

بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی، مدیریت مبتنی بر ارزش آفرینی و کارایی
عملیاتی: آزمون تئوری اقتصاد سیاسی

حسین جنت مکان

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب
hjannatmakan@yahoo.com

دکتر محسن حمیدیان

استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب (نویسنده مسئول)
hamidian_2002@yahoo.com

دکتر زهره حاجیها

دانشیار گروه آموزشی حسابداری، ، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق
drzhajha@gmail.com

چکیده :

هدف این پژوهش بررسی تاثیر ارتباطات سیاسی بر شاخص‌های عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش آفرینی و کارایی عملیاتی است. در این پژوهش از شاخص‌های شرکت‌های دولتی و درصد مالکیت نهادی شرکت‌های وابسته به دولت (شبه دولتی) برای سنجش ارتباط سیاسی شرکت‌ها و برای سنجش کارایی عملیاتی از دو شاخص (بهره‌وری نیروی انسانی و سرمایه‌گذاری) استفاده گردید. به همین منظور، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ده ساله بین سال‌های 1387 الی 1396 برای 113 شرکت استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی به روش حداقل مربعات معمولی و داده‌های ترکیبی پویا به روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) با استفاده از نرم افزار آماری 9.5 EViews استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های دولتی ارتباط مثبت و معناداری با رتبه بندی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت ارتباط منفی و معناداری با رتبه بندی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد. همچنین رابطه بین شرکت‌های دولتی و کارایی عملیاتی در هر دوشاخص کارایی عملیاتی (بهره‌وری نیروی انسانی و سرمایه‌گذاری) مثبت و معناداری می‌باشد. علاوه بر این نتایج فرضیه دوم در خصوص ارتباط بین شرکت‌های شبه دولتی و کارایی عملیاتی نشان از وجود یک رابطه منفی و معنادار بین شرکت‌های شبه دولتی و بهره‌وری نیروی انسانی و بر خلاف آن یک رابطه مثبت و معنادار با کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

واژه‌های کلیدی: ارتباطات سیاسی،

1- مقدمه

اندازه‌گیری عملکرد، روشی مناسب برای نظارت موثر و تعیین آرمان‌ها و اهداف سازمانی است. ارزیابی و اندازه‌گیری عملکرد هر سازمان نشان می‌دهد که در آن سازمان چه اتفاقی افتاده است و نیز به شناسایی سطح عملکرد بهینه، تگناها و مسائل موجود کمک می‌کند. همچنین باعث درک بهتر فرآیندهای سازمانی می‌شود. امروزه شرکت‌ها سعی می‌کنند عملکردشان را اندازه‌گیری کرده و آن را با رقبایشان مقایسه کنند تا بتوانند جهت حصول به سطح عملکردی که بتواند آنها را در بازار حفظ نماید، اقدام مقتضی را انجام دهند. سیستم ارزیابی عملکرد نیز به عنوان سازوکار اصلی جهت شفاف سازی مجموعه ابزارها و ارتباطات سازمانی در راستای اجرای استراتژی‌ها در نظر گرفته می‌شود (ناگورور و راجابهاناری¹، 2001).

در محیط اقتصادی نامطمئن امروزی ارزیابی عملکرد سازمان‌ها از طریق معیارهای ارزش آفرینی سنجیده می‌شود. بنابراین برای متخصصان تجاری مهم است که توانایی ایجاد ارزش آفرینی واقعی را از یک بستر مالی داشته باشند. تفکر مبتنی بر ارزش آفرینی، بدین معنی است که همه فرآیندها و نظام‌های اساسی به سمت ایجاد ارزش باید جهت گیری بشوند (رودپشتی و همکاران، 1390). بدیهی

کارایی عملیاتی، ارزش آفرینی.

است که این هدف منافع سهامداران را تامین و برای اطمینان از تخصیص منابع کمیاب، به طور کارا کمک می‌کند. در دنیای امروز که شرکت‌ها با هدف افزایش ارزش آفرینی و افزایش سهم خود از بازار با همدیگر رقابت دارند، زیر بنای اصلی برای پویایی و موفقیت آتی شرکت، استفاده کارا و موثر از منابع شرکت می‌باشد. در ارزش آفرینی مالی نوع تصمیمات اتخاذ شده بسیار حائز اهمیت است که مهم‌ترین آن تصمیمات عملیاتی (کارایی) است. تفکر مدیریت مبتنی بر ارزش بصورت پویاست و فرآیندی عمل می‌کند و در زنجیره ارزش معنی و اجرا می‌شود. برتری در رقابت از هزاران فاکتور همچون ساخت، پرداخت، آماده سازی، فروش خدمات و یا رساندن محصول به دست مشتری تشکیل می‌شود. کارایی عملیاتی به انجام مراحل ذکر شده به صورت بهتر، سریعتر و یا با هزینه و خطای کمتر نسبت به سایر رقبا اطلاق می‌شود. با بالا بردن کارایی عملیاتی، شرکت‌ها می‌توانند به صورت هنگفت از مزایای این رویه بهره مند شوند.

در اقتصادهای نوظهوری همچون ایران، عامل با اهمیتی که می‌تواند بر ارزش آفرینی و کارایی عملیاتی شرکت‌ها تاثیر گذار باشد، وجود ارتباطات سیاسی² شرکت‌هاست. دولت‌ها به دلیل در اختیار گرفتن قدرت تصمیم‌گیری در شرکت‌ها و پیاده کردن سیاست‌های کلان خود

². Political connection

¹. Nagurur & Rajabhanari

همواره یک سرمایه بزرگ در کشورهای در حال توسعه بوده است. از سوی دیگر وجود منافع ارتباط نزدیک با دولت‌ها و سیاستمداران نظیر امتیاز تخفیف‌های مالیاتی، دسترسی آسان به اعتبارات و همچنین دسترسی بیشتر به روند قانون گذاری موجب گردیده که شرکت‌ها تمایل زیادی به برقراری روابط سیاسی به منظور دست یافتن به اهداف خود نمایند(لی و وانگ¹، 2016). شواهد دیگر نشان می‌دهد استفاده از این مزایا منجر به ایجاد منابع اضافی می‌گردد. که قطعاً سطح منابع مالی یک شرکت را افزایش می‌دهد که در نهایت بر سطح سرمایه گذاری و اشتغال آن شرکت خاص تاثیر دارد. علیرغم این مسئله، این که آیا منابع مالی اضافی به بهبود کارایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری و اشتغال تبدیل می‌شود یا خیر اساساً یک پرسش تجربی است.

بررسی اثرات مالکین متفاوت بر شرکت‌های سرمایه‌پذیر موضوعی است که در چارچوب اقتصاد سیاسی قابل بررسی است. با توجه به مطالب بیان شده مساله اساسی پژوهش حاضر پاسخ به این سوال است که وجود ارتباط سیاسی در شرکت‌ها چه پیامدهایی بر ارزش آفرینی و کارایی عملیاتی شرکت‌ها دارد. نوآوری پژوهش از این جهت می‌باشد که با توجه به حضور منابع قدرت سیاسی در مراجع تصمیم‌گیری شرکت‌ها و یا ساختار سرمایه آن‌ها، تحلیل‌های جدیدی در حیطه نقش مدیریت و ساختار سرمایه در تعیین کارایی عملیاتی و ارزش آفرینی شرکت‌ها ارائه می‌دهد. در این

تحقیق تاثیر میزان نزدیکی به منابع سیاسی قدرت بر متغیرهای اقتصادی بررسی می‌گردد که به توسعه ادبیات اقتصاد سیاسی منجر می‌شود.

انجام این پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران ضروری به نظر می‌رسد. زیرا کشور ایران یک محیط ایده آل برای بررسی اقتصاد سیاسی است. در ایران نیز روابط سیاسی دارای ابعاد پررنگی است. ایران یکی از بالاترین نسبت شرکت‌های دولتی یا وابسته به دولت را در جهان دارا می‌باشد. پژوهش صورت گرفته در ایران در خصوص حوزه اقتصاد سیاسی ناچیز بوده امید است با انجام این پژوهش بتواند اطلاعات سودمندی را در اختیار تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری، مسئولان سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایر ذینفعان قرار دهد و موجبات رشد و توسعه پژوهش و مبانی نظری در این حوزه را فراهم آورد.

2- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

2-1- ارتباطات سیاسی و مدیریت مبتنی بر ارزش:

مدیریت مبتنی بر ارزش²، به عنوان تفکر نوین سازندگی از طریق ارزش آفرینی در کسب و کار است که نقش موثر و تعیین کننده‌ای در موفقیت یا شکست شرکت‌ها دارد. اساس این تفکر، این است که مدیریت شرکت بداند و بیاموزد که همه تصمیمات می‌بایست در جهت ارزش آفرینی اتخاذ گردد. تفکر مدیریت مبتنی بر ارزش موجب می‌شود که فرهنگ ارزش

² . Value-based management

¹ . Lee, & Wang

آفرینی در شرکت شکل گیرد و بستر مناسبی برای تداوم ارزش آفرینی فراهم گردد (رهنمای رودپشتی و همکاران، 1390). در مفاهیم پایه‌ای مدیریت مبتنی بر ارزش شاخص‌های کلیدی متعددی وجود دارد که بر اساس آن می‌توان ارزش ایجاد شده برای سهامداران را ارزیابی و پیش‌بینی کرد.

اقتصاد سیاسی از جمله عواملی است که بر ارزش آفرینی شرکت‌ها تاثیر گذار است. اقتصاد سیاسی در واقع پاسخ به این سوال است که چگونه امور سیاسی بر برون‌دادهای اقتصادی تاثیر گذار است. در تعریف کلی می‌توان اقتصاد سیاسی را بررسی تعامل علم اقتصاد و سیاست دانست. اقتصاد سیاسی مربوط به مدیریت امور اقتصادی توسط دولت است. تعریفی که از نظریه اقتصاد سیاسی بیان می‌شود عبارتست از: کنش و واکنش متقابل نیروها و عوامل اقتصادی و سیاسی، بدون اولویت بخشیدن به یکی از آنها و فرعی شمردن دیگری می‌باشد (پورا احمدی، 1381). در سال‌های اخیر شاهد رشد فزاینده تعداد مقالاتی بوده‌ایم که تأثیر امور سیاسی را بر برون‌دادهای اقتصادی بررسی می‌کنند. اقتصاد سیاسی بر این امر پا فشاری می‌کند که می‌بایستی مناسبات قدرت به عنوان نیروها و فرآیندهای بنیادین و تعیین کننده 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 (مسکو¹، 2009). در کشورهایی که سیستم حقوقی، قدرت کافی

برای حمایت از امنیت سرمایه‌گذاران بخش خصوصی ندارد ارتباطات سیاسی و نزدیکی به دولت امتیاز ارزشمندی برای شرکت‌ها برای فائق آمدن بر نارسایی‌های چنین بازاری محسوب می‌گردد (بواباکی²، 2012).

اگر ارتباطات سیاسی به‌عنوان تعیین‌کننده اصلی سودآوری مورد استفاده قرار گیرد، این امر باعث تصمیمات سرمایه‌گذاری تحریف شده و در نتیجه منجر به کاهش ارزش شرکت در نبود ارتباطات سیاسی خواهد شد. شواهد نشان داده است که شرکت‌هایی که با یک دولت جدید ارتباطات برقرار می‌کنند، زمانی که حامیان آن-ها از قدرت دور می‌شوند، این شرکت‌ها در دولت جدید، ضعیف عمل می‌کنند و پس از آن به سرمایه‌گذاری خارجی متصل می‌شوند (لوئیز و اوبرهز لر-گی³، 2006).

ژو و همکاران⁴ (2011) نشان داده‌اند که وقتی کنترل سیاسی محدود می‌شود، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. این اتفاق زمانی که افزایش انعطاف‌پذیری شرکت در استقرار نیروی کار و اجرای ساز و کارهای موثرتر اداره شرکت وجود دارد، رخ می‌دهد. با این وجود نشان داده شده است که برخی از متصدیان سیاسی دارای اهداف متضاد مانند افزایش اشتغال یا به حداقل رساندن هزینه‌های اجتماعی و غیره هستند. به همین ترتیب، مدیران اجرایی مرتبط با سیاست ممکن است به جای نقشی مفید در عملکرد شرکت، اثرات زیان‌آوری در شرکت داشته

² . Boubakri

³ . Leuz & Oberholzer-Gee

⁴ . Xu & et al

¹ . Mosco

باشند. وانگ و ژانگ¹ (2003) نشان دادند که شرکت‌هایی که مدیران دارای ارتباطات سیاسی، نسبت به مدیران بدون ارتباطات سیاسی حدود 37 درصد کم‌تر رشد می‌کنند. علاوه بر این اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌های وابسته به بخش دولتی نشان داده است که اکثر این شرکت‌ها عملکرد منفی داشته‌اند. یک توضیح برای عملکرد ضعیف شرکت‌های مرتبط با سیاست، این است که وقتی سیاستمداران منابع را به شرکت‌های مورد علاقه هدایت می‌کنند، می‌توانند منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری گردند. از سوی دیگر وجود ارتباط سیاسی می‌تواند منجر به افزایش ارزش شرکت گردد. شرکت‌های وابسته به سیاست می‌توانند از دسترسی آسان‌تر به تامین مالی بدهی، مالیات پایین‌تر و قدرت بیشتری در بازار بهره‌مند شوند. به‌عنوان مثال، سعید و همکاران² (2014) گزارش می‌دهد که بانکداران اغلب مجبور به پرداخت وام برای پروژه‌هایی هستند که توسط شرکت‌های سیاسی متعهد شده‌اند. علاوه بر دسترسی آسان به اعتبارات، اغلب به شرکت‌ها اجازه می‌دهد قوانین بازی را به نفع خود در هزینه‌های قابل توجه اجتماعی تغییر دهد. بدیهی است که مدیران مرتبط به سیاست، توانایی ایجاد مزایایی را برای شرکت‌ها به وسیله تحت تاثیر قرار دادن قوانینی که در آن شرکت‌های خود فعالیت می‌کنند، دارند. همچنین با امکان برنده شدن قراردادهای دولتی برای شرکت‌هایشان، موجبات افزایش ارزش شرکت را برای خود

فراهم می‌آورند. با توجه به مبانی نظری فوق در این پژوهش به بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و ارزش آفرینی بر اساس شاخص‌های مبتنی بر ارزش پرداخته شده است.

2-2- ارتباط سیاسی و کارایی عملیاتی

در ادبیات موجود مستند شده است که ارتباط سیاسی از طریق دسترسی آسان به منابع خارجی و قراردادهای مبتنی بر روابط، منابع ارزشمندی برای شرکت فراهم می‌کند و بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. از سویی، ارتباطات سیاسی می‌تواند به کاهش مشکلات ناشی از محدودیت‌های مالی کمک کند و سرمایه لازم را برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت فراهم کند (بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه، 1397). با وجود این مزایا، ارتباطات سیاسی ممکن است با مداخله شدید دولت منجر به انحراف شرکت از اهداف نهایی خود گردد. شواهد نشان می‌دهد استفاده از سوسپسیده‌های دولتی، معافیت‌های مالیاتی و کمک‌های مالی دولتی منجر به ایجاد منابع اضافی می‌گردد که قطعاً سطح منابع مالی یک شرکت را افزایش می‌دهد که در نهایت بر سطح سرمایه‌گذاری و اشتغال آن شرکت خاص تاثیر دارد (سعید و همکاران، 2015). این پژوهش بر این دیدگاه بنا نهاده شده است که مداخلات سیاسی، کارایی عملیاتی شرکت‌های مرتبط را مختل می‌سازند. هزینه‌های احتمالی ارتباطات سیاسی انگیزه‌ای برای پژوهش و بررسی بیشتر این روابط فراهم می‌کند و سعی بر این است که کانال‌هایی آشکار شود که سیاستمداران

¹ . Wang & Zhang

² . Saeed & et al

بواسطه آنها مداخله کرده و عملکرد شرکت‌های وابسته را مختل می‌کنند.

در این پژوهش دو ناکارایی عملیاتی احتمالی (ناکارایی سرمایه‌گذاری و اشتغال مازاد) که ممکن است بر اثر مداخلات سیاسی ایجاد گردد، در نظر گرفته شده است. رویکرد اول بر این استدلال شکل گرفته است که سیاست مداران به منظور کسب منفعت بیشتر در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های وابسته دخالت می‌کنند. ژنگ و ژو¹ (2010) تاثیر منفی مداخله سیاسی بر ناکارایی‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های وابسته را مشاهده کردند که این تاثیر بر شرکت‌های با فرصت رشد کم و دولتی قوی‌تر است. ناکارایی سرمایه‌گذاری نیز موجبات کاهش عملکرد شرکت را فراهم می‌آورند. عامل اصلی ناکارایی سرمایه‌گذاری را می‌توان در مشکل عاملیت بواسطه تنبانی بین سیاست مداران و سهامداران در فعالیتهای تجاری بیان کرد. دولت‌ها برای دستیابی به اهداف اجتماعی یا سیاسی مورد علاقه خود شرکت‌ها را مجبور به سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی می‌کنند که ممکن است سودآور نباشد. پروژه‌هایی که از لحاظ سیاسی مطلوب است ولی موجب ناکارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد ضعیف شرکت می‌شود (پن و تیان²، 2017).

اشتغال مازاد یک منبع بالقوه دیگر از اختلال در عملکرد است. سیاست مداران با مداخله کردن در عملیات شرکت‌های مرتبط، انگیزه دارند تا حمایت سیاسی خود را به واسطه

اشتغال موسسات خود حفظ کنند. به شکلی دیگر گفته می‌شود که نیروهای بازار شرکت‌ها را به کاهش سطح اشتغال مازاد تشویق می‌کنند تا عملکرد اقتصادی تقویت شود، در حالیکه سیاست مداران می‌خواهند با حفظ سطوح بالای اشتغال حمایت سیاسی خود را حداکثر برسانند. از جهت دیگر این اشتغال مازاد هزینه را افزایش داده و سودآوری شرکت‌های مرتبط را کاهش می‌دهد. برتراند و همکاران³ (2010) اظهار می‌دارند که وجود مدیران سیاسی در هیئت مدیره بطور قابل توجهی سطح اشتغال را افزایش می‌دهد. دلیل اینکه چرا شرکت‌ها به انجام فعالیت‌های اقتصادی ناکارآمد خود ادامه می‌دهند بدون اینکه با ورشکستگی مواجه شوند در این حقیقت نهفته است که سیاست مداران مرتبط، شرکت را با استفاده از بودجه دولتی کمک می‌کنند زیرا زنده نگه داشتن این شرکت‌ها برای تداوم استخراج مزیت‌های سیاسی و مزایای دیگر برای سیاست مداران ارزشمند است.

2-4- مروری بر پیشینه پژوهش

معلول و همکاران⁴ (2018) تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد و ارزش شرکت‌های تونسی را بررسی کردند. بر اساس نتایج به دست آمده، ارتباطات سیاسی موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت می‌شود. در واقع سرمایه‌گذاران به دلیل کسب منافع بیشتر، به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با ارتباطات سیاسی بالا تمایل نشان می‌دهند.

³. Bertrand & et al

⁴. Maaloul & et al

¹. Zheng & Zhu

². Pan & Tian

دهد که روابط سیاسی ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار داده و منجر به نوسان در ارزش شرکت های دارای روابط سیاسی بیشتر از چیزی که حرکت بازار بتواند توضیح دهد، می-گردد. آن ها بیان می کنند که بازدهی شرکت-های دارای روابط سیاسی به طور قابل ملاحظه ای متفاوت با همتایان بدون روابط سیاسی آنهاست. آن ها به این نتیجه رسیدند که وجود چنین روابطی در هر کشور، باعث رشد شاخص فساد جهانی می گردد و احتمال رانت بازی و ظهور سرمایه داری رابطه ای را افزایش می دهد.

گلدمن و همکاران⁴ (2009) تاثیر ارتباطات سیاسی بر ارزش شرکت ها را در بین 500 شرکت برتر در بورس سهام نیویورک و نزدیک بررسی نمودند. نتایج تحقیق نشانگر این موضوع بود که پس از پیروزی جمهوری خواهان در انتخابات ایالات متحده ارزش شرکت هایی که دارای ارتباط سیاسی با این حزب بودند، افزایش یافته است و همزمان، این رویداد تاثیر معکوس بر ارزش شرکت های مرتبط با حزب دمکرات، داشته است.

فاسیو⁵ (2006) در پژوهشی به بررسی ارتباط سیاسی شرکت ها پرداخت و 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.

خان و همکاران¹ (2016) در پژوهشی به بررسی ارتباطات سیاسی بر هزینه های نمایندگی و تاثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین این دو پرداختند. دوره زمانی پژوهش آن ها بین سال های 2005 تا 2013 برای 155 شرکت بنگلادشی بود. نتایج پژوهش آن ها نشان داد که شرکت های دارای ارتباط سیاسی هزینه های نمایندگی بالاتری نسبت به همتایان بدون ارتباط سیاسی دارد. همچنین نتایج این پژوهش نشان از اهمیت کیفیت حسابرسی برای کاهش هزینه های نمایندگی در یک محیط اقتصادی نوظهور را دارد.

لی و وانگ² (2016) به بررسی تاثیر مدیران سیاسی بر ارزش آفرینی پرداختند. دوره زمانی پژوهش آن ها بین سال های 2003 الی 2012 برای 960 شرکت در بورس بهادار چین بود. نتایج پژوهش نشان داد که وجود مدیران سیاسی وابسته باعث افزایش سودآوری و ارزش های باقیمانده در شرکت های خصوصی گردیده است.

سعید و همکاران (2015) در پژوهشی به بررسی تاثیر ارتباطات سیاسی بر کارایی عملیاتی را در بورس اوراق بهادار پاکستان برای دوره زمانی 2002 تا 2010 با حجم نمونه آماری 419 شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از وجود ناکارایی عملیاتی و اشتغال بیش از حد برای شرکت های دارای ارتباطات سیاسی می باشد. داتا³ (2012) به بررسی رابطه سیاسی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان می

⁴ . Goldman & et al

⁵ . Facio

¹ . Khan & et al

² . Wang & Lin

³ . Datta

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (1397)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.

لاله ماژین و همکاران (1396)، در پژوهشی به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت است، به عبارتی می‌توان بیان کرد شرکت‌هایی که وابستگی دولتی دارند، این مالکیت بر عرضه و تقاضا شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشد. می‌توان گفت اثر نوسانات بازار بر سهام شرکت‌های دولتی بیشتر خواهد بود.

حبیب زاده بایگی و دارابی (1395)، به بررسی نقش مالکیت دولتی بر معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون فازی یافته‌های پژوهش حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت دولتی با عملکرد مالی و اقتصادی شرکت است. از سوی دیگر نتایج آزمون نشان می‌دهد بین اندازه شرکت با عملکرد مالی و اقتصادی شرکت رابطه معنادار و مستقیم و بین اهرم مالی با عملکرد مالی و اقتصادی شرکت رابطه معنادار و معکوس وجود دارد.

بحری ثالث و همکاران (1394)، در پژوهشی به بررسی تأثیر خصوصی سازی بر عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های دولتی خصوصی سازی

شده پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های 1386 الی 1392 پرداختند. نتایج کلی این پژوهش حاکی از آن است که خصوصی سازی شرکت‌های دولتی در ایران باعث تضعیف عملکرد مالی این شرکت‌ها شده است.

3- روش‌شناسی پژوهش

3-1- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها بصورت زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اصلی اول : شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی رابطه معناداری با ارزش آفرینی دارد.

فرضیه فرعی اول : شرکت‌های با مالکیت دولتی رابطه معناداری با رتبه مبتنی بر ارزش شرکت دارد.

فرضیه فرعی دوم : شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت رابطه معناداری با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش دارد.

فرضیه اصلی دوم : شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی رابطه معناداری با کارایی عملیاتی دارد.

فرضیه فرعی اول: شرکت‌های با مالکیت دولتی رابطه معناداری با بهره‌وری نیروی کار دارد.

فرضیه فرعی دوم: مالکیت نهادی شرکت‌های وابسته به دولت رابطه معناداری با بهره‌وری نیروی کار دارد

فرضیه فرعی سوم : شرکت‌های با مالکیت دولتی رابطه معناداری با بهره‌وری سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

فرضیه فرعی چهارم: مالکیت نهادی شرکت‌های وابسته به دولت رابطه معناداری با بهره‌وری سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

3-2- جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرا بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی ده ساله، از سال 1387 الی 1396 می‌باشد. شرکت‌های عضو جامعه آماری که ویژگی‌های زیر را دارا باشند، به عنوان جامعه آماری پژوهش انتخاب شده‌اند:

1- قبل از سال 1387 در بورس پذیرفته شده باشند.

2- سال مالی آنها منتهی به 29 اسفند باشد.

3- فعالیت تولیدی داشته باشند و جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و شرکت‌های هلدینگ

4- حداقل هر سه ماه یکبار، سهام آنها در بورس اوراق بهادار مبادله شده باشد.

5- در بازه‌ی زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشند.

6- با توجه به اینکه پژوهش حاضر منحصرًا به بررسی پیامدهای ارتباط سیاسی شرکت‌ها می‌پردازد و ملاک عمل، مالکیت دولتی و شبه دولتی بودن شرکت‌ها می‌باشد بنابراین شرکت‌های فاقد این مالکیت از جامعه آماری پژوهش حذف می‌گردد. با در نظر گرفتن محدودیت‌های بالا، مطابق جدول 1 تعداد 113 شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

جدول 1 - تعیین حجم نمونه

تعداد شرکت	شرح
644	تعداد کل شرکت‌هایی که تا پایان سال 1396 عضو شده‌اند
(57)	شرکت‌های لغو پذیرش شده در بین سال 1387 الی 1396
(147)	شرکت‌هایی که بین سال‌های 1387 الی 1396 وارد بورس شده‌اند
(22)	شرکت‌هایی که سال مالی آنها غیر از پایان اسفند ماه است
(227)	شرکت‌های بیمه‌ای، واسطه‌گری مالی و شرکت‌های هلدینگ
(30)	شرکت‌هایی که سهام آنها بیش از سه ماه معامله نشده است
(29)	شرکت‌هایی با داده‌های مفقوده طی سال‌های 1387-1396
(19)	شرکت‌های فاقد مالکیت دولتی یا شبه دولتی
113	حجم نمونه آماری انتخاب شده

پژوهشگر

محاسبات

منبع:

3-3- روش پژوهش

با توجه به اینکه هدف این پژوهش بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی، مدیریت مبتنی بر ارزش آفرینی و کارایی

عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، لذا با جمع‌آوری اطلاعات گذشته شرکت‌ها با یک طرح پژوهش پس رویدادی همراه با

تحلیل همبستگی واز لحاظ هدف، کاربردی مواجه خواهیم بود. مدل‌های آماری به کار گرفته شده در این پژوهش، مدل رگرسیونی چند متغیره می‌باشد. همچنین جهت آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش به ترتیب از مدل رگرسیونی چند متغیره به روش حداقل مربعات معمولی¹ (OLS) و داده‌های ترکیبی پویا به روش گشتاورهای تعمیم یافته² (GMM) با استفاده از متغیرهای ابزاری استفاده گردیده است.

در این پژوهش از نرم افزار Excel برای جمع آوری و طبقه بندی داده‌های خام و از نرم افزار Eviews9/5 برای تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره بهره گرفته شده است. برای جمع آوری داده‌ها در زمینه چارچوب نظری تحقیق و پیشینه آن از کتاب‌های لاتین و فارسی، پایان نامه‌ها، مقالات و پایگاه‌های اطلاعاتی و سایت‌های اینترنتی استفاده شده است. دانش آماری که در تحلیل آماری این تحقیق استفاده می‌شود، شامل آمار توصیفی جهت توصیف و ارائه مشخصات آماری متغیرها و پارامترها و آمار استنباطی شامل تخمین و برآورد ضرایب می‌باشد.

3-4- مدل و متغیرهای پژوهش

3-4-1- مدل‌های پژوهش

با توجه به فرضیه اول و دوم پژوهش از مدل‌های رگرسیونی زیر بهره گرفته شده :

مدل رگرسیونی فرضیه های اول پژوهش با الگوبرداری و تعدیل از پژوهش وانگ و لین (2016) انجام شده است به شرح زیر می- باشد:

مدل فرضیه فرعی اول :

$$VBMSCORE = \alpha + \beta_1 POLGOV_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LVG_{it} + \beta_6 SALESGRWTH_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 IND_DUM_{it} + \beta_9 PERIOD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

مدل فرضیه فرعی دوم

$$VBMSCORE = \alpha + \beta_1 POLinst_{it} + \beta_2 TANG_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LVG_{it} + \beta_6 SALESGRWTH_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 IND_DUM_{it} + \beta_9 PERIOD_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

مدل رگرسیونی فرضیه دوم پژوهش برگرفته از پژوهش سعید و همکاران (2015) به شرح زیر می‌باشد :

فرضیه فرعی اول :

$$EMPPROD = \alpha + \beta_1 POLGOV_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 LOSS_{it} + \beta_4 LTD_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LVG_{it} + \beta_7 SALESGROW_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

فرضیه فرعی دوم :

$$EMPPROD = \alpha + \beta_1 POLGOV_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 LOSS_{it} + \beta_4 LTD_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LVG_{it} + \beta_7 SALESGROW_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

فرضیه فرعی سوم و چهارم :

$$INVESTMENT = \alpha + \beta_1 POLGOV_{it} + \beta_2 POLINST_{it} + \beta_3 GRWTHOPP_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 LTD_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LV$$

¹ . Ordinary Least Squares

² . Generalized Method of Moments

$$G_{it} + \beta_0 ROA_{it} + \beta_1 SALES_{it} + \beta_2 SALES_{it} + \beta_3 SALES_{it} + \beta_4 SALES_{it} + \beta_5 SALES_{it} + \beta_6 SALES_{it} + \beta_7 SALES_{it} + \beta_8 SALES_{it} + \beta_9 SALES_{it} + \beta_{10} SALES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

3-4-2- متغیرهای وابسته پژوهش :

الف) رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش (VBMScore): برای رتبه بندی شرکتها ابتدا معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش بر اساس چهار معیار که در ادامه ذکر می شود، محاسبه شده و سپس شرکتها برای هر سال بر اساس نتایج حاصله مرتب می شوند و در آخر رتبه شرکت بر تعداد کل شرکتها تقسیم می شود. بدین ترتیب برای هر شرکت در هر سال بر اساس هر یک از معیارهای ارزش آفرینی در مدیریت مبتنی بر ارزش رتبه ای بین صفر تا یک مشخص می شود.

$$VBM \text{ SCORE} = (EVA \text{ SCORE} + CVA \text{ SCORE} + ROIC \text{ SCORE} + SVA) / 4 \quad (6)$$

ارزش افزوده اقتصادی (EVA SCORE): برآوردی از میزان سود اقتصادی یک شرکت است که به صورت رابطه زیر بیان می شود.

$$EVA_t = NOPAT - (WACC_t * CAPITAL_{t-1}) \quad (7)$$

NOPAT: سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات

مقدار سود نقدی باقیمانده ی شرکت را اندازه گیری می کند. این مدل توسعه ای از مفهوم جریان نقدی بازده سرمایه گذاری است و از طریق رابطه زیر بدست می آید :

• ارزش افزوده نقدی = سرمایه گذاری ناخالص (هزینه سرمایه نقدی - بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری)

• سرمایه گذاری ناخالص = بهای تمام شده دارایی غیر جاری + خالص دارایی جاری

• بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری = جریان نقدی بازده سرمایه گذاری / سرمایه گذاری ناخالص

نرخ بازده سرمایه عملیاتی (ROIC SCORE): این نرخ نشان دهنده بازده ایجاد شده از سرمایه گذاری عملیاتی است و با استفاده از رابطه زیر بدست می آید.

$$ROIC = \frac{EBIT * [1 - TAX]}{PPE * NonCash WC} \quad (8)$$

ROIC: نرخ بازده سرمایه عملیاتی

PPE: دارایی ثابت

EBIT: سود عملیاتی

CAPITAL t-1: جمع حقوق صاحبان سهام به علاوه NonCash WC: سرمایه در گردش غیر نقدی

TAX: نرخ مالیات

ارزش افزوده سهامدار (SVA)

یک شرکت زمانی برای سهامدارانش ارزش ایجاد می نماید که بازده سهامدار بالاتر از هزینه سهام (بازده مورد انتظار

بدهی های بهره دار در سال قبل

WACC: میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه

ارزش افزوده نقدی (CVA SCORE): بر

اساس دیدگاه مشاوره ای بوستون که بر

اساس سود باقیمانده طراحی شده است و

سرمایه) گردد. به بیان دیگر، شرکتی در طول یکسال ایجاد ارزش می نماید که فراتر از انتظارات عمل نماید (رهنمای رودپشتی و همکاران، 1390).

ارزش ایجاد شده سهامدار = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام * (بازده سهامدار - بازده مورد انتظار سرمایه)

2- کارایی عملیاتی:

در این پژوهش برای سنجش متغیر کارایی عملیاتی دو شاخص کارایی سرمایه گذاری و نسبت بهره‌وری کارکنان به کار گرفته شده است.

کارایی سرمایه گذاری (INVESTMENT):
کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. در پژوهش جاری برای کمی سازی کارایی سرمایه گذاری از مدل بیدل و همکاران (2009) طبق رابطه (10) زیر استفاده شده است.

$$INVESTMENT = \alpha + \beta I O SALES GROW_i$$
$$t + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

نحوه محاسبه سرمایه‌گذاری (INVESTMENT) عبارتست از افزایش خالص دارایی‌ها مشهود و نامشهود تعدیل شده با جمع کل دارایی‌های ابتدای دوره

مقادیر خطا (ε_{it}) عبارتست از سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد شرکت i در سال t

لازم به ذکر است که برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری، از مقادیر باقی مانده مدل فوق، قدر مطلق گرفته شده و سپس در منفی یک ضرب می‌شوند.

نسبت بهره‌وری کارکنان (EMP-PROD):
معیار بهره‌وری کارکنان که از نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل تعداد پرسنل شرکت بدست می‌آید.

استدلال بر این است که اگر سیاست مدار در تصمیم اشتغال شرکت دخالت کند، پس شرکت مرتبط باید، به شرط ثابت بودن سایر عوامل، کارکنان بیشتری داشته باشد و در نتیجه بهره‌وری کارمند پایین تر باشد.

3-4-3- متغیرهای مستقل پژوهش:

POL: شاخص ارتباط سیاسی (حمایت سیاسی دولت) بر اساس پژوهش فریزر و همکاران (2006) از دو شاخص استفاده گردیده است شاخص اول درصد مالکیت مستقیم دولت (*POLGOV*) از سرمایه‌های شرکت‌های باشد. به عبارتی شرکتی که بیش از 20 درصد از سهام آن متعلق به دولت باشد. و شاخص بعدی آن عبارتست از سرمایه‌گذاری نهادهای وابسته به دولت (شبه دولتی) در سرمایه شرکت‌ها (*POLINST*) که بیانگر حمایت نهادی دولت است.

POLGOV: جهت تعیین حداقل درصد مالکیت ممکن، که بتواند بر تصمیم‌گیریهایی مرتبط با سیاست‌های مالی و عملیاتی یک واحد تجاری، اثرگذار باشد،

تعریف استاندارد حسابداری شماره 20 از «نفوذ قابل ملاحظه» مد نظر قرار گرفته شده است. بر اساس استاندارد مذکور، اگر واحد سرمایه‌گذار به طور مستقیم یا غیر مستقیم حداقل 20 درصد از حق رای واحد سرمایه‌پذیر را در اختیار داشته باشد، فرض می‌شود که از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردار است. بنابراین تعریف عملیاتی متغیر ارتباطات سیاسی به این صورت است: متغیر مجازی در صورتیکه شرکتی بیش از 20 درصد سهام آن متعلق به دولت باشد کد 1 و در غیر اینصورت کد صفر تعلق می‌گیرد.

مالکیت نهادی شبه دولتی‌ها (POLINST) عبارتست از درصد مالکیت نهادی، نهادهای شبه دولتی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر در قوانین ایران هنوز هیچ تعریفی از نهادهای شبه دولتی ارائه نشده است. ساختار آن‌ها دولتی نیستند اما غالباً با مدیریت دولتی اداره می‌شوند. و سر راه انتقال از بخش دولتی به خصوصی قرار گرفته است. این شرکت‌ها براساس اصلحیه ماده 6 قانون اصل 44 موظفند اطلاعاتشان را به سازمان بورس ارائه کنند. شرکت‌هایی که مشمول این قانون قرار گرفته‌اند در شش طبقه به شرح ذیل دسته بندی شده‌اند:

- 1- موسسات و نهادهای عمومی غیر دولتی
- 2- نهادهای نظامی و انتظامی کشور 3-
- 3- نهادها و سازمان‌های وقفی و بقاع
- 4- متبرکه‌ها 4- صندوق‌های بازنشستگی 5-

نهادهای انقلاب اسلامی 6- موسسات خیریه

3-4-4- متغیرهای کنترلی پژوهش:

Sales growth: نرخ رشد فروش برابر است با (فروش در سال جاری - فروش در سال قبل) / فروش در سال قبل

Size: اندازه شرکت عبارتست از لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها شرکت
LVG: اهرم مالی (جمع کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها)

ROA: بازده دارایی‌ها، از طریق نسبت سود عملیاتی به جمع کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود و به منظور کنترل عملکرد مالی و سودآوری به مدل اضافه شده است.

LTD: بدهی بلند مدت به کل بدهی‌ها

Age: عمر شرکت که برابر با لگاریتم طبیعی سن شرکت با توجه به سال تاسیس می‌باشد.

M/B: برابر نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن است.

LOSS: شرکت‌های زیان ده کد 1 و در غیر اینصورت کد 0 در نظر گرفته می‌شود.

CF: جریان‌ات نقدی (سود قبل از بهره و مالیات + استهلاک انباشته تعدیل شده بر جمع کل دارایی‌ها)

همچنین برای برطرف کردن مشکل خود همبستگی سریالی در مدل‌های آماری از متغیرهای مجازی سال و صنعت (*DumIND*, *DumYRS*) بهره گرفته شده است.

4- یافته‌های پژوهش

4-1- آمار توصیفی

شاخص‌های توصیف داده‌ها به سه گروه شاخص‌های مرکزی (مانند میانگین و میانه)، شاخص‌های پراکندگی (مانند انحراف معیار)، شاخص‌های شکل توزیع (مانند شاخص‌های چولگی و کشیدگی) تقسیم می‌شوند. جدول 2 آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش را برای 113 شرکت عضو نمونه، طی 10 سال، نشان می‌دهد. نزدیک بودن میانگین و میانه‌ی متغیرها نشان از نرمال بودن داده‌ها دارد و انحراف معیار میزان پراکندگی داده

ها را نمایان می‌سازد. جدول زیر نشان می‌دهد از بین مشاهدات پژوهش تقریباً 61 درصد شرکت‌ها، مالکیت دولتی بیش از 20 درصد را دارا می‌باشند. و تنها 8 درصد از شرکت‌ها زیان ده می‌باشند. وجود ضریب چولگی مثبت نشان دهنده‌ی چولگی به راست می‌باشد و این چولگی به راست به دلیل بزرگ بودن میانگین نسبت به میانه است و چولگی‌های منفی نشان دهنده چولگی به چپ می‌باشد.

جدول 2- آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

متغیرهای پژوهش	CF	EMP	GROWTH	POLINST	INVEST	LEV	LTD	ROA	SALES GROWTH
جریانان نقدی	113 0	0/8 7	0/6 8	0/08 7	3/3 7	0/652	1/533	5/232	کشیدگی
بهره وری کارکنان	113 0	0/2 2	0/1 4	0/000 2	1/1 2	0/247	1/597	5/205	کمی
فرصت رشد	113 0	0/6 7	0/6 4	0/07 6	1/2 6	0/302	0/198	2/093	کمی
مالکیت نهادی شبه دولتی	113 0	0/2 5	0/1 6	0/005 7	0/7 7	0/234	0/919	2/474	کمی
سرمایه گذاری	113 0	-0/1 -0/1	-0/1 -0/1	-0/31 0/01	-	0/06	-0/06	3/55	کشیدگی
اهرم مالی	113 0	0/0 5	0/0 4	0/008 0	0/2 0	0/036	1/605	5/894	کمی
بدهی بلند مدت به کل بدهی	113 0	0/1 0	0/0 8	0/02 5	0/3 5	0/076	1/192	3/686	کمی
نرخ بازده دارایی	113 0	0/1 9	0/1 7	0/004 4	0/5 4	0/132	0/814	3/131	کمی
نرخ رشد	113 0	0/1 6	0/1 5	-0/28 3	0/7 3	0/205	0/409	3/207	کمی

فروش									
3/489	0/859	0/477	2/3 8	0/02	0/7 2	0/7 9	113 0	SIZE	اندازه شرکت
2/64	0/29	0/17	0/9 8	0/07	0/4 9	0/5 0	113 0	VBM SCORE	معیار ارزش آفرینی
2/74	-0/73	0/40	4/1 9	2/30	3/6 6	3/5 5	113 0	AGE	عمر شرکت
3/61	1	0/17	0/8 6	0/1	0/2 2	0/2 5	113 0	TANG	دارایی مشهود به کل
3/99	1/27	0/66	2/0 3	-0/52	0/0 9	0/2 6	113 0	YIELD	بازده سهام

آمار توصیفی متغیرهای مجازی پژوهش

متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد مشاهدات	فراوانی عدد صفر	فراوانی عدد یک	درصد فراوانی صفر	درصد فراوانی یک
شرکت‌های دولتی	GOV	1130	691	439	61/15	38/85
شرکت‌های زیان ده	LOSS	1130	1037	93	91/77	8/23

منبع: محاسبات پژوهشگر

4-2- نتایج آزمون فرضیه ها

4-2-1- آزمون ریشه واحد (مانایی)

متغیرهای پژوهش

قبل از برآورد مدل رگرسیون بر روی داده-ها، الزام است مانایی¹ تک تک متغیرها بررسی شود چون در صورتی که متغیرها نامانا باشند، باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. در این پژوهش برای بررسی مانایی متغیرها از آزمون دیکی فولر² (1979) استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون وجود ریشه واحد یا بطور معادل، عدم مانایی متغیرها می‌باشد که اگر سطح معناداری کمتر از 5 درصد باشد فرض صفر رد می‌شود و

¹ . Durability

² . Dickey-Fuller

متغیرها مانا هستند. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای پژوهش کمتر از 5 درصد است نشان‌دهنده این است که متغیرها پایا هستند. در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

4-2-2- آزمون نرمال بودن متغیرهای

وابسته :

در پژوهش حاضر به منظور تخمین پارامترهای مدل از رگرسیون خطی استفاده می‌گردد. رگرسیون خطی بر این فرض استوار است که متغیرهای وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال باشند و توزیع غیرنرمال آن منجر به تخطی از مفروضات این روش

برای تخمین پارامترها می‌شود. لذا نرمال بودن توزیع متغیر وابسته پژوهش از آماره جارکیو- برا¹ مورد بررسی قرار می‌گیرد. اگر سطح اهمیت آماره این آزمون بیشتر از 5 درصد باشد فرضیه صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون حاکی از عدم توزیع نرمال متغیرهای وابسته پژوهش می‌باشد. با توجه عدم نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته، فرآیند نرمال سازی با حذف داده‌های پرت صورت گرفت.

4-2-3- نتایج فرضیه اول پژوهش

صحیح بودن نتایج حاصل از تخمین مدل رگرسیون تا حد بسیار زیادی به مقادیر خطا و ویژگی‌های آن بستگی دارد. در صورتی می‌توان به نتایج رگرسیون اتکا کرد که ویژگی‌های اولیه مدل رعایت شده باشند. در این پژوهش برای بررسی همسان بودن واریانس خطاهای مدل از آزمون بروش پاگان گادفری استفاده گردید. همچنین یکی از فرض‌های اساسی در تخمین مدل رگرسیون، عدم خود همبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی می‌باشد. یکی از روش‌های مرسوم برای بررسی وجود یا عدم وجود خود همبستگی بین مقادیر خطا در وقفه اول از آزمون دوربین واتسون² و در وقفه دوم آزمون بروش گادفری نام دارد که

خودهمبستگی را در مراتب مختلف ارزیابی می‌کند. همچنین یکی دیگر از فرضیات که در زمان استفاده از حداقل مربعات معمولی در نظر گرفته می‌شود، این است که متغیرهای توضیحی به هم وابسته نباشند. یکی از جامع‌ترین روش‌ها برای بررسی هم خطی متغیرهای توضیحی در مدل، عامل تورم واریانس³ می‌باشد. اگر ضرایب مدل برآورد شده کمتر از عدد 10 باشد، مشکل هم خطی وجود نخواهد داشت (افلاطونی، 1394). نرمال بودن مقادیر خطا پنجمین فرض از مفروضات رگرسیون بیانگر آن است که مقادیر خطا باید طبق مفهوم رگرسیون کاملاً تصادفی باشد. برای بررسی این آزمون از آزمون جارکیو برا استفاده گردید. در جدول 3 نتایج مربوط به مفروضات کلاسیک فرضیه اول پژوهش به شرح زیر ارائه گردید.

¹. Jarque-Bera

². Durbin & Watson

³. Variance Inflation Factor

جدول (3) : نتایج مفروضات کلاسیک رگرسیون

نرمال بودن مقادیر خطا		آزمون خود همبستگی		آزمون ناهمسانی واریانس		شرح
سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	
0/72	0/631	0/009	4/66	0/051	1/49	فرضیه 1-1
0/40	1/794	0/096	2/35	0/567	0/93	فرضیه 1-2

منبع : محاسبات پژوهشگر

رگرسیونی مخالف صفر است. مقدار دوربین واتسون برآورد شده برابر با $2/33$ است و از آنجائی که مقدار محاسبه شده در محدوده بین $1/5$ تا $2/5$ قرار دارد بنابراین این مقدار بیانگر این موضوع است که بین باقیمانده‌ها خود همبستگی نوع اول وجود ندارد. ولی با توجه به وجود خودهمبستگی مرتبه دوم، برای تخمین مدل از اتورگرسیو مرتبه اول استفاده گردید.

از آنجائیکه سطح معناداری آزمون ناهمسانی واریانس در هر دو فرضیه بیش از 5 درصد می‌باشد فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس خطاها در سطح 5 درصد تأیید می‌گردد. بنابراین ناهمسانی واریانس وجود ندارد. و در فرضیه فرعی اول با توجه به سطح معناداری خود همبستگی مرتبه دوم وجود دارد. و همچنین نرمال بودن مقادیر خطا با توجه به سطح معناداری آماره جارجیو برا تأیید می‌گردد.

در فرضیه فرعی اول به بررسی ارتباط بین شرکت‌های با مالکیت دولتی و مدیریت مبتنی بر ارزش آفرینی پرداخته شد. نتایج آزمون فرضیه فرعی اول پژوهش در جدول 4 ارائه شده است. در این فرضیه از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی¹ و برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده در جدول 4 (معناداری مدل) $0/0000$ مشخص می‌گردد که مدل معنادار بوده و حداقل یکی از ضرایب مدل

¹ . Ordinary Least Squares

جدول(4): نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

$VBM\ SCORE = \alpha + \beta 1POL_{GOVE\ it} + \beta 2\ TANG_{it} + \beta 3AGE_{it} + \beta 4\ SIZE_{it} + \beta 5LVG_{it} + \beta 6\ SALESGRWTH_{it} + \beta 7MB_{it} + \beta 8INDUSTRY_DUMMIES_{it} + \beta 9PERIOD_{it} + \varepsilon_{it}$						
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای معیار	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری	تورم واریانس متمرکز	تورم واریانس غیر متمرکز
عرض از مبدا	0/39	0/43	9/07	0/0000		
مالکیت دولتی (POL_{GOV})	0/08	0/02	4/04	0/0000	1/53	2/69
دارایی مشهود به کل دارایی‌ها ($TANG$)	-0/02	0/07	-0/31	0/75	1/36	5/79
عمر شرکت (AGE)	0/007	0/027	0/275	0/783	1/19	1/19
اندازه شرکت ($SIZE$)	-0/002	0/009	-0/209	0/834	1/52	1/55
اهرم مالی (LVG)	-0/195	0/062	-3/115	0/002	1/16	1/17
نرخ رشد فروش ($SALES$)	-0/016	0/033	-0/497	0/619	1/31	2/08
ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)	0/023	0/008	2/787	0/005	1/61	8/11
اتورگرسیو مرتبه اول AR(1)	0/243	0/055	4/346	0/0000		
اثرات صنعت و دوره زمانی			کنترل شد			
ضریب تعیین	0/35	آماره دوربین واتسون		2/33		
ضریب تعیین تعدیل شده	0/29	آماره معناداری مدل (F)		6/16	0.0000	

منبع: محاسبات پژوهشگر

دهنده آن است که در سطح اطمینان 95 درصد مالکیت دولتی اثر معناداری بر متغیر وابسته ارزش آفرینی دارد و با توجه به اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر

با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل مالکیت دولتی (POL_{GOV}) برابر با 0/000 می‌باشد که مقدار آن کمتر از 5 درصد هست، بنابراین نتایج مدل نشان

با 0/08 هست، مشخص می‌گردد که مالکیت دولتی اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته پژوهش دارد که این نتیجه، فرض وجود رابطه معنادار در فرضیه فرعی اول را تایید می‌کند. می‌توان نتیجه گرفت که زمانی که مالکیت دولتی در ساختار مالکیت شرکت‌ها نفوذ قابل ملاحظه‌ای داشته باشد، منجر به ارزش آفرینی در شرکت‌ها می‌شود. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اهرم مالی (LVG) و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (M/B) کمتر از 5 درصد می‌باشند رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش یعنی ارزش آفرینی وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در نتایج برآورد شده مدل رگرسیونی این فرضیه برابر با 29 درصد می‌باشد که این مقدار بیانگر این است که حدود 29٪ رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. با توجه به این که مقادیر هیچ کدام از متغیرهای توضیحی در جدول 4 پژوهش بیش از 10 نمی‌باشد می‌توان بیان کرد که بین متغیرهای توضیحی همبستگی خطی شدیدی وجود

ندارد. این موضوع نشان دهنده‌ی آن است که هم خطی بین متغیرهای مستقل اثر نامطلوبی بر برآوردگرهای روش حداقل مربعات ندارد.

فرضیه فرعی دوم پژوهش به بررسی ارتباط بین شرکت‌های با مالکیت نهادی شبه دولتی و مدیریت مبتنی بر ارزش آفرینی پرداخته شد. برای بررسی مدل از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی و برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده در جدول 5 (معناداری مدل) 0/0000 مشخص می‌گردد که مدل معنادار بوده و حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر است. مقدار دوربین واتسون برآورد شده برابر با 1/80 است و از آنجائی که مقدار محاسبه شده در محدوده بین 1/5 تا 2/5 قرار دارد بنابراین این مقدار بیانگر این موضوع است که بین باقیمانده‌ها خود همبستگی نوع اول وجود ندارد.

جدول (5): نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

$VBM\ SCORE = \alpha + \beta 1POLINST_{it} + \beta 2\ TANG_{it} + \beta 3AGE_{it} + \beta 4\ SIZE_{it} + \beta 5LVG_{it} + \beta 6\ SALESGRWTH_{it} + \beta 7MB_{it} + \beta 8INDUSTRY_DUMMIES_{it} + \beta 9PERIOD_{it} + \varepsilon_{it}$						
تورم	تورم	سطح معنی داری	آماره تی استیودنت	خطای معیار	ضریب متغیر	متغیرهای پژوهش
واریانس غیر متمرکز	واریانس متمرکز					

		0/0000	9/848	0/036	0/355	عرض از مبدا
-0/062	2/69	0/0477	-1/988	0/031	-0/06	مالکیت نهادی شبه دولتی (<i>POLINST</i>)
0/099	5/79	0/096	1/665	0/06	0/10	نسبت دارایی مشهود به کل دارایی‌ها (<i>TANG</i>)
-0/006	1/19	0/769	-0/293	0/022	-0/006	عمر شرکت (<i>AGE</i>)
0/012	1/55	0/070	1/812	0/006	0/012	اندازه شرکت (<i>SIZE</i>)
-0/222	1/17	0/0002	-3/784	0/058	-0/22	اهرم مالی (<i>LVG</i>)
0/012	2/08	0/727	0/348	0/035	0/012	نرخ رشد فروش (<i>SALES</i>)
0/046	8/11	0/0000	5/772	0/008	0/046	ارزش بازار به ارزش دفتری (<i>MB</i>)
				کنترل شد		اثرات صنعت و دوره زمانی
		0.0000	6/64	F آماره	0/37	ضریب تعیین
		1/80	آماره دوربین واتسون		0/31	ضریب تعیین تعدیل شده

منبع: محاسبات پژوهشگر

شبه دولتی در شرکت‌ها افزایش می‌یابد، میزان ارزش آفرینی در شرکت‌ها نیز کاهش می‌یابد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اهرم مالی (*LVG*) و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (*M/B*) کمتر از 5 درصد می‌باشند رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش یعنی ارزش آفرینی وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده در نتایج برآورد شده مدل رگرسیونی این فرضیه برابر با 31 درصد می‌باشد که این مقدار بیانگر این است که حدود 31 درصد رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. با توجه به این که مقادیر هیچ کدام از متغیرهای توضیحی در

با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل مالکیت نهادی وابسته به دولت (*POLINST*) برابر با 0/047 می‌باشد که مقدار آن کمتر از درصد هست، بنابراین نتایج مدل نشان دهنده آن است که در سطح اطمینان 95 درصد مالکیت نهادی وابسته به دولت اثر معناداری بر متغیر وابسته (ارزش آفرینی) دارد و با توجه به اینکه ضریب متغیر مستقل منفی و برابر با -0/062 هست، مشخص می‌گردد که مالکیت نهادی شبه دولتی اثر منفی و معناداری بر متغیر وابسته دارد که این نتیجه، فرض وجود رابطه معنادار در فرضیه فرعی دوم را تایید می‌کند. می‌توان نتیجه گرفت که زمانی که درصد مالکیت نهادی

جدول 5 پژوهش بیش از 10 نمی‌باشد می-
توان بیان کرد که بین متغیرهای توضیحی
همبستگی خطی شدیدی وجود ندارد.

4-2-4- نتایج فرضیه دوم پژوهش

با توجه به ماهیت مدل‌های پژوهش در
فرضیه دوم و احتمال وجود مشکل
درونزایی در مدل به منظور تخمین معادله
از الگو تلفیقی پویا و از روش گشتاورهای
تعمیم یافته¹ (GMM) آرانو و باور² (1995)
استفاده گردید. در فرضیه فرعی اول به
بررسی رابطه شرکت‌های با مالکیت دولتی
با بهره‌وری نیروی کار پرداخته شد. که
نتایج حاصل از برآورد پارامترهای مدل در
فرضیه فرعی اول در جدول 6 آمده است :

¹ . Generalied Method of Moments

² . Arellano and Bond

جدول(6): نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

$EMP-PROD = \alpha + \beta 1 POL_{GOVE} it + \beta 2 CFit + \beta 3 LOSSit + \beta 4 LTDit + \beta 5 SIZEit + \beta 6 LVGit + \beta 7 SALES GROWit + \beta 8 ROAit + \varepsilon_{it}$				
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای معیار	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
مالکیت دولتی (POL_{GOV})	0/153	0/041	3/708	0/0002
جریانان نقدی (CF)	-0/095	0/027	-3/509	0/0005
شرکت‌های زیان ده ($LOSS$)	0/190	0/104	1/826	0/068
بدهی بلند مدت به کل بدهی (LTD)	-0/844	0/163	-5/176	0/0000
اندازه شرکت ($SIZE$)	-0/055	0/040	-1/376	0/1695
اهرم مالی (LVG)	-0/179	0/250	-0/715	0/474
نرخ رشد فروش ($SALES GROW$)	-0/005	0/0456	-0/130	0/896
نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)	1/512	0/105	14/371	0/0000
J-statistic	36/580	Wald-Test	0/0000	
Sargan-Test	0/441	Instrument Rank		44

منبع : محاسبات پژوهشگر

نظر به اینکه آماره‌های تشخیصی الگو، نتایج حاصل از برآورد مدل را رد نمی‌کند لذا می‌توان تأثیر متغیرهای الگو بر متغیر وابسته را مورد بررسی قرار داد. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل مالکیت دولتی (POL_{GOV}) برابر با 0/0002 می‌باشد که مقدار آن کمتر از 5 درصد هست، بنابراین نتایج مدل نشان دهنده آن است که در سطح اطمینان 95٪ مالکیت دولتی رابطه معناداری با متغیر وابسته (بهره‌وری نیروی انسانی) دارد و با توجه به اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر با 0/153 هست، مشخص می‌گردد

بررسی معتبر بودن ماتریس متغیرهای ابزار الگوی فوق با استفاده از آزمون سارگان، نشان از معتبر بودن متغیرهای ابزاری انتخابی در سطح خطای پنج درصد دارد. بر این اساس هیچگونه همبستگی معنی‌داری بین اجزاء خطا و ابزارهای بکار گرفته شده در سطح خطای مورد نظر وجود ندارد. بر اساس آزمون والد نیز فرضیه صفر بودن تمام ضرایب در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود. در نتیجه اعتبار الگوی ارائه شده در این سطح از خطا تأیید می‌شود.

که مالکیت دولتی اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد که این نتیجه، فرض وجود رابطه معنادار در فرضیه فرعی اول را تایید می‌کند. این نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های با مالکیت دولتی با کنترل نیروی انسانی خود و جلوگیری از استخدام بیش از حد نیروی انسانی منجر به افزایش بهره‌وری نیروی انسانی می‌گردد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری جریانات

نقدی (CF)، نسبت بدهی بلند مدت به کل بدهی‌ها (LTD)، نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) کمتر از 5 درصد می‌باشد. بنابراین رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش یعنی بهره‌وری نیروی انسانی وجود دارد. در فرضیه فرعی دوم به بررسی ارتباط بین شرکت‌های با مالکیت شبه دولتی و بهره‌وری نیروی کار پرداخته شد که در جدول 7 ارائه شده است.

جدول (7): نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

$EMP-PROD = \alpha + \beta 1 POL_{INST} it + \beta 2 CFit + \beta 3 LOSSit + \beta 4 LTDit + \beta 5 SIZEit + \beta 6 LVGit + \beta 7 SALES GROWit + \beta 8 ROAit + \varepsilon_{it}$				
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
مالکیت شبه دولتی (POL_{INST})	-0/173	0/065	-2/624	0/009
جریانات نقدی (CF)	0/037	0/070	0/535	0/593
شرکت‌های زیان ده (LOSS)	0/096	0/061	1/567	0/118
نسبت بدهی بلند مدت به کل بدهی‌ها (LTD)	-0/412	0/288	-1/429	0/154
اندازه شرکت (SIZE)	0/014	0/063	0/233	0/815
اهرم مالی (LVG)	1/129	0/905	1/247	0/213
نرخ رشد فروش (SALES GROWTH)	0/045	0/059	0/759	0/448
نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)	1/542	0/211	7/286	0/0000
J-statistic	18/127	Wald-Test	0/0000	
Sargan-Test	0/871	Instrument Rank		34

منبع: محاسبات پژوهشگر

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که با توجه به آنکه سطح معناداری متغیر مالکیت شبه دولتی کمتر از 5٪ می-

باشد (0/009) و همچنین ضریب متغیر مالکیت شبه دولتی منفی (0/173-) می-باشد. بنابراین نتیجه فرضیه فرعی دوم

نشان می‌دهد که مالکیت شبه دولتی ارتباط منفی و معناداری با بهره‌وری نیروی کار دارد. این نتیجه حاکی از آن است که با افزایش میزان مالکیت شبه دولتی‌ها بر شرکت‌های سرمایه پذیر میزان اشتغال افزایش یافته و به این صورت بهره‌وری نیروی کار کاهش می‌یابد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیر کنترلی نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) ارتباط مثبت و معناداری با بهره‌وری نیروی کار دارد. نتایج آزمون سارگان، نشان از معتبر بودن

متغیرهای ابزاری انتخابی در سطح خطای پنج درصد دارد. بر این اساس هیچگونه همبستگی معنی‌داری بین اجزاء خطا و ابزارهای بکار گرفته شده در سطح خطای مورد نظر وجود ندارد. بر اساس آزمون والد اعتبار الگوی ارائه شده در این سطح از خطا تأیید می‌شود. در فرضیه سوم و چهارم فرعی پژوهش به بررسی تاثیر مالکیت دولتی و شبه دولتی بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری پرداخته شد. نتایج حاصل این آزمون در جدول 8 ارائه شده است.

جدول (8): نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم و چهارم

$INVESTMENT = \alpha + \beta_1 POL_{GOV_{it}} + \beta_2 POL_{INST_{it}} + \beta_3 GRWTH_{OPP_{it}} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 LTD_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LVG_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} SALES_{GROW_{it}} + \epsilon_{it}$				
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای معیار	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
مالکیت دولتی (POL_{GOV})	-0/191	0/0273	-7/01	0/000
مالکیت شبه دولتی (POL_{INST})	-0/086	0/033	-2/575	0/011
فرصت رشد ($GROWTH_{OPP}$)	-0/062	0/018	-3/304	0/001
جریانان نقدی (CF)	0/020	0/018	1/082	0/28
شرکت‌های زیان ده ($LOSS$)	-0/508	0/327	-1/552	0/122
بدهی بلند مدت به کل بدهی‌ها (LTD)	0/221	0/121	1/826	0/07
اندازه شرکت ($SIZE$)	-0/005	0/032	-0/164	0/87
اهرم مالی (LVG)	0/94	0/369	2/557	0/011
نرخ رشد فروش ($SALES_{G}$)	-0/175	0/013	-13/137	0/000
نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)	0/170	0/108	1/573	0/117
J-statistic	19/469	Wald-Test	0/0000	
Sargan-Test	0/726	Instrument Rank		34

منبع: محاسبات پژوهشگر

نتایج نشان می‌دهد سطح معناداری متغیرهای مالکیت دولتی (POL_{GOV}) و شبه دولتی (POL_{INST}) پایین‌تر از 5 درصد می‌باشد بنابراین ارتباط معناداری میان متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب منفی هر دو متغیر مالکیت دولتی ($-0/191$) و متغیر مالکیت شبه دولتی ($-0/086$) نشان دهنده‌ی ارتباط منفی و معناداری بین شاخص‌های ارتباطات سیاسی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری وجود دارد. نتایج بررسی این فرضیه نشان می‌دهد که با افزایش ارتباطات سیاسی در شرکت‌ها میزان بهره‌وری سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. همچنین متغیرهای کنترلی فرصت رشد ($GROWTH.OPP$)، اهرم مالی (LVG) و

نرخ رشد فروش ($SALES GROWTH$) رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش دارد. نتایج آزمون سارگان، نشان از معتبر بودن متغیرهای ابزاری انتخابی در سطح خطای پنج درصد دارد. بر این اساس هیچگونه همبستگی معنی‌داری بین اجزاء خطا و ابزارهای بکار گرفته شده در سطح خطای مورد نظر وجود ندارد. بر اساس آزمون والد نیز فرضیه صفر بودن تمام ضرایب در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود. در نتیجه اعتبار الگوی ارائه شده در این سطح از خطا تأیید می‌شود. نتایج فرضیه‌های پژوهش به طور خلاصه در جدول 9 به شرح زیر ارائه شده است:

جدول (9): خلاصه‌ی نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	متغیر وابسته	متغیر مستقل	نتیجه آزمون	نوع رابطه
1-1	مدیریت مبتنی بر ارزش آفرینی	مالکیت دولتی	تأیید فرضیه	مستقیم
1-2	مدیریت مبتنی بر ارزش آفرینی	درصد مالکیت شبه دولتی	تأیید فرضیه	معکوس
2-1	بهره‌وری نیروی انسانی	مالکیت دولتی	تأیید فرضیه	مستقیم
2-2	بهره‌وری نیروی انسانی	درصد مالکیت شبه دولتی	تأیید فرضیه	معکوس
2-3	کارایی سرمایه‌گذاری	مالکیت دولتی	تأیید فرضیه	مستقیم
2-4	کارایی سرمایه‌گذاری	درصد مالکیت شبه دولتی	تأیید فرضیه	مستقیم

منبع: محاسبات پژوهشگر

5- بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر مدیریت مبتنی بر

ارزش و کارایی عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای انجام این پژوهش تعداد 113 شرکت در طی دوره زمانی 1396-1387 بررسی شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی ترکیبی در طی دوره پژوهش استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که:

در فرضیه اول شرکت‌های دولتی رابطه مثبت و معناداری با ارزش آفرینی دارد. با توجه به نتایج فرضیه اول می‌توان چنین استنباط کرد که در شرکت‌های دولتی مفهوم ارزش و ارزش آفرینی به عنوان محور اصلی مورد توجه قرار گرفته است تا در شرایط جدید اقتصادی بتوانند استراتژی‌های مناسب را برای حفظ مزیت رقابتی و توسعه پایدار اتخاذ کنند. با توجه به نتایج فرضیه اول و مطالعه مبانی نظری پژوهش می‌توان چنین بیان کرد که تغییرات محیط پیرامون بر شرکت‌های دولتی تاثیر گذار بوده است و توانسته با ایجاد انگیزه در بین مدیران دولتی، آن‌ها را به افزایش ارزش شرکت سوق دهد. در این بین معیارهای سنجش عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش این امکان را فراهم می‌کند که مدیران دولتی با استفاده از این معیارها با اتخاذ تصمیمات منطقی به مهم‌ترین اهداف شرکت که همان کسب سود در کوتاه مدت و افزایش ثروت اقتصادی مالکان در بلند مدت است دست یابند. در نهایت،

این امر باعث می‌شود که دولت در اجرای وظایف حمایتی و افزایش کارایی، موفق گردد و راه برای نیل به توسعه خود اتکا همراه شود. از طرفی با افزایش حجم نقدینگی دولت در تلاش است که با مهار روند رشد نقدینگی، سرمایه‌ها را به سمت بازارهای مولد هدایت کند. از طرفی سرمایه گذاران معمولاً ترجیح می‌دهند نقدینگی‌های خود را در بازارهایی سرمایه گذاری که حداکثر ارزش را برای وی به همراه داشته باشد. از این رو دولت در تلاش است با تدوین استراتژی با رویکرد ارزش آفرینی در شرکت‌های تحت پوشش خود به رونق بازار سرمایه و هدایت منابع سرگردان به سمت آن اقدام نماید. به کارگیری سیستم‌های نوین مدیریتی مانند مدیریت مبتنی بر ارزش این پیام را به بازار منتقل می‌کند که مدیران دولتی به عملکرد شرکت نگاه بلند مدت دارند و بر ارزش آفرینی تاکید می‌کنند. یافته‌های این فرضیه مطابق با نتایج معلول و همکاران (2018)، فاسیو (2006) و لاله ماژین و همکاران (1396) است. یکی از محرک‌های اصلی ارزش آفرینی در شرکت‌ها، کارایی عملیاتی می‌باشد. در این پژوهش از دو معیار مهم بهره‌وری نیروی انسانی و سرمایه‌گذاری به عنوان شاخص‌های تعیین کارایی عملیاتی بهره گرفته شد. نتایج فرضیه دوم نشان از آن دارد که شرکت‌های دولتی توانسته‌اند با استفاده بهینه از منابع مالی و سرمایه‌گذاری در

طرح‌های با ارزش فعلی مثبت و همچنین استفاده بهینه از نیروی انسانی و جلوگیری از اشتغال مازاد نیروی انسانی میزان بهره‌وری نیروی انسانی و سرمایه‌گذاری را افزایش داده و موجبات ارزش آفرینی برای سهامداران را فراهم آورند. یافته‌های این پژوهش نتایج پژوهش سعید و همکاران (2015) مطابقت ندارد.

همچنین در فرضیه فرعی دوم وجود رابطه منفی و معناداری بین شرکت‌های با مالکیت نهادی شبه دولتی و ارزش آفرینی تایید گردید این بدین معناست که هر چه درصد مالکیت نهادی شبه دولتی در این شرکت‌ها بیشتر باشد ارزش آفرینی کاهش می‌یابد. دلیل این امر را می‌توان در دو عامل جستجو کرد. اولین دلیل را می‌توان به وجود مشکل عاملیت در اینگونه شرکت‌ها یعنی تضاد منافع بین سهامداران مرتبط سیاسی و سهامداران اقلیت بیان کرد. ارتباط سیاسی در این شرکت‌ها به عنوان منبع ارزشمندی عمل می‌کند که می‌تواند برای بدست آوردن منافع و حمایت دولتی استفاده شود. شرکت‌های شبه دولتی بدنبال ایجاد کانال‌هایی هستند که بتوانند مزایایی از طریق این ارتباط برای خود ایجاد کنند. اینگونه شرکت‌ها از منابع خود برای مزایای سهامداران یا افراد داخلی مرتبط سیاسی به جای منفعت سهامداران استفاده کنند. تصمیمات اتخاذ شده در این شرکت‌ها منجر به انحراف شرکت از اهداف

نهایی خود می‌شود، تصمیماتی که می‌تواند سهامداران اقلیت و نهادی را در معرض مساله نمایندگی قرار دهد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط خان و همکاران (2016) مطابقت دارد.

عامل دوم به بهره‌وری نیروی انسانی که در نتایج فرضیه دوم ارائه شده، می‌توان اشاره کرد. نتایج فرضیه دوم نشان از آن دارد که شرکت‌های شبه دولتی رابطه منفی و معناداری با نسبت بهره‌وری نیروی انسانی دارد. علیرغم وجود ارتباط مثبت و معنادار بهره‌وری سرمایه‌گذاری در اینگونه شرکت‌ها عاملی که باعث کاهش ارزش آفرینی در اینگونه شرکت‌ها می‌گردد. اشتغال بیش از حد می‌باشد. اشتغال مازاد یک منبع بالقوه اختلال در عملکرد است. سیاست مداران با مداخله کردن در عملیات شرکت‌های مرتبط، انگیزه دارند تا حمایت سیاسی خود را به واسطه اشتغال موسسات خود حفظ کنند. به شکلی دیگر گفته می‌شود که نیروهای بازار شرکت‌ها را به کاهش سطح اشتغال مازاد تشویق می‌کنند تا عملکرد اقتصادی تقویت شود، در حالیکه سیاست مداران می‌خواهند با حفظ سطوح بالای اشتغال حمایت سیاسی خود را حداکثر برسانند. از جهت دیگر این اشتغال مازاد، هزینه را افزایش داده و سودآوری شرکت‌های مرتبط را کاهش می‌دهد. و همچنین باعث کاهش قدرت رقابت پذیری در شرکت‌ها می‌گردد. نتایج این فرضیه با نتایج

پژوهش‌های سعید و همکاران (2015) و برتراند (2007) مطابقت دارد.

5-1- پیشنهاداتی ناشی از یافته‌های پژوهش

بطور کلی، در خصوص ارتباط بین شرکت‌های شبه دولتی و ارزش آفرینی و کارایی عملیاتی می‌توان ادعا کرد که وجود ارتباط سیاسی نه تنها رفتار مدیران را در ارتباط با انجام وظیفهٔ مباشرتی آنها را اصلاح نمی‌کند، بلکه موجب افزایش هزینه نمایندگی نیز می‌شود. بنابراین، به نظر می‌رسد یکی از سازوکارهایی که می‌تواند در کاهش تأثیر و حضور دولت در محیط اقتصادی و ایجاد فضای رقابتی نقش داشته باشد، اجرای واقعی اصل قانون اساسی باشد. لذا، پیشنهاد می‌شود برای رفع اثرات نامطلوب اقتصاد سیاسی، اجرای اصل 44 قانون اساسی بیشتر در کانون توجه دولتمردان و نهادهای حاکمه قرار گیرد. همچنین با توجه به اینکه مدیران دارای ارتباط سیاسی سعی در رشد ارتباطات سیاسی با دیگران دارند و این رویه بر اهداف شرکت تأثیر نامطلوبی می‌گذارد.

پیشنهاد می‌شود که در شرکت‌ها تا حد ممکن از انتخاب مدیران سیاسی برای پست مدیریت ارشد خودداری شود. همچنین به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که برای رونق اقتصاد بخش خصوصی، تا حد امکان اجازه انتخاب مدیران سیاسی را در پست‌های مدیریت

ارشد محدود کنند و سازوکارهای نظارتی ویژه‌ای را برای اقدامات این مدیران در نظر بگیرند. همچنین در خصوص فرضیه اول به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد که با توجه به وجود رابطه مثبت بین شرکت‌های دولتی و ارزش آفرینی امکان مدیریت سود کاهشی با انگیزه کاهش هزینه‌های سیاسی و پرداخت مالیات وجود دارد. سازوکارهای نظارتی ویژه‌ای را برای اقدامات این شرکت‌ها در نظر بگیرند.

به همه سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که شاخص‌های کارایی عملیاتی شرکت‌ها را در تصمیم‌گیری‌های خود دخالت دهند. علاوه بر این، به مدیران و تصمیم‌گیرندگان شرکت‌ها، پیشنهاد می‌شود در سرمایه‌گذاری‌های شرکتی، از کارایی سرمایه‌گذاری خود اطمینان حاصل نمایند، چرا که کارایی سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت تأثیر گذار می‌باشد.

5-2- پیشنهادات آتی پژوهش

شواهد تجربی نشان داده است که استقرار نظام راهبری شرکتی مناسب، موجب کاهش هزینه نمایندگی و در نهایت منجر افزایش ارزش آفرینی شرکت‌ها می‌گردد، لذا پیشنهاد می‌شود در پژوهشی تأثیر نظام راهبری شرکتی را بر رابطه بین نهادهای وابسته به دولت و هزینه نمایندگی مورد مطالعه قرار گیرد.

بررسی مقایسه‌ای میزان ارزش آفرینی در شرکت‌های خصوصی واقعی با شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی به تفکیک هر صنعت به منظور تخصیص بهینه منابع.

استفاده از سایر شاخص‌های کارایی عملیاتی شرکت‌ها مانند اندازه‌گیری کارایی عملیاتی شرکت‌ها بر اساس روش تحلیلی پوششی داده‌ها (DEA) در پژوهش‌های آتی.

فهرست منابع

- افلاطونی، عباس، (1394)، تجزیه و تحلیل آماری با EViews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، چاپ دوم، تهران، انتشارات ترمه.
- بادآور نهنیدی، یونس، تقی زاده خانقاه، وحید، (1397)، تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت. فصلنامه علمی-پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره 25 (شماره 2)، صص 181-198.
- بحری ثالث، جمال، فتحی عبدالهی، احمد، گرمی، غلامرضا، (1394)، بررسی تاثیر خصوصی سازی بر عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌های دولتی خصوصی سازی شده پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری دولتی، سال دوم، شماره 3، صص 31-40.
- حبیب زاده بایگی، سید جواد، دارابی، رویا، (1395)، نقش مالکیت دولتی بر معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون فازی.
- پوراحمدی، حسین. (1381)، اقتصاد سیاسی تعامل دولت و نظام جهانی در تدوین سیاست خارجی. مجله‌ی سیاست خارجی، ش 64، صص 1082-1051.
- لاله ماژین، مریم، زلقی، حسن، بیات، مرتضی، سبحانی، علی، (1396)، تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره 9 شماره 36، صص 151-170.
- رهنمای رودپشتی، فریدون، نیکو مرام، هاشم، شاهرودیانی، شادی، (1390)، مدیریت مالی راهبردی، چاپ اول، تهران، انتشارات حکیم باشی.
- Boubakri N, Cosset J, Walid S The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. (2012) J Financ Res 35:397-423.

- Indonesia." *Journal of Financial Economics* 81, 411-439.
- Maaloul, A., Chakroun, R., Yahyaoui, S. (2018). The effect of political connections on companies' performance and value: Evidence from Tunisian companies after the revolution. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8 (2), 185-204.
 - 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.
 - Nagurur, NN & Rajbhanari, B (2001), 'Data envelopment analysis for the performance evaluation of air conditioning and refrigeration companies in Thailand', *Business Performance Management*, vol. 30, pp. 30-42.
 - Pan, X., Tian, G. G. (2017). Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China. *Journal of Banking and Finance*, In Press, DOI:10.1016/j.jbankfin.2017.03.005.
 - Brandt, M., Brav, A., Graham, J. & Kumar, A. (2010). The diosyncratic volatility puzzle: time trend or speculative episodes? *Review of Financial Studies*, 23(2), 863-899.
 - Datta, D. (2012). Political connection and firm value- Theory and Indian evidence. papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm.
 - Faccio, M. (2006), "Politically connected firms, *American Economic Review*, Vol. 96 No. 1, pp. 369 – 386.
 - Goldman, E., Rocholl, J., & So, J (2009). Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? *The Review of Financial Studies*. 22(6), 2331–2360.
 - Khan Arifur, Getie Mihret. Dessalegn, Badrul Muttakin, Mohammad, Corporate political connections, agency costs and audit quality, *International Journal of Accounting & Information Management*, (2016), Vol. 24 Iss 4 pp 357 – 374.
 - Lee, W. & Wang, L. (2016). Do political connections affect stock price crash risk? Firm-level evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1, 1-34.
 - Leuz, F., and C. Oberholzer-Gee. (2006). "Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency: Evidence from

- Saeed, Abubakr, Belghitar, Yacine.
Clark, Ephraim., (2014), Political Connections and Leverage: Firm level Evidence from Pakistan. *Managerial and Decision Economics*, Volume 36, Issue 6: 364-383.
- Wang, L., & Zhang, L. (2003). Stakeholders' impact on the success of corporate strategy. *Economic Management*, 14, 33–37.
- Xu N, Xu X, Yuan Q. (2011). Political connections, financing friction, and corporate investment: evidence from Chinese listed family firms. *European Financial Management*.
- Zheng Y, Zhu Y (2010) Bank lending incentives and firm investment decisions in China. *J Multinatl Financ Manag* 23:146–165.

To study the relationship between political connections, value-based management and performance efficiency: Theory of Political Economy Test

Hossien Jannat Makan

Phd.Student University of Tehran Jonob , Tehran, Iran

hjannatmakan@yahoo.com

DR.Mohsen Hamidian

Faculty member University of Tehran Jonob , Tehran, Iran

hamidian_2002@yahoo.com

DR. Zohreh Hajiha

Associate professor, Accounting Department, East Tehran Branch

drzhajiha@gmail.com

Abstract:

The purpose of the present research is to study the effect of political connections on the value-based management and performance efficiency indicators. In this research, the indicators such as public companies and percentage of institutional ownership of affiliated companies (quasi-public) were used to evaluate the political relations of the companies and to measure the performance efficiency of both indicators (manpower and investment productivity). For this reason, the data related to the companies listed in Tehran Stock Exchange were collected for a 10-year period during the years of 2008- 2017 for 113 companies and the regression modeling of combined data using ordinary least squares method and the dynamic combined data using the generalized method of moment (GMM) were used by the EVIEWS 9.5 software. The results of the research showed that there is a positive and significant relationship between the public companies and the value-based management ranking. The results also showed that there is a negative and significant relationship between the affiliated companies with institutional ownership and the value-based management ranking. There is also a positive and significant relationship between the public companies and the performance efficiency in both indicators (manpower and investment productivity). In addition to the results, the hypothesis 2 about the relationship between the quasi-public companies and the performance efficiency shows a negative and significant relationship between the quasi-

public companies and the manpower productivity and conversely a positive and significant relationship with the investment productivity.

Keywords: Political connections, Performance efficiency, Value-creation