱- روابط سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر گذار است.
- ۲- ریسک سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر گذار است.
- ۳- ریسک سیاسی بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و روابط سیاسی تاثیر گذار است.

### روش پژوهش

این تحقیق از دیدگاه شیوه استدلال قیاسی، بر مبنای هدف کاربردی و بر مبنای روش مورد استفاده از نوع همبستگی می باشد. تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی است. از لحاظ طرح پژوهشی آن از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی است. از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی است. این پژوهش از لحاظ استدلال از نوع پژوهش های استقرایی است، که با مشاهده اجزایی از جامعه (نمونه) نسبت به ارائه الگویی برای کل جامعه اقدام نماید، و همچنین این پژوهش در حوزه پژوهش های اثباتی حسابداری و بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت ها مبتنی است. جامعه تحقیق شامل شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران برای بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ بوده که فیلترهای زیر بر روی آن ها اعمال شده باشد.

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد؛ زیرا برخی از شرکتها طی دوره موردنظر به بورس وارد شده و یا از بورس خارج شده اند و داده های این شرکتها برای مقایسه با سایر شرکتها مناسب نیست.
۲. جزء شرکت های سرمایه گذاری، بانک ها، مؤسسات بیمه و لیزینگ نباشند به دلیل اینکه این شرکتها از نظر ماهیت فعالیت با سایر شرکتها قابل مقایسه نیستند.
۳. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد. به دلیل اینکه سال مالی برخی از شرکت های بورس اوراق بهادار تهران به تاریخهای متفاوتی ختم می شود. لذا شرکت هایی با یکدیگر قابلیت مقایسه دارند که سال مالی یکسانی داشته باشند.
۴. شرکت در طی دوره زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشد. به دلیل اینکه شرکتها قابلیت مقایسه بیشتری داشته باشند.
۵. شرکت موردنظر طی دوره پژوهش، وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشد.
۶. شرکت های خارج شده از بورس یا ورشکسته (شرکت های که زیان انباشه آنها به میزان دو سوم سرمایه آنها باشد).

جدول (۱): تعداد شرکت‌های نمونه

۵۰۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۱
-۵۶	شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری
-۱۱۹	سال مالی غیر ۱۲/۲۹
-۲۴	تغییر سال مالی
-۷۸	وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشد.
-۵۱	شرکت‌های ورشکسته و خارج شده از بورس
-۶۰	عدم موجود بودن داده‌ها و ابهام در مقدار آنها
۱۱۳	شرکت‌های مورد استفاده در نمونه

به این ترتیب از بین شرکت‌های جامعه آماری، ۱۱۳ شرکت به عنوان نمونه پژوهش، جهت بررسی و آزمون فرضیات انتخاب گردیدند.

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. در این روش از مقاله‌های موجود در نشریات معتبر که از سایت‌های علمی اینترنتی اخذ گردیده است، به علاوه مجله‌های علمی، نمایه‌ها، پایان‌نامه‌ها و کتاب‌های مرتبط با موضوعات، استفاده شده است. اطلاعات مالی مورد نیاز، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده، سایت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>، سایت مدیریت فناوری بورس اوراق بهادار، سامانه جامع اطلاع رسانی ناشران (کدال)<sup>۲</sup> و نرم افزار ره آورد نوین گردآوری شده است.

برای برآورد مدل تحقیق از رگرسیون پانل استفاده می‌شود. آزمون‌های چاو و هاسمن به منظور تشخیص نوع رگرسیون پانل مورد نیاز، آزمون هم خطی برای تشخیص عدم هم خطی بین متغیرهای سمت راست مدل، آزمون ناهمسان واریانس و خود همبستگی برای درک وجود یا عدم وجود ناهمسانی و خود همبستگی بین پسماندها و در انتها بررسی مانایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون دیکی فولر صورت می‌گیرد. نرم‌افزار مورد استفاده شامل Excel و Eviews می‌شود.

### مدل و متغیرهای تحقیق

مدل‌های تحقیق بر گرفته از تحقیق وانگ و دیگران (۲۰۱۸) است. مدل تحقیق به قرار زیر است:

$$Ravg_{it} = \beta_0 + \beta_1 POLCON_{it} + \beta_2 POLRISK_{it} + \beta_3 (POLCON_{it} * \beta_3 POLRISK_{it}) + \beta_4 IVOL_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 BM_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل  $i$  نماد شرکت،  $t$  نماد سال،  $\varepsilon_{it}$  پسماند مدل،  $\beta_1$  و ... ضرایب متغیرهای تحقیق هستند.

### متغیر وابسته

هزینه حقوق صاحبان سهام ( $Ravg_{it}$ ): نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام هر سال شرکت نیز از طریق مدل رشد گوردون محاسبه و تعیین گردیده است. طبق این مدل، هزینه سرمایه شرکت از طریق رابطه زیر بدست می‌آید.

1.www.irbourse.com  
2.www.codal.ir

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g$$

F: درصد هزینه صدور و فروش

$D_1$ : سود تقسیمی پایان سال، یعنی  $D_1 = D_0(1 + g)$

g: درصد تغییر سود تقسیمی سال جاری نسبت به سال قبل

$P_0$ : قیمت جاری سهام

$D_0$ : آخرین سود سهمی تقسیمی هر سهم

### متغیر مستقل

روابط سیاسی ( $POLCON_{it}$ ): در این تحقیق، به منظور دستیابی به شاخص مشترک برای تعیین متغیر شرکت های دارای ارتباطات سیاسی از شش متغیر تعداد کارکنان، فروش خارجی، بیمه سهم کار فرما و بیکاری، جمع دارایی های شرکت، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و مالیات بر درآمد استفاده شده است. شاخص های شش گانه برای شرکت ها بصورت جداگانه محاسبه و با بکار گیری از روش آنتروپی، وزن هر یک از شاخص ها تعیین و از اوزان بدست آمده برای رتبه بندی شرکت ها با استفاده از روش تاپسیس استفاده می گردد. بعد از رتبه بندی شرکت ها به صورت نزولی ۵۰٪ اول، به عنوان شرکت های دارای ارتباطات سیاسی زیاد و مابقی به عنوان شرکت های دارای ارتباطات سیاسی کم در نظر گرفته شدند که به گروه اول، عدد یک و به گروه بعدی عدد صفر داده می شود.

### متغیر تعدیلگر

ریسک سیاسی ( $POLRISK_{it}$ ): ریسک سیاسی توسط موسسه بین المللی ICRG گزارش شده و بر پایه اطلاعاتی چون میزان ثبات دولت، شرایط اقتصادی و اجتماعی و ... انجام می شود. میزان ریسک سیاسی هر کشور در سایت (<https://www.prsgroup.com>) این موسسه موجود است.

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ ): لگاریتم طبیعی فروش شرکت

دفتری به بازار ( $BM_{it}$ ): نسبت ارزش دفتری به بازاری حقوق صاحبان سهام

اهرم مالی ( $LEV_{it}$ ): نسبت بدهی به دارایی ها

بازده دارایی ها ( $ROA_{it}$ ): نسبت سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها

ریسک سیستماتیک ( $IVOL_{it}$ ): بتا در مدل CAPM که از طریق نرم افزار رهاورد نوین استخراج می گردد.

## یافته های تحقیق

جدول (۲): آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	تعداد
هزینه حقوق صاحبان سهام	۰/۰۸۴۵	۰/۰۷۷۲	۰/۵۵۲۸	-۰/۵۹۸۲	۰/۱۱۹۹	۸۶۸
روابط سیاسی	۰/۵۱۷۲	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۴۹۹۹	۸۶۸
ریسک سیاسی	۴/۸۰۵۷	۴/۹۸۰۰	۵/۲۲۰۰	۴/۲۴۰۰	۰/۳۷۷۲	۸۶۸
اندازه شرکت	۱۴/۲۳۱۶	۱۴/۱۶۲۶	۱۹/۳۱۳۳	۱۰/۴۹۱۶	۱/۴۷۸۱	۸۶۸
ارزش دفتری به بازار	۰/۳۸۷۱	۰/۳۰۸۶	۳/۸۴۹۸	-۳/۷۴۱۲	۰/۳۹۵۳	۸۶۸
اهرم مالی	۰/۵۸۵۳	۰/۵۹۵۶	۰/۹۹۶۷	۰/۰۶۱۰	۰/۱۹۵۰	۸۶۸
بازده دارایی ها	۰/۱۰۳۴	۰/۰۸۲۶	۰/۶۳۱۳	-۰/۴۹۳۰	۰/۱۳۷۳	۸۶۸
ریسک سیستماتیک	۰/۷۳۲۹	۰/۶۴۰۰	۷/۳۰۰۰	-۳/۴۱۰۰	۱/۰۵۰۵	۸۶۸

در جدول ۲ مشاهده می شود که متغیر اهرم مالی دارای میانگین ۵۸٪ بوده که به این معناست که شرکتها به طور متوسط ۵۸ درصد ارزش دفتری دارایی های خود را از محل بدهی ها تامین کرده اند. متغیر بازده دارایی ها دارای میانگین ۱۰٪ است که به این معناست که بطور متوسط در شرکت های مورد بررسی ۱۰ درصد از کل دارایی های شرکتها به سود تبدیل شده است.

## آزمون توزیع متغیرها

جدول (۳): توزیع متغیر وابسته

متغیرها	هزینه حقوق صاحبان سهام
آزمون جارک و برا	۱/۸۵۹۳
ارزش احتمال	۰/۰۹۶۲

در جدول ۳ مشاهده می شود که با توجه به آماره جارکا و برا (Jarque-Bera) که معناداری آن بیشتر از ۵ درصد است، توزیع متغیرهای وابسته تحقیق نرمال است.

همبستگی متغیرهای پژوهش

جدول (۴): ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون

بازده دارایی‌ها	اهرم مالی	ارزش دفتری به بازار	روابط سیاسی ریسک سیاسی اندازه شرکت	روابط سیاسی ریسک سیاسی	هزینه حقوق صاحبان سهام	
					۱/۰۰۰۰	هزینه حقوق صاحبان سهام
					-----	
				۱/۰۰۰۰	-۰/۰۱۶۳	روابط سیاسی
				-----	-۰/۶۴۰۰	
			۱/۰۰۰۰	-۰/۱۱۳۳	-۰/۰۵۸۴	ریسک سیاسی
			-----	-۰/۰۰۱۲	-۰/۰۹۵۱	
			۱/۰۰۰۰	-۰/۰۱۸۱	-۰/۰۰۳۷	اندازه شرکت
			-----	-۰/۰۶۰۵۶	-۰/۰۰۰۲	
		۱/۰۰۰۰	-۰/۱۹۶۰	-۰/۱۶۴۷	-۰/۰۲۰۱	ارزش دفتری به بازار
		-----	-۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۰۰	-۰/۵۶۴۹	
	۱/۰۰۰۰	-۰/۲۲۵۵	-۰/۰۶۲۲	-۰/۰۳۶۵	-۰/۰۱۲۸	اهرم مالی
	-----	-۰/۰۰۰۰	-۰/۰۷۵۳	-۰/۲۹۷۳	-۰/۷۱۳۳	
۱/۰۰۰۰	-۰/۵۱۷۵	-۰/۱۰۳۶	-۰/۱۱۹۸	-۰/۱۲۷۸	-۰/۰۰۹۹	بازده دارایی‌ها
-----	-۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۳۰	-۰/۰۰۰۶	-۰/۰۰۰۲	-۰/۷۷۶۷	
-۰/۰۵۴۵	-۰/۰۷۲۹	-۰/۰۹۷۱	-۰/۱۳۶۶	-۰/۰۰۵۲	-۰/۰۰۸۶	ریسک سیستماتیک
-۰/۱۱۹۶	-۰/۰۳۷۱	-۰/۰۰۵۵	-۰/۰۰۰۱	-۰/۸۸۱۵	-۰/۸۰۵۱	

از جدول ۴ می‌توان دو نتیجه را استنباط کرد. در مرحله اول رابطه همبستگی بین متغیرهای وابسته و مستقل تحقیق در ثانی رابطه بین متغیرهای مستقل و کنترلی با یکدیگر در صورتی که بین متغیرهای مستقل و کنترلی رابطه همبستگی قوی وجود داشته باشد هر دو متغیر نمی‌توانند در یک مدل آماری قرار بگیرند. علت آن وجود هم خطی در بین دو متغیر است. همان‌طور که در جدول مشاهده می‌شود هیچ جفت متغیر مستقل و کنترلی رابطه همبستگی قوی با یکدیگر ندارند.

نتایج آزمون فرضیه‌ها  
بررسی ناهمسانی واریانس

برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس جملات اخلاص آزمون وایت برای مدل استفاده شده در تحقیق انجام شده است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس وایت LR به شرح جداول زیر می باشد:

جدول (۵): نتایج آزمون ناهمسانی آرچ LM

شرح	مقدار آماره	ارزش احتمال	نتیجه
LR	۳۸۷	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس

همانطور که مشاهده می شود برای آزمون مدل تحقیق نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته یا EGLS است.

### آزمون معنی دار بودن روش اثرات ثابت

برای آزمون معنی دار بودن روش اثرات ثابت باید از دو آزمون آماره F لیمر و هاسمن استفاده نمود. نتایج آزمون F لیمر به قرار زیر است:

جدول (۶): نتایج آزمون آماره F (Test cross-section fixed effects)

شرح	مقدار آماره	ارزش احتمال	نتیجه
Cross-section F	۲/۲۴۸	۰/۰۰۰۰	داده ها پانل

همانطور که مشاهده می شود برای آزمون مدل تحقیق اثرات وجود داشته و با استفاده از آزمون هاسمن نوع اثرات مشخص می شود.

نتایج آزمون هاسمن به قرار زیر است:

جدول (۷): نتایج آزمون هاسمن (Hausman Test)

شرح	مقدار آماره	ارزش احتمال	نتیجه
Cross-section random	۱۷/۸۰۹	۰/۰۲۲۷	اثرات ثابت

باتوجه به اینکه در آزمون به عمل آمده برای مدل رگرسیونی، احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد می باشد بنابراین در این مدل باید از روش اثرات ثابت استفاده نماییم.

### بررسی خود همبستگی (استقلال خطاها از یکدیگر)

آماره دوربین - واتسون (Durbin-Watson) در جدول ۷ برابر با ۲/۰۱ است. از آنجا که این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است، می توان بیان نمود که در مدل تحقیق، عدم وجود همبستگی بین باقیمانده ها پذیرفته می شود. یعنی طبق فرآیند عملیاتی برآورد مدل این خودهمبستگی سریالی رفع شده است.

### برآورد مدل تحقیق

تحقیق پیش رو دارای یک مدل است که به دنبال آزمون فرضیه های اول و دوم تحقیق است. متغیر وابسته در این مدل هزینه حقوق صاحبان سهام است و متغیر مستقل، روابط سیاسی است. همچنین ریسک سیاسی متغیر تعدیل گر می باشد. نتایج آزمون این مدل به قرار زیر است



جدول (۸): نتایج آزمون تحلیل رگرسیون مدل تحقیق به روش EGLS

$$Ravg_{it} = \beta_0 + \beta_1 POLCON_{it} + \beta_2 POLRISK_{it} + \beta_3 (POLCON_{it} * \beta_3 POLRISK_{it}) + \beta_4 IVOL_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 BM_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره	معناداری
عرض از مبدا	۰/۴۹۲۳	۰/۰۷۶۹	۶/۳۹۷۲	۰/۰۰۰۰
روابط سیاسی	-۰/۱۴۸۲	۰/۰۴۸۶	-۳/۰۴۷۵	۰/۰۰۲۴
ریسک سیاسی	-۰/۰۵۲۳	۰/۰۴۰۹	-۱/۲۷۶۱	۰/۲۶۱۲
روابط سیاسی* ریسک سیاسی	-۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۱۷	-۱/۶۶۷۱	۰/۰۹۵۹
اندازه شرکت	-۰/۰۲۰۱	۰/۰۰۴۶	-۴/۳۱۸۶	۰/۰۰۰۰
ارزش دفتری به بازار	۰/۰۲۰۱	۰/۰۰۸۴	۲/۳۶۹۹	۰/۰۱۸۱
اهرم مالی	۰/۱۰۱۸	۰/۰۲۰۴	۴/۹۸۹۲	۰/۰۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰/۶۳۳۷	۰/۰۲۶۱	۲۴/۱۹۱۴	۰/۰۰۰۰
ریسک سیستماتیک	۰/۰۳۱۳	۰/۰۱۰۰	۳/۱۰۶۲	۰/۰۰۲۰
ضریب تعیین	۰/۷۰۸۱	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۵۲۳
آماره F	۱۲/۶۷۱۷	دوربین واتسون		۲/۰۱۶۴
معناداری	۰/۰۰۰۰			

آماره ضریب کلی (آماره F) بزرگ تر از آماره بحرانی و سطح معنی داری آن نیز کوچک تر از ۵ درصد است که بیانگر آن است که رابطه ای خطی میان متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. همچنین در جدول فوق مشاهده می شود که ضریب برآورد شده برای متغیر روابط سیاسی -۰/۱۴۸۲ و ارزش احتمال آن ۰/۰۰۲۴ است. از آنجا که مقدار ارزش احتمال کمتر از ۵ درصد است و علامت ضریب برآوردی نیز منفی است، از این رو رابطه منفی و معناداری بین متغیرهای روابط سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. بنابراین فرضیه اول تحقیق تایید می شود.

از سوی دیگر متغیر ریسک سیاسی با ضریب -۰/۰۵۳ با احتمال ۰/۲۶ معنادار نبوده همچنین ضریب متغیر ضریب (روابط سیاسی\* ریسک سیاسی) برابر با -۰/۰۰۲۹ بوده و ارزش احتمال آن ۰/۰۹۵۹ است. از آنجایی که مقدار ارزش احتمال آن بیشتر از ۵٪ است می توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵٪ ریسک سیاسی بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و روابط سیاسی تاثیرگذار نیست و به این ترتیب فرضیه دوم و سوم تحقیق رد می شود. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۶۵ درصد و نشان دهنده این است که ۶۵ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین می شود.

### جدول (۹): خلاصه نتایج بررسی فرضیه ها

نتیجه	فرضیه	ردیف
تایید- منفی	روابط سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیرگذار است.	۱
عدم تایید	ریسک سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیرگذار است.	۲
عدم تایید	ریسک سیاسی بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و روابط سیاسی تاثیرگذار است.	۳

### بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش با تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق، به نتایجی دست یافتیم که در زیر به آن‌ها اشاره می‌کنیم:

**فرضیه اول:** روابط سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیرگذار است.

هدف از آزمون این فرضیه که در فصل چهارم انجام شد، ارزیابی رابطه بین روابط سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام است. با توجه به نتایج حاصل از جدول برآورد مدل تحقیق در فصل ۴، ارزش احتمال برای متغیر روابط سیاسی، کمتر از ۰/۰۵ بوده و علامت ضریب برآوردی برای متغیر مذکور، منفی است. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود که بیانگر آن است که رابطه منفی و معناداری بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد و رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که روابط سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر منفی و معناداری دارد. به این ترتیب فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

بررسی نتایج و تجزیه و تحلیل سوال‌های پژوهش و مقایسه آن با سایر پژوهش‌های انجام شده نشان داد که یافته‌های این تحقیق در رابطه با فرضیه اول (روابط سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر منفی و معناداری دارد) با نتیجه به دست آمده از تحقیق ویت فام (۲۰۱۹)، بوباگری و همکاران (۲۰۱۲)، نلی ساری و آنوگراه (۲۰۱۱)، محسنی (۱۳۹۷)، همراستا می- باشد. علت احتمالی وجود رابطه منفی و معنادار بین روابط سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام را می‌توان این‌طور بیان نمود: نفوذ دولت در واحدهای اقتصادی، از طریق روابط سیاستمداران و یا مالکیت دولتی ایجاد می‌شود. حمایت سیاسی دولت، ممکن است منجر به ایجاد ارزش برای شرکت شود. برای مثال، شرکت‌هایی که از ارتباط خوبی با دولت برخوردارند، مالیات کمتری می‌پردازند، سهم بازار بیشتری دارند، وام‌های بانکی با سهولت بیشتری برای آنان فراهم می‌شود، دولت در عرضه عمومی سهام، به آنها کمک می‌کند و نسبت به سایر شرکت‌ها، آسانتر و با پرداخت هزینه کمتری از امتیازهای مهم بهره‌مند می‌شوند. لذا شرکت‌های دارای روابط گسترده سیاسی، به دلیل برخورداری از شرایط خاص، هزینه‌های کمتری را متحمل می‌شوند. از طرفی هزینه سرمایه در تصمیمات مالی نقش مهمی ایفا می‌کند. مدیران شرکت‌ها در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نمایند. از میان اجزاء تشکیل دهنده هزینه سرمایه، هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام به عنوان مهم‌ترین جزء محسوب می‌شود. زیرا شرکت‌ها درصد بالایی از منابع خود را از این محل تامین می‌کنند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که یکی از عوامل مهم و شایان توجه که هزینه حقوق صاحبان سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد، ارتباطات سیاسی بنگاه‌های اقتصادی است. به بیان دیگر می‌توان گفت که هر چه روابط سیاسی در شرکتی توسعه یابد، هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش خواهد یافت.

**فرضیه دوم و سوم:** ریسک سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام و همچنین بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و روابط سیاسی تاثیرگذار است.

هدف از آزمون این فرضیه که در فصل سوم انجام شد، ارزیابی رابطه بین متغیر ضربی (روابط سیاسی \* ریسک سیاسی) و هزینه حقوق صاحبان سهام است. با توجه به نتایج حاصل از جدول برآورد مدل تحقیق در فصل ۴، ارزش احتمال برای متغیر ضربی (روابط سیاسی \* ریسک سیاسی) بیشتر از ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته شده که بیانگر آن است که رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار نیست. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ریسک سیاسی بر حقوق صاحبان سهام و از سوی دیگر بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و روابط سیاسی تاثیرگذار نیست و به این ترتیب فرضیه دوم و سوم پژوهش رد می‌شود.

در رابطه با فرضیه دوم، یافته‌های این تحقیق (ریسک سیاسی بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و روابط سیاسی تاثیرگذار نیست) با نتیجه به دست آمده از تحقیق ویت فام (۲۰۱۹)، بکارت و همکاران (۲۰۱۶)، گوگردچیان و همکاران (۱۳۹۴)، آل بوسویلیم و همکاران (۱۳۹۰) همراستا است. علت احتمالی این امر را می‌توان این‌طور بیان نمود: منشأ ریسک سیاسی، نوعی از فعالیت‌های خارجی دولت است که به طور منفی بر جریان نقدینگی ناشی از سرمایه گذاری بین المللی یک یا چند کمپانی اثر می‌گذارد. به همین دلیل است که کمپانی‌های چند ملیتی اثرات این ریسک را بر جریان نقدینگی خود سنجیده و در نهایت تصمیم به سرمایه گذاری در یک کشور می‌گیرند. در واقع یکی از چالش‌های پروژه‌های سرمایه گذاری، محاسبه ریسک سیاسی است. ریسک سیاسی در شرکت‌های چند ملیتی سبب نوسانات بزرگی در تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌شود. لذا می‌توان تاثیر این ریسک را بیشتر در شرکت‌های چند ملیتی مشاهده نمود. همان‌طور که در تفسیر نتیجه فرضیه اول بیان شد، شرکت‌های دارای روابط سیاسی، به دلیل برخورداری از شرایط خاص، هزینه سرمایه کمتری را متحمل می‌شوند. اما تاثیر همزمان روابط سیاسی و ریسک سیاسی، منجر به تغییر هزینه حقوق صاحبان سهام نمی‌گردد. زیرا در شرکت‌های دارای روابط سیاسی، به سبب امتیازاتی که این شرکت‌ها نسبت به سایر شرکت‌ها دارند، ریسک سیاسی نمی‌تواند خیلی خطر آفرین باشد و شرکت‌های دارای روابط سیاسی را با مشکل مواجه نماید.

### پیشنهادها برای پژوهش‌های آینده

- ۱- دوره زمانی تحقیق می‌تواند بر نتایج تحقیقات اثرگذار باشد. از این‌رو به پژوهش‌گران پیشنهاد می‌گردد که قلمرو زمانی تحقیق خود را برای دوره طولانی‌تری در نظر بگیرند تا نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشته باشد.
- ۲- در این پژوهش برای محاسبه متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام از فرمول گوردون استفاده شد. پیشنهاد می‌گردد که در پژوهش‌های آتی برای محاسبه این متغیر از روش‌های دیگری استفاده کرده و نتایج مقایسه گردد.

### منابع

- ✓ آل بوسویلیم، مسلم، کریمی هسنیجه، حسین، نوری بخش، محمد، (۱۳۹۰)، تاثیر ریسک‌های سیاسی بر رابطه میان توسعه نظام تأمین مالی و سرمایه گذاری مستقیم خارجی- مورد: کشورهای عضو گروه ۸-D، اقتصاد و توسعه منطقه ای، شماره ۲، صص ۲۵-۴۹.
- ✓ باقرزاده، سعید، (۱۳۸۴)، عوامل مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران تحقیقات مالی، شماره ۱۹، صص ۲۵-۶۴.
- ✓ بولو، قاسم، رحمانی مهر، مسعود، (۱۳۹۲). هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود، پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۸، صص ۵۹-۸۰.

- ✓ ثقفی، علی، رحمانی، علی، معتمدی فاضل، مجید، (۱۳۸۹)، هزینه حقوق صاحبان سهام و متغیرهای حسابداری محرک ریسک، دانش حسابداری، مقاله ۱، دوره ۱، شماره ۲، صص ۹-۳۲.
- ✓ جاوید، داریوش، دستگیر، محسن، عرب صالحی، مهدی، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر کیفیت کنترل داخلی بر محافظه کاری مشروط در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال ۷، شماره ۲۶، صص ۱۲۵-۱۵۱.
- ✓ جعفرزاده اصل، علیرضا، بادآور نهنندی، یونس، (۱۳۹۶)، تأثیر مدیریت واقعی و مصنوعی سود به عنوان شواهدی از ریسک اطلاعاتی گزارشهای مالی حسابرسی شده بر هزینه حقوق صاحبان سهام، دانش حسابرسی، شماره ۶۹، صص ۸۱-۱۰۷.
- ✓ رستمی، رامین، معصومی، جواد، قائمی، محمدحسین، (۱۳۹۱)، کارایی روشهای آماری در رویداد پژوهی در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۱۴، شماره ۲، صص ۱۰۳-۱۱۶.
- ✓ رضائیان، علی، (۱۳۸۳)، مدیریت رفتار سیاسی در سازمان، چاپ دوم، انتشارات سمت، تهران.
- ✓ سرابندی، نریمان، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین بازده مازاد سهام با سود هر سهم پیش‌بینی شده، نسبت قیمت به درآمد هر سهم، نسبت گردش حجم معاملات و معاملات عمده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، وزارت علوم، تحقیقات و فناوری، دانشکده علوم اقتصادی.
- ✓ فتحی، سعید، کبیری پور، وحید، (۱۳۹۱)، بررسی ابعاد مختلف ریسک سیاسی و تأثیرات آن بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، بررسی‌های بازرگانی، شماره ۵۲، صص ۲۰-۳۳.
- ✓ فخاری، حسین، غفاری چراتی، محمود، (۱۳۹۷)، تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه بازرگانی، دوره ۲۲، شماره ۸۷، صص ۱۰۱-۱۲۴.
- ✓ گوگردچیان، احمد، فتحی، سعید، امیری، هادی، سعیدی ورنامخواستی، نسرین، (۱۳۹۴)، تحلیل مقایسه‌ای تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب، دانش سرمایه‌گذاری، سال چهارم، شماره ۱۶، صص ۱۳۵-۱۵۶.
- ✓ محسنی، عبدالرضا، (۱۳۹۷)، ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۹، صص ۲۷۳-۲۹۱.
- ✓ Viet Pham, A(2019). Political risk and cost of equity: The mediating role of political
- ✓ Wang, F., Xu, L., Zhang, J., Shu, W. (2018). Political connections, internal control and firm value: Evidence from China's anti-corruption campaign. Journal of Business Research. 86: 53-67.
- ✓ Wellman, L.A., (2017). Mitigating political uncertainty. Review of Accounting Studies, 22(1), pp. 217-250.
- ✓ 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
- ✓ Zorgui, I. (2011). Institutional Quality and Political Risk. Journal of Economics, Finance and Management Sciences Vol. 3 (1).