

## اثر مدیریت سیاسی بر رابطه بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام: آزمون نظریه اقتصاد سیاسی

محمدرضا مهدی فرد

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات تهران، تهران، ایران.  
mahdifard1@yahoo.com

رمضانعلی رویائی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات تهران، تهران، ایران (مسئول مکاتبات)  
ab\_royaee@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۱/۱۴ تاریخ پذیرش: ۹۴/۲/۹

### چکیده

این پژوهش در چارچوب نظریه اقتصاد سیاسی و با هدف شناسایی تاثیر مدیریت سیاسی بر رابطه بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. در این پژوهش شرکت ها به دو گروه تقسیم گردیدند. شرکت هایی که مدیریت سیاسی بر آن ها حاکم است و سایر شرکت ها. از نظر این تحقیق مدیریت سیاسی زمانی حاکم می گردد که سهامداران عمده یک شرکت، با حداقل ده درصد سهام دارای حق رای، نهادهای حاکمیتی باشند. روش پژوهش از نوع همبستگی و مبتنی بر رگرسیون چند متغیره است و برای تجزیه و تحلیل مدل ها از تحلیل پانلی استفاده شده است. براساس یافته های پژوهش در قلمرو زمانی هفت ساله ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ بر اساس یافته های پژوهش مدیریت سیاسی بر رابطه میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر گذار است، بنابر این با افزایش مدیریت سیاسی در شرکت ها رابطه میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام نیز افزایش می یابد. در پژوهش حاضر رابطه میان مدیریت سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام تایید نگردید. از این رو، نتایج پژوهش کاربرد نظریه اقتصاد سیاسی در شرح رفتار متغیر های مالی را تایید می نماید.

**واژه های کلیدی:** مدیریت سیاسی، بهره وری، هزینه حقوق صاحبان سهام، اقتصاد سیاسی.

## ۱- مقدمه

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

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

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

از نیمه دوم قرن بیستم و با گسترش و نفوذ مکتب لیبرالیسم، نظریه اقتصاد سیاسی وارد متون اقتصادی جهان شد. این نظریه نه تنها مورد توجه اقتصاددانان و سیاستمداران واقع شده است، بلکه جامعه شناسان نیز آثاری در بسط و توضیح این نظریه ارائه داده اند (موسوی و دیگران، ۱۳۸۳). براساس این نظریه اقتصاد و سیاست تاثیر متقابل بر یکدیگر دارند این به این معنا است که فعالیت و تصمیم گیری های سیاسی، تاثیر مستقیم و غیرمستقیم بر فعالیت های اقتصادی و برعکس دارند. براساس این نظریه سیاستمداران و دیوان سالاران، همانند هر فرد دیگری، انگیزه هایی برای انتقال ثروت از طریق فرآیند سیاسی دارند. آنها صرفا کارگزاران بین گروه های ذی نفع رقیب نیستند، بلکه خود نیز گروه ذی نفع هستند. سیاستمداران، دیوان سالاران دولتی، گروه های وابسته به آن ها و تمام طرف های سیاسی انگیزه دارند که منابع تحت کنترل دولت را افزایش دهند، زیرا این افزایش در جهت افزایش توانایی آنها است. هزینه اطلاعات در فرآیند سیاسی فرصتی را برای آن ها فراهم می کند تا قوانین و مقرراتی وضع کنند که کنترل منابع را به دولت و ثروت را به خودشان منتقل کند، بعلاوه دسترسی آن ها به منابع بیشتر و سهل الوصول تر، آن ها را در موقعیت متمایزی نسبت به سایر بازیگران در عرصه اقتصادی قرار داده است. نمود بیرونی چنین وضعیتی حضور مستقیم دولت و یا سرمایه گذاران نهادی و اشخاص حقیقی که به مراجع قدرت نزدیک می باشند، در ساختار مالکیت شرکت ها است.

اقتصاد سیاسی حوزه مهمی در مطالعه علمی پدیده های اجتماعی است. اقتصاد سیاسی به پدیده هایی اشاره می کند که در کانون توجه رشته های اقتصاد و سیاست قرار دارد و به دنبال توضیح روابط متقابل اقتصاد و سیاست بر یکدیگر می باشد. این روش، شکل گیری پدیده های اجتماعی را ناشی از مولفه های سیاسی و اقتصادی می داند. براساس نظریه اقتصاد سیاسی، شناخت روابط بین گروه های اقتصادی، اجتماعی و سیاسی به منظور درک ویژگی های در حال تغییر واحدهای تجاری و تفسیر متغیر های اقتصادی و مالی آن ها لازم و ضروری است (ابی زکرا، ۲۰۰۳). در کشورهای در حال توسعه که سیستم های اقتصادی آنها غالباً مبتنی بر روابط است، یکی از عوامل اساسی که نسبت به عوامل دیگر، بر انگیزه ها و رفتار سرمایه گذاران و مدیریت تاثیر می گذارد، عامل سیاسی بودن مدیران و مالکان شرکتها می باشد. فرضیه بنیانی در نظریه اقتصاد سیاسی این است که، در قلمرو سیاست نیز همانند قلمرو اقتصاد، افراد و واحدهای تصمیم گیرنده، به دنبال حداکثر کردن توابع هدف خود با توجه به محدودیت های می باشند. کارگزاران دولتی بر مبنای اصول و آموزه های لیبرالیسم خود جزیی از جامعه به شمار می آیند و خواهان حداکثر سازی منافع شخصی خود هستند؛ اما تناقضی که در اینجا وجود دارد این است که دولت و کارگزاران آن باید به فکر منافع اجتماع و حداکثر سازی آن باشند از طرف دیگر شرکت ها تمایل زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت و سیاستمداران دارند. زیرا این روابط منافع زیادی نظیر امتیاز دسترسی به بازار، تخفیف های مالیاتی، دسترسی آسان تر به اعتبارات، یارانه های دولتی و ... در پی دارد (آنینگ سجاتی، ۲۰۰۹).

در محیط اقتصادی ایران پذیرش وجود ذینفعان متعدد با منافع کاملاً متضاد با تردید مواجه است. به عبارت دیگر در اقتصاد ایران، دولت بازیگر قدرتمند و اصلی محسوب می گردد، وجود این بازیگر قدرتمند تفکیک مدیریت از مالکیت را با تردید مواجه می سازد. حتی با وجود تمایز شکلی، تفکیک محتوایی مدیریت از مالکیت، شرایط غالب در اقتصادی ایران نبوده و روابط مدیران و مالکان بر اساس آن تعریف نمی گردد. لذا استفاده از نظریه اقتصاد سیاسی برای شرح رفتار متغیر های اقتصادی و مالی از توجیه کافی برخوردار است.

هدف کلی از این تحقیق در مرحله نخست بررسی تاثیر نوع مدیریت، با تاکید بر مالکیت سیاسی بر بر رابطه میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس می باشد. همچنین به عنوان هدف آرمانی، این

تا منابع و حمایت‌های اساسی دولت را به دست آورد (آدیکاری و دیگران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶؛ کلینس و دیگران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸). عموماً اثرات مثبت ارتباطات سیاسی، از دستیابی به منابع اساسی از طریق دولت حاصل می‌گردد، بنابر این می‌توان شرکت‌ها را از لحاظ موقعیت سیاسی مالکین و مدیرانشان مورد توجه قرار داد و تاثیر آن را بر عملکرد مالی و اقتصادی شرکت‌ها در چارچوب تئوری اقتصاد سیاسی، بررسی و ارزیابی نمود.

بوبرکی و دیگران (۲۰۱۲) هزینه حقوق صاحبان سهام را در شرکت‌هایی که به مراجع قدرت سیاسی متصل بودند، آزمون نمودند. نتایج تحقیقات نشان داد که در شرکت‌هایی که به مراجع قدرت سیاسی متصل شدند، در مقایسه با سایر شرکت‌ها، هزینه حقوق صاحبان سهام پایین‌تر بوده است. براساس تحقیق آن‌ها شواهدی قوی دال بر این موضوع وجود دارد که سرمایه‌گذاران در شرکت‌های متصل به مراجع قدرت سیاسی بازده حقوق صاحبان سهام کمتری را انتظار دارند توجیه آنها این است که این شرکت‌ها در مجموع با ریسک کمتری مواجه هستند. بن نصر و بوبرکی<sup>۸</sup> (۲۰۱۲) در تحقیقی عوامل سیاسی تعیین‌کننده هزینه حقوق صاحبان سهام را با استفاده از پایگاه اطلاعاتی منحصر به فردی، مشتمل بر اطلاعات مربوط به ۱۲۶ موسسه واگذار شده به بخش خصوصی در ۲۵ کشور جهان، مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که هزینه حقوق صاحبان سهام به شکل با اهمیتی به سیستم سیاسی و ثبات دولت مرتبط است.

گروهی دیگر در پژوهش‌های خود به این نتیجه رسیده‌اند که رابطه معنی‌داری میان ارزش شرکت و مدیریت سیاسی وجود ندارد (ازجمله تحقیقات فری و شلیفر<sup>۹</sup>، ۱۹۹۷؛ شلیفر و ویشی<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۸). آئی نات و دیگران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۰) در چارچوب نظریه اقتصاد سیاسی، رابطه میان سیاست‌گذاری و بهره‌وری را با استفاده از مدل هزینه مبادلات سیاسی، تحلیل می‌نماید. در این تحقیق تلاش گردیده است تا عواملی از اقتصاد سیاسی که منجر به کاهش نرخ رشد بهره‌وری می‌گردند شناسایی و تشریح نماید. بر اساس تحلیل‌های ارائه شده، مکانیزم اقتصاد سیاسی مسئول کاهش نرخ رشد بهره‌وری می‌باشند. بنی مهد و محمدرضایی (۲۰۱۲) در پژوهشی نتیجه گرفتند که بهره‌وری اثر مستقیم بر عملکرد شرکت‌های غیر انتفاعی دارد. آن‌ها همچنین نتیجه گرفتند که بهره‌وری ارتباط معکوس با زیاندهی دارد

تحقیقاتی نیز در خصوص مدیریت و یا روابط سیاسی و تاثیر آن بر متغیرهای اقتصادی صورت پذیرفته است. از جمله داتا<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۲) به بررسی رابطه سیاسی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که روابط سیاسی

وجود مجموعه‌ای از ارتباطات اقتصادی که متکی بر قرار دادها می‌باشد، از واقعیت‌های فراگیر اقتصادی پذیرفته شده است. ترجیحات و منافع متضاد اشخاص یا گروه‌ها از موضوعاتی است که در آموزه‌های علم اقتصاد بر آن تاکید می‌گردد. تضاد منافع زمینه‌ساز اقداماتی است که یک یا هر دو طرف قرار داد را ترغیب به اقداماتی در جهت منافع شخصی و برخلاف منافع طرف مقابل می‌نماید. شرح این ارتباطات و تبعات آن در چارچوب تئوری کارگزاری مطرح می‌گردد، اما در یک محیط اقتصادی دولتی پذیرش ذینفعان متعدد با منافع کاملاً متضاد با تردید مواجه است و دولت نقش اصلی را عهده‌دار است، در چنین شرایطی تفکیک مدیریت از مالکیت با تردید مواجه است و بررسی روابط میان متغیرهای اقتصادی و مالی و تحلیل آن‌ها بدون توجه به نظریه اقتصاد سیاسی ممکن است نتایج گمراه‌کننده‌ای در پی داشته باشد. در همین راستا اقتصاد سیاسی بر این امر پا فشاری می‌کند که می‌بایستی مناسبات قدرت به عنوان نیروها و فرآیندهای بنیادین و تعیین‌کننده در بازار، در تحلیل‌ها آورده شده و برجسته شوند. چشم‌پوشی از روابط قدرت در تحلیل‌های اجتماعی، سیاسی و یا هر نوع تحلیل دیگری به هیچ وجه توجیه‌پذیر نخواهد بود (مسکو<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹). به اعتقاد فیس من<sup>۴</sup> روابط سیاسی در مقایسه با پایه‌های اقتصادی شرکت، عامل اصلی تعیین‌کننده سودآوری شرکت در کشورهای آسیای شرقی و در حال توسعه است. او معتقد است که عایدات شرکت‌های دارای روابط سیاسی به طور گسترده تحت تاثیر تصمیمات دولتی قرار دارد، که علائق آنها را مورد توجه قرار می‌دهد (فیس من ۲۰۰۱). در شرکتهای دارای روابط سیاسی دسترسی به منابع سرمایه بستگی زیادی به سود گزارش شده ندارد. زیرا روابط سیاسی منجر به دسترسی آسان به اعتبار و منابع سرمایه از بانکهای تحت تملک دولت می‌گردد. در کشورهایی که سیستم حقوقی، قدرت کافی برای حمایت از امنیت سرمایه‌گذاران بخش خصوصی ندارد و فساد در سطح گسترده وجود دارد ارتباطات سیاسی و نزدیکی به دولت امتیاز ارزشمندی برای شرکت‌ها جهت فائق آمدن بر نارسایی‌های چنین بازاری و اجتناب از تبعیض ایدئولوژیک محسوب می‌گردد (بوبرکی<sup>۵</sup>، 2012).

تئوری مبتنی بر منابع به عنوان یک نظریه برای تشریح اثرات ارتباطات سیاسی (از طریق مالکین و مدیران سیاسی) بر موسسات مورد توجه قرار می‌گیرد. بر اساس این تئوری مزیت رقابتی موسسات مبتنی بر موقعیت منابع مشهود و نامشهودی است که در دسترس موسسه می‌باشد و دستیابی به آن‌ها توسط دیگران سخت و یا گران است. بر اساس این نظریه مدیران دارای روابط سیاسی می‌توانند به موسسه کمک نمایند

سهام، بوده است، از داده های تاریخی استفاده گردیده است، بنابراین این از نوع پس رویدادی محسوب می گردد. هدف تحقیق توسعه دانش کاربردی در یک زمینه مشخص بود، لذا برحسب هدف، پژوهش کاربردی شناخته می شود. این تحقیق از لحاظ شیوه جمع آوری داده ها و نوع داده ها از نوع توصیفی بوده و از لحاظ آزمون متغیرها و نحوه اجرا یک تحقیق قیاسی- استقرایی می باشد. داده های تحقیق از محل منابع کتابخانه ای استخراج گردید

جامعه آماری مورد بررسی در این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۱ شامل ۹۵ شرکت و به تعداد آنها ۶۰۲ مشاهده می باشد که به صورت تصادفی و با توجه به شرایط زیر انتخاب شده اند:

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

بدین ترتیب روش نمونه گیری روش سرشماری جامعه است. پس از بررسی صورت های مالی و یادداشت های همراه و با بهره گیری از بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، داده ها جمع آوری شده و با استفاده از نرم افزار اکسل محاسبه و با نرم افزار SPSS ۱۸ و Eviews ۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. تحلیل داده ها در بخش آمار توصیفی با محاسبه شاخص های مرکزی از جمله میانگین، میانه و شاخص های پراکندگی انحراف معیار چولگی و کشیدگی چولگی شروع شده است. این شاخص ها بصورت کلی انجام شده است. در ادامه، آزمون نرمال بودن متغیر وابسته را مورد بررسی قرار دادیم این آزمون با استفاده از آزمون کلموگروف - اسمیرنوف انجام شده است. برای تجزیه و تحلیل مدل ها از تحلیل پانلی استفاده شده است. در این مدلها وجود یا عدم وجود اثرات (ثابت یا تصادفی) بررسی شده و در نهایت مناسبترین مدل برآورد شده است. مبنای استنباط از روی سطح معناداری بوده است بدین گونه که هر گاه مقدار احتمال یا سطح معناداری آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد فرضیه صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد میشود.

#### ۵- مدل پژوهش و متغیرهای آن

مدل مفهومی تحقیق به شرح ذیل می باشد:

$$COE_{it} = \beta_0 + \beta_1 PR_{it} + \beta_2 PO_{it} + \beta_3 PR_{it} \times PO + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GS + \beta_7 ROA + \epsilon_i$$

ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار داده و منجر به نوسان در ارزش شرکت های دارای روابط سیاسی بیشتر از چیزی که حرکت بازار بتواند توضیح دهد، می گردد. آن ها بیان می کنند که بازدهی شرکت های دارای روابط سیاسی به طور قابل ملاحظه ای متفاوت با هم تاییان بدون روابط سیاسی آنهاست. انگ و دیگران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۳) در تحقیق خود در کشور سنگاپور نتیجه گرفتند که روابط سیاسی شرکت ها افزایش ارزش اندکی برای آن ها در پی دارد. فاکو<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۶) با مطالعه شرکت ها در کشورهای مختلف نتیجه گیری نمود که ورود مدیران عامل شرکت ها به ارتباطات سیاسی منجر به افزایش ارزش شرکت ها می گردد. والو و دیگران<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۲) با بررسی شرکت های بخش خصوصی در چین نتیجه گیری نمودند که مدیریت سیاسی منجر به افزایش ارزش آنها می گردد. این شرکت ها در مقایسه با شرکتهای دیگر از سوبسید بیشتری بهره مند می گردند. چن و دیگران<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۱) به بررسی روابط سیاسی، نوع مالکیت و محدودیت های تامین مالی در شرکت های چینی پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان می دهد که شرکت های دارای روابط سیاسی هیچگونه محدودیت تامین مالی در چین ندارند، در حالی که شرکت های بدون روابط سیاسی، محدودیت های زیادی را برای تامین تامین مالی تجربه می کنند. از سوی دیگر تحقیقاتی نیز صورت پذیرفته است که نتایج آن ها نشانگر تاثیر منفی ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت ها و هزینه بر بودن این ارتباطات دارد، از جمله تحقیقاتی که توسط هلمن و دیگران<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۳)، برتران و دیگران<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۶) و فان و دیگران<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۷)، انجام شده است.

#### ۳- فرضیه پژوهش

با توجه به تحقیقاتی که در این ارتباط صورت پذیرفته است ( به عنوان نمونه تحقیقات بوبکری و دیگران، ۲۰۱۲؛ بن نصر و بوبکری، ۲۰۱۲ و آنی نات و دیگران، ۲۰۱۰) فرضیه پژوهش به صورت زیر ارائه می شود:

**فرضیه ۱:** میان مدیریت سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معنی دار وجود دارد

**فرضیه ۲:** مدیریت سیاسی بر رابطه میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیرگذار است.

#### ۴- روش شناسی پژوهش

از آنجا که این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط میان مالکیت سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام و تاثیر مالکیت سیاسی بر ارتباط میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان

های همراه صورت‌های مالی و گزارش‌های هیئت مدیره، به مجمع عمومی از طریق شناسایی مدیر عامل، اعضای هیئت مدیره، سهامداران عمده، اشخاص وابسته و اشخاص در تعامل با شرکت‌های نمونه به انحای گوناگون صورت می‌پذیرد. این متغیر در تحقیق جانسون و میتون<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۳)، فاسیو (۲۰۰۶)، آنینگ سجاتی<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۹) و چنی و دیگران<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۲) با اندکی تفاوت از منظر شناخت استفاده شده است.

برای اندازه‌گیری مدیریت سیاسی از متغیر دو دویی استفاده می‌نماییم. به این ترتیب در صورتیکه سهامدا عمده یک شرکت یک نهاد سیاسی باشد، مقدار آن یک در نظر گرفته می‌شود و در غیر اینصورت معادل صفر در نظر گرفته می‌شود. حداقل درصد مالکیت ۱۰ درصد سهام دارای حق رای در نظر گرفته شده است (نیکومرام و دیگران، ۱۳۹۲)

متغیرهای کنترلی تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها به شرح ذیل می‌باشد:

- ۱) اندازه، که بر اساس لگاریتم کل دارایی‌های هر شرکت در هر سال مشخص می‌گردد.
- ۲) نسبت بدهی‌ها، از تقسیم بدهی‌های بلندمدت بر دارایی‌ها محاسبه می‌گردد
- ۳) رشد فروش، که عبارتست از درصد تغییرات فروش در سال جاری نسبت به سال قبل.
- ۴) بازده دارایی‌ها : عبارتست از نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها

## ۶- نتایج پژوهش

### ۶-۱- آماره‌های توصیفی پژوهش

با استفاده از آزمون کلموگروف-اسمیرنف نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته بررسی شده است. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می‌شود.

H0: داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

H1: داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند.

مقدار احتمال برای متغیر وابسته در سالهای ۸۵ لغایت ۹۱ بیشتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر (نرمال بودن متغیر) برای این متغیر رد نمی‌شود یعنی توزیع این متغیرها برای مطابق پیش‌بینی (شاخصهای چولگی و کشیدگی نزدیک به صفر) نرمال است.

H0: مدل ادغام شده مناسب است.

H1: مدل با اثرات مناسب است.

بطوری که: COE هزینه حقوق صاحبان سهام، PR بهره‌وری، PO مدیریت سیاسی، SIZE اندازه شرکت، LEV نسبت بدهی، GS رشد فروش و ROA بازده دارایی‌ها می‌باشند.

متغیر وابسته (هزینه حقوق صاحبان سهام) که به شرح ذیل محاسبه می‌گردد (استون<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۴):

$$COE_t = \sqrt{\frac{EPS_t - EPS_{t-1}}{P_{t-1}}}$$

در فرمول فوق هزینه حقوق صاحبان سهام (COE) در سال t از مجذور نسبت تفاضل سود هر سهم (EPS) سال t و سال قبل آن (t-1) بر قیمت سهام (P) سال قبل حاصل می‌شود.

بهره‌وری: شامل بهره‌وری منابع انسانی و سرمایه می‌باشد. ریاحی بلکویی<sup>۲۱</sup> (۱۹۹۳) بهره‌وری کل به شرح ذیل تعریف می‌گردد:

بهره‌وری کل شامل بهره‌وری منابع انسانی و بهره‌وری سرمایه به شرح فرمول زیر می‌باشد.

$$TP = HRP + CP$$

در فرمول فوق TP بهره‌وری کل، HRP بهره‌وری سرمایه انسانی و CP بهره‌وری سرمایه فیزیکی می‌باشد.

الف- بهره‌وری منابع انسانی: نحوه محاسبه آن عبارتست از

$$HRP = \frac{TSV}{VA}$$

به طوری که HRP بهره‌وری منابع انسانی، TSV جمع حقوق و دستمزد و VA ارزش افزوده می‌باشد.

نحوه محاسبه ارزش افزوده به این شرح است

$$VA = W + I + T + DP + DIV + R$$

در این فرمول W دستمزد، I بهره، T مالیات، DP استهلاک مالیات، DIV سود تقسیم شده و R سود تخصیص نیافته، تعریف می‌گردد.

ب- بهره‌وری سرمایه فیزیکی: نحوه محاسبه آن  $CP = \frac{TFA}{VA}$  می‌باشد. بطوریکه

CP بهره‌وری سرمایه، TFA جمع دارایی‌های ثابت و VA ارزش افزوده تعیین شده است.

مدیریت سیاسی: از نظر این تحقیق مدیریت سیاسی زمانی بر یک شرکت حاکم می‌باشد که سهامداران عمده یک شرکت، نهادهای سیاسی وابسته به دولت باشند. نشانه‌های مدیریت سیاسی شرکت عبارتند از: وجود اعضای هیئت مدیره وابسته به دولت، مجلس و مانند این نوع نهادهای سیاسی، و یا وجود سهامداران عمده (دارای حداقل ۱۰ درصد سهام دارای حق رای) دولتی و شبه دولتی. این متغیر با بررسی دقیق یادداشت

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

مقدار احتمال	مقدار Z کلموگروف - اسمیرنف	بیشترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد	سال
		منفی	مثبت	قدرمطلق	انحراف معیار	میانگین		
0/08	1/26	-0/08	0/14	0/14	0/24	0/40	87	85
0/59	0/77	-0/10	0/17	0/17	0/22	0/30	87	86
0/07	1/30	-0/11	0/14	0/14	0/23	0/29	85	87
0/15	1/14	-0/12	0/12	0/12	0/23	0/31	86	88
0/77	0/67	-0/09	0/16	0/16	0/24	0/34	87	89
0/85	0/61	-0/14	0/16	0/16	0/27	0/31	86	90
0/75	0/68	-0/12	0/20	0/20	0/22	0/30	84	91

برای آزمون هاسمن مقدار احتمال برابر با ۰/۰۰۰ است بنابراین فرض صفر رد میشود پس مدل با اثرات ثابت مناسبترین مدل است. مقادیر احتمال آزمون چاو در مدل کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین مدل مورد استفاده دارای اثرات جداگانه‌ای برای شرکتها هستند حال برای تشخیص تصادفی یا ثابت بودن این اثرات از آزمون هاسمن استفاده گردیده است. مقادیر احتمال برای آزمون هاسمن نیز در مدل کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین مدل مورد استفاده دارای اثرات ثابت برای شرکتها هستند بنابراین مناسبترین مدل برای استفاده، مدل با اثرات ثابت است که در ادامه از این مدل برای بررسی فرضیات استفاده گردیده است.

برای داده‌های ادغام شده از تحلیل پانلی بدون اثرات ثابت، با اثرات ثابت و با اثرات تصادفی استفاده کردیم. برای تشخیص مناسب بودن مدل با اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون لیمر (چاو) و آزمون هاسمن استفاده شده است. بنابراین فرض زیر را آزمون میکنیم. سپس در صورت استفاده از مدل با اثرات با استفاده از آزمون هاسمن مشخص می گردد که مدل با اثرات ثابت مناسب است یا مدل با اثرات تصادفی فرض صفر و فرض مقابل در آزمون هاسمن به شرح زیر است. H0: مدل با اثرات تصادفی مناسب است H1: مدل با اثرات ثابت مناسب است نتایج آزمون چاو در جدول زیر ارائه شده است:

جدول شماره ۲: آزمون چاو و آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب

نتیجه	آزمون هاسمن			آزمون چاو یا لیمر				مدلها
	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار کای - دو	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار	آزمون اثرات	
مدل با اثرات ثابت	0/031	7	15/38	0/00	(91,503)	2/63	مقدار F	مدل
				0/00	91	233/95	مقدار کای - دو	

جدول شماره ۳: برازش مدل برای مدل اول

نتیجه	مقدار t	مقدار ضرایب	پارامترها
بی معنی	1/711	0/615	مقدار ثابت
معنادار و منفی	-5/080	-0/020	PR
بی معنی	-0/839	-0/074	PO
معنادار و مثبت	2/331	0/018	PR*PO
بی معنی	-0/965	-0/026	SIZE
معنادار و مثبت	3/034	0/235	lev
بی معنی	0/761	0/019	GS
بی معنی	1/509	0/201	ROA
0/000	مقدار احتمال F	3/76	مقدار F
2/03	دوربین واتسون	0/42	ضریب تعیین

مدیریت سیاسی از دیدگاه سرمایه‌گذاران و انتظار بازده کمتر است. علاوه بر این تئوری مبتنی بر منابع نیز می‌تواند برای تشریح اثرات مثبت ارتباطات سیاسی بر موسسات مورد توجه قرار گیرد. بر اساس این تئوری مزیت رقابتی موسسات مبتنی بر موقعیت منابع مشهود و نامشهودی است که در دسترس موسسه می‌باشد و دستیابی به آن‌ها توسط دیگران سخت و یا گران است. مدیران دارای روابط سیاسی می‌توانند به موسسه کمک نمایند تا منابع و حمایت‌های اساسی دولت را به دست آورد. اثرات مثبت ارتباطات سیاسی، از دستیابی به منابع اساسی از طریق دولت حاصل می‌گردد. این رابطه، موسسات را در دستیابی به منابع اساسی یاری می‌نماید و در نهایت افزایش ارزش آن‌ها را در پی دارد.

از طرف دیگر برای تحلیل دقیق‌تر نتیجه این پژوهش، مباحث جنبه‌های منفی مالکیت و مدیریت سیاسی از دیدگاه سرمایه‌گذاران را نیز مورد توجه قرار داد. ممکن است در اثر افزایش مدیریت سیاسی، این شرکت‌ها با وظایف سنگین سیاسی مرتبط گردند. دولت قدرت دخالت در عملیات این موسسات را دارد، همچنین از انگیزه پیگیری امور سیاسی و اجتماعی، مانند کاهش بیکاری نیز برخوردار است. دولت‌ها معمولاً از مدیران سیاسی که برای اهداف دولت در برابر اهداف موسسه و حداکثر ساختن ارزش شرکت، اولویت قائل هستند، استفاده می‌نمایند. شرکت‌ها با مدیریت سیاسی متحمل وظایفی سیاسی و اجتماعی سنگین از سوی دولت‌ها هستند و برای دولت‌ها دخالت در امور آن‌ها امری ساده و محتمل است. گرایش به کاهش منافع شرکت و پرداخت دستمزد بیشتر، ارائه نرخ اشتغال بالا تر، امکان استثمار ذینفعان از طریق دریافت رشوه توسط مدیران سیاسی و یا اختیارات استخدامی، فروش دارایی‌ها و کالا و یا ارائه خدمات به موسسات در چارچوب معاملات شخصی، انتقال دارایی‌های این شرکت‌ها به سایر شرکت‌های تحت کنترل، تضعیف موقعیت سایر سهامداران از طریق تحصیل سهام اضافی با نرخ‌های پایین، از جمله موضوعاتی است که سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها با مدیریت یا مالکیت سیاسی را با تردید مواجه می‌نماید. ممکن است موسسات دارای رابطه سیاسی، منافع شخصی مدیران یا اقلیتی را به منافع سایر سهامداران و سایر ذینفعان ترجیح دهند زیرا در آن‌ها دستیابی به اهداف سیاسی و اجتماعی و کسب امتیازات سیاسی بیشتر، نسبت به سودآوری اولویت دارد.

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که با توجه به هزینه و منفعت مدیریت سیاسی، سرمایه‌گذاران تعدیل خاصی در بازده مورد انتظار خود برای سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها اعمال

در جدول بالا مدل با اثرات ثابت برآورد شده است مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی‌داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۴۲ است یعنی در حدود ۴۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۰۳ است مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می‌دهد. (بنابراین خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد).

## ۶-۲- نتایج آزمون فرضیه

بر اساس فرضیه اول پژوهش وجود یک رابطه معنادار میان مدیریت سیاسی (متغیر مستقل) و هزینه حقوق صاحبان سهام (متغیر وابسته)، انتظار می‌رفت. آزمون فرضیه نخست در جدول شماره (۳) ارائه شده است. همانطور که در جدول نشان داده شده است، مقدار آماره  $t$  برای متغیر مدیریت سیاسی (PO) برابر با ۰/۸۴- می‌باشد که از نظر آماره در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار نیست. به عبارت دیگر متغیر مدیریت سیاسی در نمونه مورد بررسی ارتباطی با متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام ندارد. همچنین بر اساس فرضیه دوم پژوهش انتظار می‌رفت که مدیریت سیاسی بر رابطه میان بهره‌وری و هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر گذار باشد. آزمون فرضیه دوم نیز در جدول شماره (۳) ارائه گردیده است. مشاهده می‌شود که مقدار آماره  $t$  برای متغیر  $PR*PO$  مثبت و برابر با ۲/۳۳ می‌باشد که از نظر آماره با اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار است. یعنی متغیر مدیریت سیاسی در نمونه مورد بررسی بر رابطه میان بهره‌وری و هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر گذار است.

تحلیل موضوعی پژوهش مستلزم توجه به اثرات مساعد و نا مساعد مالکیت و مدیریت سیاسی بر فاکتورهای مالی می‌باشد. افزایش مدیریت سیاسی به دلیل مزایای و مطلوبیتی که برای سهامداران در پی دارد ممکن است منجر به تعدیل انتظارات آن‌ها و کاهش بازده مورد انتظار سهامداران از سرمایه‌گذاری در این نوع شرکت‌ها و در نتیجه کاهش هزینه‌های حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های دارای مدیریت سیاسی در مقایسه با سایر شرکت‌ها گردد. ریسک کمتر این شرکت‌ها، دسترسی آسانتر به منابع بانکی و یارانه‌های دولتی، امتیاز دسترسی به بازار، تخفیف‌های مالیاتی، قرارداد‌های دولتی، حمایت مالی دولت به هنگام تنگنا، حمایت‌های نهاد‌های قانون‌گذار و سیاست‌گذار، شواهدی بر مطلوبیت مالکیت و

این سیاست گذاری ها و اتخاذ بسیاری از تصمیمات تابع ملاحظات سیاسی و حفظ منافع دولت و وابستگان آن است. برای درک بهتر پدیده های اقتصادی و روابط آن ها در این محیط توجه به اثرات پدیده های سیاسی ضرورت دارد. در این تحقیق ارتباط میان مدیریت سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام و تاثیر مدیریت سیاسی بر رابطه بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام بررسی شد.

بر مبنای فرضیه اول پژوهش رابطه میان متغیر مدیریت سیاسی (متغیر مستقل) با هزینه حقوق صاحبان سهام (متغیر وابسته) بررسی شد. نتایج نشانگر این موضوع بود که در نمونه مورد بررسی، مالکیت سیاسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیرگذار نمی باشد. به عبارت دیگر هزینه حقوق صاحبان سهام در مدیریت سیاسی، در مقایسه با سایر انواع مدیریت ها تفاوت معناداری ندارد و تقریباً در یک سطح می باشد. این نتیجه با نتایج به دست آمده در تحقیق بوباگری و دیگران (۲۰۱۲) مطابقت ندارد.

در فرضیه دوم پژوهش، تاثیر مدیریت سیاسی بر رابطه میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام بررسی شد و نتایج تحقیق در نمونه مورد مطالعه نشانگر تاثیر مستقیم مدیریت سیاسی بر رابطه میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام بود.

نتایج پژوهش مبین این امر است که علی رغم برخورداری شرکت های دارای مدیریت سیاسی از امتیازات ویژه مانند، ریسک کمتر، دسترسی آسانتر به منابع بانکی و یارانه های دولتی، دسترسی به بازار، دسترسی بیشتر به قرارداد های دولتی، حمایت مالی دولت، حمایت های نهادی قانون گذار و سیاست گذار و ... هزینه حقوق صاحبان سهام به عنوان یکی از هزینه های مهم تامین مالی در آن ها تفاوتی با سایر شرکت ها که از امتیازات یاد شده محروم می باشند، ندارد. این موضوع نشان از ناکارآمدی شرکت های دارای مدیریت یا مالکیت سیاسی دارد بگونه ای که مدیران آن از مزیت های نسبی شرکت در جهت منافع سهامداران استفاده نمی نمایند. با توجه به فراهم شدن شرایط ویژه و برخورداری از امتیازات خاص برای این نوع شرکتها گسترش مدیریت و مالکیت سیاسی اثرات ضد رقابتی بر بازار سرمایه دارد. بنابر این پیشنهاد می گردد که ضمن تسریع فرایند خصوصی سازی با تعیین ضوابط مشخص و شفاف از ورود شبه دولتی ها به بورس جلوگیری گردد تا ضمن تحقق شکلی خصوصی سازی، از لحاظ محتوایی نیز موسسات به بخش خصوصی واقعی انتقال یابند و با پدیده مدیریت سیاسی مواجه نگردیم. در این بین استقلال واقعی بورس در سیاست گذاری و نظارت می تواند راهگشا باشد.

نمی نمایند و مدیریت سیاسی منجر به ترجیح سرمایه گذاری در سهام این شرکت ها و در نتیجه کاهش هزینه های حقوق صاحبان سهام آن ها نمی شود. به عبارت دیگر بر اساس یافته های این پژوهش مدیریت و مالکیت چه از نوع سیاسی و چه از نوع غیر سیاسی آن تاثیری بر هزینه حقوق صاحبان سهام به عنوان یکی از هزینه های تامین مالی، ندارد و هزینه حقوق صاحبان سهام در همه شرکت های نمونه تحقیق تقریباً مساوی است. دلیل دیگر این موضوع می تواند گستردگی دامنه مدیریت سیاسی در شرکت های مورد بررسی باشد، به گونه ای که حتی مدیران شرکت هایی که از مالکان غیر سیاسی، مانند مالکان نهادی و شخصی بر خوردار هستند برای تداوم بقا و امکان رقابت در بازار، تابع نهادها و مراکز قدرت سیاسی و دارای ارتباطات سیاسی هستند و تقریباً دامنه مدیریت سیاسی در تمام شرکت های مورد بررسی گسترده گردیده و شرکت های به ظاهر غیر سیاسی رانیز تحت تاثیر قرار داده است.

برای تحلیل فرضیه دوم، ابتدا می بایست به تاثیر بهره وری بر هزینه حقوق صاحبان سهام توجه نمود. نتایج جدول شماره ۳ نشان می دهد که بهره وری (PR) معنادار و منفی است. یعنی با افزایش بهره وری هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می یابد نکته مهم در درک این مطلب است که رابطه معکوس میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام در چه نوع مدیریتی از شدت بیشتری برخوردار است. فرضیه شماره ۲ نشان می دهد که اثر بهره وری بر هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت هایی که دارای مدیریت سیاسی هستند در مقایسه با شرکت های فاقد مدیریت سیاسی بیشتر است. به عبارت دیگر مدیریت سیاسی بر رابطه میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام به طور معنی داری تاثیر گذار است و با افزایش مدیریت و مالکیت سیاسی در شرکت ها رابطه میان بهره وری و هزینه حقوق صاحبان سهام نیز افزایش می یابد. بنابر این مالکیت سیاسی با تاثیر بر بهره وری به طور مستقیم بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر گذاشته و آن را کاهش می دهد. این ارتباط معنادار نشانگر تاثیر پذیری متغیرهای اقتصادی و مالی از عوامل سیاسی می باشد لذا بر اساس این فرضیه نظریه اقتصاد سیاسی تایید می گردد.

#### ۷- نتیجه گیری و بحث

دولت در بخش اقتصادی ایران به شکل گسترده ای حاضر و تاثیر گذار است و علاوه بر حضور مستقیم و رسمی شاهد حضور غیر رسمی آن در ساختار مالکیت و مدیریت شرکت ها از طریق مالکین و مدیران وابسته و سیاسی می باشیم. بنابر



فهرست منابع

- \* Easton, P. (2004) PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital, *Accounting Review*, 79: 79-95.
- \* Faccio, M., R.W. Masulis, and J. J Macconnell (2006). Political Connection and Corporate Bailouts. *The Journal of Finance* 61 (6)
- \* Fan, J., Wong, T., Zhang, T (2007). Politically connected CEOs, corporate governance and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*. 84, 330-357
- Frye, T., Shleifer, A., 1997. The invisible hand and the grabbing hand. *American Economic Review* 87, 354-358.
- ❖ Fisman, R. (2001) Estimating the value of political connections. *The American Economic Review* 91 (4).
- \* Hellman, Joel S., Geraint Jones, and Daniel Kaufmann (2003). Seize the State, seize the day. State capture, corruption, and influence in transition. *Journal of Comparative Economics*, 31: 751-773
- \* Jonson, S., and T. Mitton (2003). Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics* 67(2):351-382
- \* Mosco, Vincent (2009). *Political Economy of Communication: Rethinking and Renewal*. Second Edition. London: Sage ["Overview of the Political Economy of Communication," and "What is Political Economy?: Definitions and Characteristics": 1-36].
- \* Padilla, Alexandre (2002). *The Property Economics of Agency Problems* Proceedings of the Austrian Scholars Conference 8, Auburn, Alabama. March 15-16  
<http://www.mises.org/journals/scholar/Padilla3.pdf>
- \* Shleifer, A. & W. Vishny. (1998). "Large shareholders and corporate control", *Journal of political Economy*, Vol. 106, PP. 461-488.
- \* 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
- \* Abeysekera indera (2003). Political economy of accounting intellectual capital reporting. University of Wollongong research online.
- \* Adhikari, A., Derashid, C., and Zhang, H., 'Public Policy (2006) Political Connections, and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia', *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, pp. 574-595
- \* Ang, James. Ding, David. Thong, Tiong Yang (2013). Political connection and firm value. *Asian development review*. Vol. 30, No. 2, Pages 131-166
- \* Aninat, Cristóbal, José Miguel Benavente, Ignacio Briones, Nicolás Eyzaguirre, Patricio Navia, Jocelyn Olivar (2010). The political economy of productivity. The case of Chile. Inter-American Development Bank, Research Division, Working Paper No. 4662. Washington: IADB
- \* Aning Sejati, Y. (2009). Political Connection and earning quality : evidence from Malaysia. Phd dissertation, Oklahoma state university.
- \* Banimahd, Bahman. Mohammadrezaei, Fakhroddin (2012). Productivity and firm performance: Evidence of Iranian unprofitable firms. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 6(7): 108-166
- \* Belkaoui, A.R. (2000) *Accounting Theory*, 4th edition, Academic Press, London
- Blacconiere, W.G. and D.M. Patten, 1994, "Environmental Disclosures, Regulatory Costs
- \* Bennis, Hamdi, Boubakri N, Cosset JC (2012). The political determinants of the cost of equity: Evidence from Privatization." *Journal of Accounting Research*
- \* Bertrand, M., Kramaraz, F., Schoar, A., Thesmar, D (2006). Politicians, firms and the political business cycle: evidence from France. Working paper
- \* Boubakri, Narjess, Omrane Guedhami, Dev Mishra, Walid Safar (2012). Political connection and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Financial* journal homepage: [www.elsevier.com/locate/jcorpfin](http://www.elsevier.com/locate/jcorpfin)
- \* Boubakri, N, Claude, J, Saffar, W (2012). The impact of political connection on firm operating performance and financing decisions. *The Journal of Financial Research*. Vol. XXXv, No3, 397-423.
- \* Chen, C. J. P, Y. Ding, and C. Kim (2011). Political connection, legal enforcement and analysts forecast characteristics. Working paper, city University of Hong Kong.
- \* Cheny, P.K, M. Faccio, and D. C. Parclely (2012). The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms. Working paper Vanderbilt University.
- \* Claessens, S., Feijen, E., and Laeven, L. (2008) 'Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions', *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, pp. 554-580.
- \* Datta, D. (2012). Political connection and firm value-Theory and Indian evidence. [papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm](http://papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm)

یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Abeysekera  
<sup>2</sup> Aning Sejati  
<sup>3</sup> Mosco  
<sup>4</sup> Fisman  
<sup>5</sup> Boubakri  
<sup>6</sup> Adhikari  
<sup>7</sup> Claessens  
<sup>8</sup> Bennis & Boubakri  
<sup>9</sup> Frye & Shleifer  
<sup>10</sup> Shleifer & Vishny  
<sup>11</sup> Aninat et al  
<sup>12</sup> Datta  
<sup>13</sup> Ang et al  
<sup>14</sup> Faccio  
<sup>15</sup> Wu et al

- 
- <sup>16</sup> Chen et al
  - <sup>17</sup> Hellman et al
  - <sup>18</sup> Bertrand et al
  - <sup>19</sup> Fan et al
  - <sup>20</sup> Easton
  - <sup>21</sup> Belkaoui
  - <sup>22</sup> Jonson and Mitton
  - <sup>23</sup> Aning Sejati
  - <sup>24</sup> Cheny et al