

تحلیل تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

فاطمه پورفخریان^۱، محمد شاکر اردکانی^۲

^۱ کارشناس ارشد مدیریت دولتی دانشگاه اردکان

^۲ استادیار دانشگاه اردکان (نویسنده مسئول)

چکیده

سرمایه‌گذاران همواره به دنبال کسب حداکثر بازدهی از محل وجوه سرمایه‌گذاری شده خویش هستند. در این راستا، شناسایی عوامل تأثیرگذار بر عملکرد شرکت از اهمیت بسزایی برخوردار است. از جمله‌ی این عوامل می‌توان به مالکیت دولتی اشاره نمود؛ بنابراین، این پژوهش با هدف بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. در این راستا تعداد ۱۰۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی یک دوره ۸ ساله از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفتند. روش تحقیق از نوع همبستگی بوده و با استفاده از رگرسیون چند متغیره انجام شده است. برای نشان دادن عملکرد شرکت نیز از دو معیار سود شرکت و بازده سهام شرکت استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد رابطه‌ای مثبت و مستقیم میان مالکیت دولتی و بازده سهام شرکت وجود دارد؛ لیکن بین مالکیت دولتی و سود شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: مالکیت دولتی، عملکرد شرکت، سود خالص، بازده سهام.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

۱- مقدمه

سیستم حاکمیت شرکتی با محوریت دولت، می‌تواند به صورت بالقوه بر سیاست‌های صنعتی دولت مؤثر باشد (فان و یوشیکاوا، ۲۰۱۵). فاسیو (۲۰۰۶)، عنوان می‌دارد اگر ارتباطات دولتی به عنوان یک عامل سودآوری در نظر گرفته شود، می‌تواند به تحریف تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب شود که در نتیجه، این امر به کاهش ارزش شرکت منجر خواهد شد. اگرچه اشکال مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت‌ها بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است (چان و همکاران، ۲۰۱۶) تحقیقات کارشناسان و اقتصاددانان نشان می‌دهد که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، بطوریکه هرگونه کنشی از سوی دولت با واکنش‌هایی قابل‌مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می‌شود (جوانمرد و پورموسی، ۱۳۹۴). همچنین هرگونه تغییری در ساختار دولت را می‌توان به راحتی در ویتترین اقتصاد کشور یعنی بورس مشاهده کرد.

دولت عالی‌ترین مظهر رابطه قدرت و حاکمیتی است که در همه جوامع وجود دارد. در خصوص تعاریف زیادی وجود دارد که در نگاه جامعه‌شناسان، فیلسوفان و نظریه‌پردازان اقتصادی متفاوت است. وجه اشتراک تعاریف در این است که در اکثر آن‌ها به نقش حاکمیتی و قانونی دولت اشاره می‌کنند؛ اما در تعاریف جدیدتر سعی بر این بوده تا از مطلق‌گرایی (اقتدار مطلق) برای دولت دوری کنند. نقش مالکیت دولت در تحولات اقتصادی جامعه زمانی پررنگ‌تر احساس می‌شود که جوامع بزرگ صنعتی به سمت خصوصی‌سازی حرکت کرده و جهت کوچک کردن دولت گام برمی‌دارند (قالیباف اصل و درگاه، ۱۳۸۴).

واژه مالکیت در فرهنگ معین به معنی حقی است که انسان نسبت به شیء دارد و می‌تواند هرگونه تصرفی در آن بشود به جز آنچه مورد استثنای قانون است. منظور از ساختار مالکیت شرکت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و بعضاً مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۸). بر اساس اصل ۴۴ قانون اساسی ایران در اقتصاد کشور به‌طور کلی سه نوع مالکیت برای شرکت‌ها وجود دارد: مالکیت خصوصی، مالکیت دولتی و مالکیت تعاونی؛ اما این موضوع که با در اختیار داشتن چه میزان از سهام یک شرکت توسط دولت یا شرکت‌ها و سازمان‌های زیرمجموعه یا وابسته به دولت، یک شرکت دولتی محسوب می‌شود مفهومی نیست که با تعاریف درصد دقیق مالکیت از سهام شرکت‌ها، به‌طور جامع بدان دست‌یافت. بر اساس ماده ۴ قانون محاسبات عمومی ایران شرکت دولتی، واحد سازمانی مشخصی است که با اجازه قانون به صورت شرکت ایجاد شود و یا به حکم قانون و یا دادگاه صالح ملی شده و یا مصادره شده و به عنوان شرکت دولتی شناخته شده باشد و بیش از ۵۰ درصد سرمایه آن متعلق به دولت باشد. هر شرکت تجاری که از طریق سرمایه‌گذاری شرکت‌های دولتی ایجاد شود، مادامی که پنجاه درصد سهام آن متعلق به شرکت‌های دولتی باشد، شرکت دولتی تلقی می‌شود. اعتمادی و همکاران (۱۳۸۸) برای دسته‌بندی شرکت‌ها به دولتی و غیردولتی از روش دسته‌بندی خاصی استفاده کرده‌اند و به این منظور با توجه به مواد ۳، ۲ و ۴ قانون مدیریت خدمات کشوری مصوب ۱۳۸۶ شرکت‌های دولتی، بانک‌ها و بیمه‌های دولتی، موسسه یا نهاد عمومی غیردولتی،

\ownership

\Private ownership

\Government ownership

‡cooperative ownership

مشخص گردید و در یک دسته تحت عنوان شرکت های دولتی قرار گرفتند. سپس شرکت های با مالکیت خانوادگی، کارکنان شرکت، صندوق های بازنشستگی و یا اشخاص حقیقی در دسته دوم با عنوان شرکت های با مالکیت خصوصی قرار داده شدند.

در کشورهای در حال توسعه، دولت و شرکت های دولتی نقش قابل توجهی در تشکیل سرمایه، اداره، برنامه ریزی و کنترل امور اقتصادی این کشورها ایفا می کنند. از این رو کیفیت اطلاعات منتشره توسط این شرکت ها نیز حائز اهمیت خواهد بود؛ زیرا در این شرکت ها سازوکار نظارتی و ارزیابی ناقص و متناقض است (طیبنیا و محمدی، ۱۳۸۳). در ایران نیز دولت نقش اساسی در اقتصاد و همچنین در ساختار شرکت های بزرگ دارد و عمده صنایع را شرکت هایی با مالکیت دولتی تشکیل می دهند. این در حالی است که رشد سال های اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری های مالی و وضعیت داخلی شرکت ها باشد متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است. یکی از مواردی که معمولاً به عنوان عوامل سیاسی در فعالیت ها و عملکرد شرکت ها مورد بررسی قرار می گیرد، میزان تسلط و کنترل فعالیت های شرکت از جهت قیمت گذاری و فروش محصولات، توسط دولت است (کوری، ۲۰۱۲). کوان لی (۲۰۱۲) بیان می دارد شرکت هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت های سرمایه گذاری بهتر عمل می کنند و می توانند از وابستگی های دولتی جهت انتخاب پروژه های با ارزش فعلی مثبت بهره مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و افزایش ارزش شرکت را باعث شود. شرکت ها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین تر و قدرت بازار قوی تر بهره مند گردند (فاسیو، ۲۰۰۶). از آنجاکه، مدیران به عنوان نماینده مالکان شرکت را اداره می کنند، اگر دست به رفتارهای فرصت طلبانه بزنند و تصمیماتی بگیرند که در جهت منافع آنها و عکس منافع سهامداران باشد، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می شود. در این میان، سهامداران نهادی که یکی از سازوکارهای مؤثر حاکمیت شرکتی شمرده می شوند و دارای اهمیت می باشند، با توجه به مالکیت بخش شایان توجهی از سهام شرکت ها، از نفوذ چشم گیری برخوردارند و می توانند رویه های حسابداری و گزارشگری مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹)؛ بنابراین، تمرکز سرمایه گذاران نهادی از طریق بهبود و ارتقای کیفیت گزارشگری مالی، به کاهش ریسک بنگاه اقتصادی کمک می کند و از سوی دیگر، مدیران را برای تلاش در جهت افزایش ارزش شرکت به جای پیگیری منافع شخصی کوتاه مدت ترغیب می کند. (بیات و همکاران، ۱۳۹۵).

بسیاری از نظریه پردازان اقتصادی عقیده دارند که هر یک از انواع مالکیت می تواند بر عملکرد شرکت ها تأثیرگذار باشد.

ارزیابی عملکرد یعنی اندازه گیری و بررسی چگونگی استفاده از منابع و دارایی های موسسه در جهت اهداف شرکت. اندازه گیری عملکرد، پایه بسیاری از تصمیمات از قبیل پاداش مدیران، قیمت سهام، ریسک سهام، تصمیم گیری مربوط به سرمایه گذاری ها و بسیاری از موارد دیگر است. این تصمیم گیری ها باید بر اساس نتایج ارزیابی ها انجام شود (با معیارها و شاخص های عملکرد) و متناسب با فرآیند کاری سازمان باشد؛ بنابراین عملکرد واحدهای تجاری بر اساس دستیابی به اهداف تعیین شده کوتاه مدت و بلندمدت ارزیابی می شود. در حال حاضر، ارزیابی عملکرد بسیاری از

° Correia

‡ Quan Li

‡ Faccio

شرکت‌ها و سازمان‌ها بر اساس شاخص‌های مالی صورت می‌گیرد، شاخص‌هایی مانند: سودآوری، بقا، رشد، میزان دستیابی به اهداف و افزایش بازده را می‌توان به‌عنوان نتیجه عملکرد مناسب تلقی کرد (خالقی مقدم، ۱۳۸۲). از مهم‌ترین اقدامات در حوزه عملکرد، تخصیص بهینه منابع و کسب حداکثر بازدهی است. بازده در فرآیند سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در حقیقت بازده متغیر اصلی در تصمیم برای سرمایه‌گذاری است. بازده عاملی برای مقایسه منفعت واقعی که توسط سرمایه‌گذاری‌های مختلف ایجاد می‌گردد با بازده لازم جهت جبران ریسک سرمایه‌گذاری می‌باشد. مارکویتز (۱۹۷۶) عقیده دارد ممکن است تعریف مناسب بازده از یک سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاری دیگر فرق کند، اما بازده در هر معنایی که باشد سرمایه‌گذاران بیشترین آن را ترجیح می‌دهند تا کمترین آن را. بازده به بیان ساده عبارت است از کل عایدی که یک سرمایه‌گذار در طول یک دوره سرمایه‌گذاری به دست می‌آورد. نرخ بازده سرعت افزایش یا کاهش ثروت سرمایه‌گذار را نشان می‌دهد و به‌صورت درصدی از سرمایه‌گذاری اولیه نشان داده می‌شود. منظور از بازده سهم، مجموعه مزایایی است که در طول سال مالی به یک سهم تعلق می‌گیرد. مجموعه این مزایا شامل موارد زیر است: ۱- افزایش قیمت سهم در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی ۲- سود نقدی ناخالص هر سهم ۳- مزایای حق تقدم ۴- مزایای سهام جایزه (سود سهمی) (راعی و پویانفر، ۱۳۸۹).

سود نیز یکی از مهم‌ترین اقلامی است که در صورت سود و زیان آورده می‌شود و در تصمیم‌گیری‌های استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی تأثیر به‌سزایی دارد؛ سهامداران که مهم‌ترین گروه استفاده‌کننده از صورت‌های مالی هستند منافع خود را در اطلاعات سود جستجو می‌کنند. سود راهنمایی برای سرمایه‌گذاری، تصمیم‌گیری و پیش‌بینی به شمار می‌رود. سرمایه‌گذاران می‌توانند با بررسی ارتباط بین اقلام صورت سود و زیان و بازده، پیش‌بینی‌های لازم را جهت سرمایه‌گذاری آتی انجام دهند. سود حسابداری نشانه‌ای است که تغییر باورهای سرمایه‌گذاران را باعث می‌شود (قائمی و همکاران، ۱۳۸۷)؛ بنابراین؛ با توجه به اهمیت عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران در نزد سرمایه‌گذاران و دیگر ذینفعان این شرکت‌ها و نقش عوامل تأثیرگذار بر عملکرد در این پژوهش رابطه بین مالکیت دولتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با عملکرد شرکت بررسی خواهد شد؛ بنابراین مسئله اصلی پژوهش حاضر به‌صورت ذیل می‌باشد:

آیا مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

۲- مفهوم مالکیت

تعاریف زیادی برای مالکیت در متون اقتصادی و فقهی آمده است. در فقه اسلامی در رابطه با مالکیت می‌خوانیم که مالکیت رابطه‌ای است اعتباری بین مال از یک طرف و بین اشخاص (حقیقی یا حقوقی) از طرف دیگر که بر اساس آن مالک می‌تواند هر تصرف معقولی را که مایل باشد در آن انجام دهد.

^ Markowitz

ایزدی (۱۳۸۴) در تعریف مالکیت می‌گوید: حقیقت مالکیت فقط یک اعتبار عقلایی است. واژه‌ی مالکیت در فرهنگ معین به معنی حقی است که انسان نسبت به شیء دارد و می‌تواند هرگونه تصرفی در آن بنماید به‌جز آنچه که مورد استثنا قانون است.

دفتر همکاری حوزه و دانشگاه (۱۳۷۲) در تعریف مالکیت به رابطه خاص بین مالک و ملک اشاره می‌کند که امکان تصرف مالک در ملک را نشان می‌دهد. این رابطه و سلطه، گاه حقیقی و واقعی است؛ یعنی مالک، سلطه واقعی و حقیقی بر ملک دارد؛ مانند مالکیت خداوند بر مخلوقات و مالکیت انسان بر نفس یا بر صورت ذهنی اشیاء. گاهی نیز این سلطه اعتباری است؛ یعنی بین مالک و ملک فقط رابطه و سلطه‌ای فرض می‌شود که آنچه جدا و گسیخته از مالک است، به منزله آنچه به او ارتباط دارد، در نظر گرفته شود. در واقع نوعی شبیه‌سازی صورت می‌گیرد. البته این سلطه اعتباری دارای اثر است. اثر این سلطه آن است که تصرفات مالک در ملک به رضایت کسی منوط نیست؛ ولی تصرفات دیگران، بر رضایت مالک متوقف است. بدین ترتیب، «مالک اعتباری» عبارت است از اعتبار واجدیت و احاطه شخصی (حقیقی یا حقوقی) بر شیء، اعم از عین و منفعت به‌گونه‌ای که بر آن شیء سلطه داشته باشد و بتواند در آن تصرف کند و مانع تصرف دیگران شود. در شرع نیز همین معنای عرفی لحاظ شده است. البته برخی محدودیت‌ها درباره آن مطرح می‌شود (هادوی تهرانی، ۱۳۷۸).

از آنجا که هر یک از امور اعتباری، دارای منشأ و خاستگاه حقیقی‌اند، برای مالکیت اعتباری نیز سه منشأ مطرح است (دفتر همکاری حوزه و دانشگاه، ۱۳۷۲):

۱- عامل فطری: میل فطری هر انسانی این است که اشیای حاصل از کار او، یا گردآوری شده به وسیله او، از آن وی بوده، به خودش اختصاص داشته باشد. این کشش فطری که ما به روشنی در انسان‌ها حتی کودکان شاهد آن هستیم، زمینه پیدایش مفهوم مالکیت را فراهم کرده است.

۲. عامل عقلی: ادعا شده است که بر اساس حکم عقلی عملی، اگر کسی زحمت کشید و چیزی را تولید کرد و محصول او را شخص دیگری که کاری انجام نداده، تصاحب کرد، این فرد، عملی قبیح و خلاف عدل انجام داده است. اگر چنین حکمی پذیرفته شود می‌توان آن را یکی از زمینه‌های پیدایی مفهوم مالکیت در فرهنگ بشری دانست.

۳- عامل اجتماعی: انسان موجودی اجتماعی است، و این نکته در همه امور نظامی را اقتضا می‌کند تا هرج و مرج رخ ندهد. یکی از مهم‌ترین این امور، بهره‌گیری از اموال و ثروت‌ها است. مالکیت، شیوه‌ای برای تنظیم روابط افراد جامعه در این زمینه است. از این‌رو، اساسی‌ترین عامل در اقدام انسان به اعتبار مالکیت و پیدایی چنین مفهومی در فرهنگ بشری، همین عامل اجتماعی بوده است. البته چگونگی پذیرش این اعتبار و احکام مربوط به آن، یکی از اموری است که نظام‌های اقتصادی را از هم جدا می‌سازد.

۳- مالکیت و مدیریت واحدهای اقتصادی

شرکت‌ها برای انجام فعالیت‌های بزرگ اقتصادی تأسیس شده‌اند. یکی از انواع این شرکت‌ها که امروزه به وفور وجود دارد شرکت‌های سهامی‌اند. بر اساس ماده (۱) قانون اصلاح مواردی از قانون تجارت ایران، شرکت‌های سهامی عبارتند از: شرکت‌هایی که سرمایه آن‌ها به سهام تقسیم شده و مسئولیت صاحبان سهام محدود به مبلغ اسمی آن‌ها است. در

این شرکت‌ها سرمایه‌های خرد برای انجام کارهای بزرگ تجهیز می‌شوند. به دلیل عدم وجود تخصیص لازم، زمان کافی و حتی در برخی مواقع عدم نیاز مالکان به اداره شرکت خود اشخاصی به نام مدیران پا به عرصه گذاشتند که به عنوان نمایندگان مالکان، اداره امور شرکت‌ها را در دست گرفتند. این رابطه به رابطه نمایندگی شهرت یافت. جنسن و مک‌لینک (۱۹۷۹) رابطه نمایندگی را قراردادی می‌دانند که بر اساس آن صاحبکار، نماینده (عامل) را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند؛ اما مدیران لزوماً سهام زیادی در تملک ندارند، بنابراین مشکلی که وجود دارد این است که مدیران لزوماً به نفع سهامداران تصمیم نمی‌گیرند. جنسن و مک‌لینک، بر این عقیده‌اند که اگر دو طرف قرارداد (مالک و نماینده) به فکر حداکثر نمودن منافع خود باشند دلیل خوبی در دست داریم که نماینده نمی‌تواند در تمامی حالت‌ها به فکر برآورده کردن منافع مالک باشد. وجود چنین واقعیت‌هایی پرسش‌های اصلی را برای نحوه هدایت و کنترل شرکت‌ها به میان آورده است، از این قبیل پرسش‌ها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

شرکت‌ها چگونه باید اداره شوند؟ چگونه می‌توان مطمئن شد که این شرکت‌ها در راستای اهدافی که تأسیس شده‌اند اداره می‌شوند؟ آیا استفاده بهینه از منابع می‌شود؟ آیا مدیران وظایف خود را با امانت‌داری تمام انجام می‌دهند؟ (منصور، ۱۳۸۹).

۴- مالکیت دولتی

با همه زمره‌های خصوصی‌سازی و تعدیلات اقتصادی در جهان، نقش دولت به عنوان پایه اصلی در فعالیت‌های اقتصادی جامعه به قوت خود باقی است. دولت‌ها همواره به عنوان رکن جدایی‌ناپذیر از اقتصاد در جهت کنترل فعالیت واحدهای اقتصادی تلاش می‌کنند. در مراحل گذر کشورها از درحال توسعه به توسعه یافته که اغلب با فرآیند خصوصی‌سازی همراه است، نقش دولت از تولید و سرمایه‌گذاری، به سمت ارائه کالاها و خدمات عمومی مانند امنیت و تأمین رفاه اجتماعی سوق پیدا می‌کند (چراغانیان و همکاران، ۱۳۹۰).

در کشورهای درحال توسعه و به‌ویژه ایران، دولت در نقش حامی اقتصاد کشور، در جهت حفظ نفوذ خود در واحدهای اقتصادی، به منظور پیاده‌سازی سیاست‌های کلان خود تلاش می‌کند. وضع قوانین و مقررات خاص، انتصاب سیاستمداران در جایگاه و نقش‌های اجرایی کلیدی شرکت‌ها و همچنین تلاش در راستای حفظ مالکیت شرکت‌هایی که حتی در راستای فرآیند خصوصی‌سازی، ظاهراً به بخش خصوصی واگذار شده‌اند، اما از نظر محتوایی مالکیت آن‌ها در اختیار دولت است، از جمله این راهکارها است (صادقی شاهدانی و همکاران، ۱۳۸۸).

زمانی که دولت مالک باشد، این امکان وجود دارد که عملکرد شرکت تضعیف گردد. در شرکت‌های دولتی، ممکن است هدف دستیابی به سیاست‌های تعیین شده، بر هدف حداکثر سازی ثروت ترجیح داده شود؛ زیرا اهداف تعیین شده در شرکت‌هایی که تحت نفوذ دولت قرار دارند، لزوماً در راستای حداکثرسازی سود و ارزش شرکت‌ها نیست و تصمیمات بر اساس خوشایند سیاسی و نه محدودیت‌های اقتصادی صورت می‌گیرد (بویگری و همکاران، ۲۰۰۸). همچنین، در شرکت‌های دولتی، نظارت دقیقی بر مدیران وجود ندارد، زیرا یک مالک انفرادی و خصوصی که از انگیزه لازم برای نظارت بر رفتار مدیران شرکت‌های دولتی برخوردار باشد وجود ندارد که این موضوع به ساختارهای انگیزشی ضعیف و در نتیجه ناکارایی عملکرد شرکت منجر می‌شود (بویگری و همکاران، ۲۰۰۸).

به‌طور کلی دو نگرش خاص از حضور دولت در اقتصاد وجود دارد. نگرش دولت حداقل که منشأ آن مکاتب کلاسیک است. این گروه دخالت دولت را مداخله‌گرانه و محدودکننده آزادی و انتخاب، به حساب آورده و آن را عامل غیر کارآمد و رانتهی شدن دولت قلمداد می‌کنند. گروهی دیگر، ضمن اشاره به حضور گسترده دولت در اقتصاد، به نقش دولت در زمینه ایجاد و تکمیل زیرساخت‌های اقتصادی - اجتماعی، تأمین امنیت اقتصادی، محافظت و نگهداری از محیط‌زیست، بهبود و پیشرفت فن‌آوری، گسترش آموزش و پرورش سرمایه‌های انسانی و غیره اشاره کرده و خواستار افزایش مخارج دولت برای تحقق هر چه بیشتر رشد اقتصادی هستند (چراغانیان و همکاران، ۱۳۹۰).

دخالت دولت در اقتصاد، به دو صورت امکان‌پذیر است. حالت اول، نقش حاکمیتی و سیاست‌گذاری کلان است که این نقش بیشتر به وظیفه نظارت، برنامه‌ریزی کلان، سیاست‌گذاری راهبردی، کنترل و تنظیم بازارها و توازن اجتماعی تأکید دارد. حالت دوم، نقش تصدی‌گری دولت، به معنای در دست داشتن مالکیت و مدیریت بنگاه‌های اقتصادی است (صادقی شاهدانی و همکاران، ۱۳۸۸)؛ به عبارت دیگر، نفوذ دولت در واحدهای اقتصادی، از طریق انتخاب مدیران شرکت‌ها از میان سیاستمداران و یا مالکیت دولتی ایجاد می‌شود (نلی باری و آنوگراه، ۲۰۱۱).

در ایران، در راستای فرآیند خصوصی‌سازی، واگذاری بخش‌های دولتی به بخش خصوصی، طی دو مرحله در حال انجام است. به این صورت که ابتدا شرکت‌های دولتی به مجموعه‌ها و شرکت‌های بزرگ‌تر واگذار می‌شود و آنگاه مجموعه‌های بزرگ‌تر، سهام خود را در بازار بورس به مشتریان کوچک‌تر می‌فروشند. در واقع، در ایران شرکت‌های شبه‌دولتی به نمایندگی از طرف دولت وارد عرصه خصوصی‌سازی می‌شوند و به نوعی قانون را دور می‌زنند و امور دولتی به شرکت‌های شبه‌دولتی واگذار و به عبارتی اصل مالکیت را حفظ کرده و فقط مدیریت امور را به این شرکت‌ها منتقل می‌کنند. مالکیت دولتی هر سازمان یا فعالیت اقتصادی می‌تواند به یکی از دلایل زیر باشد (اکبرنژاد و همکاران، ۱۳۹۳):

اول، مالکیت دولتی می‌تواند ناشی از توسعه طبیعی قدرت سلطان در جوامع فئودالی یا قبیله‌ای باشد. اگرچه این دلیل امروزه دیگر از اهمیت چندانی برخوردار نیست، این دلیل تا حد زیادی نحوه تکامل مالکیت دولتی در دوران باستان و قرن وسطی را نشان می‌دهد.

دوم، مالکیت دولتی می‌تواند ابزار تجاری‌سازی فناوری‌های جدید که پیچیده، حیاتی یا گران هستند باشد. این منطق در اواخر قرن نوزدهم و اوایل قرن بیستم بسیار شایع بود؛ چرا که اهمیت و مقیاس فناوری‌های منتج از انقلاب صنعتی چند برابر شد.

سوم، دولت‌ها معمولاً بنگاه‌های خصوصی ورشکسته را به‌منظور حفظ سطح اشتغال یا تداوم عرضه کالاها و خدمات حیاتی یا هر دو، ملی می‌کنند. این اقدام می‌تواند به صورت موردی یا در پاسخ به یک بحران اقتصادی سیستماتیک مانند رکود بزرگ رخ دهد.

چهارمین دلیل مالکیت دولتی (ایدئولوژی) عمدتاً افزایش تعداد بنگاه‌های دولتی را در دوران پس از جنگ جهانی دوم تشریح می‌کند. در یک سر طیف، دولت‌های کمونیست مالکیت خصوصی زمین و بنگاه را ذاتاً استثنای می‌دانستند و بنابراین کاملاً با مالکیت خصوصی مخالف بودند. هر چه بر روی طیف گرایش‌های سیاسی به سمت راست بیشتر می‌رویم مشاهده می‌کنیم که حتی دولت‌هایی که عمیقاً حامی سوسیال دموکراسی بودند، مالکیت خصوصی را در بسیاری از حوزه‌ها مجاز می‌دانستند و در عین حال اصرار داشتند که دولت مالکیت بخش‌های کلیدی اقتصاد ملی را در دست داشته باشد.

پنجمین و آخرین دلیل مالکیت دولتی جناح‌گرایی سیاسی شدید است. در جوامعی که به لحاظ نژادی طبقاتی، مذهبی یا قومی دچار چنددستگی شدید هستند، مالکیت دولتی بنگاه‌های کلیدی، فرصت‌های زیادی را در اختیار صاحبان قدرت قرار می‌دهد تا دیگر گروه‌ها را مجازات کرده و به نفع گروه خود عمل کنند. تمام این دلایل در تشریح تکامل تاریخی مالکیت دولتی نقش ایفا کرده‌اند، اگرچه نقش برخی از آن‌ها نسبت به برخی پرننگ‌تر بوده است.

در ایران مالکیت دولتی، بخش‌های کلیدی اقتصاد ملی را در دست دارد. مالکیت دولتی می‌تواند ابزار تجاری‌سازی فناوری‌های جدید که پیچیده، حیاتی یا گران هستند را فراهم کند. والسن (۲۰۰۲) مثالی روشن ارائه می‌دهد که چرا و چگونه درحالی‌که سوئد، بریتانیا و ایالات‌متحده به بخش خصوصی اجازه دادند تا برای عرضه خدمات مخابراتی به رقابت بپردازند، دولت‌های فرانسه، آلمان و بسیاری از دیگر دولت‌های اروپایی گزینه انحصار دولتی در مخابرات را در پیش گرفتند. رادینلی و ایاکو (۲۰۰۵)، استدلال می‌کنند که مالکیت دولتی در دنیای درحال توسعه به دلایلی تقریباً متفاوت از کشورهای توسعه‌یافته گسترش یافت. پیش از هر چیز به این دلیل که مالکیت دولتی به عنوان عنصر ضروری گسترش رشد تلقی شد. در دوران پس از استعمار، دولت در کشورهای آفریقایی، آسیایی و آمریکای لاتین در اندیشه دستیابی به رشد سریع از طریق سرمایه‌گذاری گسترده در تأسیسات فیزیکی بود. شرکت‌های زیادی وابسته به دولت و نهادهای دولتی در بازار بورس ایران وجود دارد. این در حالی است که کنترل منابع زیربنایی و مهم در دست دولت و نهادها و شرکت‌های وابسته به آن است و این نهادها نتوانستند حق سهم بیشتری در کل سرمایه‌گذاری‌ها و از جمله فرآیندهای ایجاد ارزش داشته باشند و مالکیت دولتی رابطه منفی با عملکرد داشته است.

۵- اهداف شرکت‌های دولتی

شرکت‌های دولتی دارای اهداف متعددی هستند که این اهداف از کشوری تا کشور دیگر متفاوت می‌باشد. به‌طور خلاصه این اهداف عبارت‌اند از:

۱. اعمال سیاست‌های خارجی ۲. اعمال سیاست‌های استراتژیک سیاسی ۳. هدف‌های اقتصادی (اسلامی بیدگلی، ۱۳۷۷).

در مواردی که این هدف‌ها مستقل از یکدیگر و در جهت مکمل امور زیربنایی و فعالیت‌های بخش خصوصی است، نرخ سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را افزایش می‌دهد، در غیر این صورت اگر این سرمایه‌گذاری‌های رقیب باشد نرخ سرمایه‌گذاری خصوصی را کاهش می‌دهد (رضوانی، ۱۳۹۲).

۶- شرکت‌های دولتی در ایران

آمار و ارقام نشان می‌دهد که دولت ایران حدود ۶۰٪ از فعالیت‌های عمرانی و اقتصادی خود را از طریق شرکت‌های دولتی انجام می‌دهد، سرمایه‌گذاری‌های دولت دارای اهداف گوناگونی است، تعدادی در راستای اهداف سیاست‌های اقتصاد ارشادی دولت انجام می‌شود، دسته‌ای به‌منظور کسب سود و منفعت است تا موجب افزایش درآمدهای دولت شود. گروهی در رقابت با بخش خصوصی انجام می‌گیرد تا کنترل‌های اقتصادی و اجتماعی دولت را مؤثر نماید. در مواردی نیز دولت به‌منظور تحقق اهداف اجتماعی خود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کند. (رضوانی، ۱۳۹۲).

پس از پیروزی انقلاب اسلامی سه رویداد مهم نظام مالکیت را در کشور دستخوش تحول و دگرگونی عمیقی نمود (گلستانی جوزانی، ۱۳۷۳). بسیاری از مالکیت‌های بزرگ و متوسط به انحصار دولت درآمد و حقوق مالکیت تصویر مبهم و نامشخص پیدا کرد. رویداد اول مصادره اموال و سرمایه‌های متعلق به وابستگان رژیم سابق و شرکت‌های خارجی بود که به نوبه خود حائز اهمیت فراوان در اقتصاد کشور قبل از سال ۱۳۵۷ بودند. رویداد دوم مربوط به اداره امور بانک‌ها بود که با تصویب لایحه قانونی مورخ ۱۷ / ۳ / ۱۳۵۸ در شورای انقلاب کلیه بانک‌های کشور به استثنای بانک مرکزی از ۳۶ بانک در پایان سال ۱۳۵۷ به ۹ بانک ادغام و فعالیت‌های بانکداری کلاً ملی اعلام شد و به دنبال آن سهام تمامی بانک‌های مذکور در شرکت‌های تولیدی و بازرگانی و واحدهای مرتبط به آن‌ها نیز به تملک دولت جمهوری اسلامی درآمد و علاوه بر آن ملی شدن شرکت‌های بیمه و ادغام آن‌ها نیز دقیقاً همین روند را طی نمود. سومین رویداد تصویب قانون حفاظت و توسعه صنایع ایران در تیرماه ۱۳۵۸ بود که به موجب آن کلیه صنایع ایران به چهار دسته به شرح ذیل طبقه‌بندی و سازمان صنایع ملی ایران با هدف حفاظت از آن‌ها تأسیس گردید: دسته اول شامل صنایع تولید فلزات اساسی که در صنعت مصرف عمده داشته و نیز صنایع ساخت و مونتاژ کشتی، هواپیما و اتومبیل می‌باشند.

دسته دوم شامل صنایع و معادن بزرگ که صاحبان آن‌ها به واسطه روابط غیرقانونی با رژیم گذشته و از طریق استفاده نامشروع از امکانات و به قیمت ضایع نمودن حقوق عمومی به ثروت‌های کلان دست یافته و برخی از آن‌ها از کشور متواری شده بودند.

دسته سوم شامل کارخانه‌ها و شرکت‌هایی بودند که بدهی‌های قابل توجهی به سیستم بانکی داشتند.

دسته چهارم شامل کارخانه‌ها و مؤسساتی که متعلق به بخش خصوصی بوده و به علت وضع مالی و اقتصادی نامناسب قادر به ادامه فعالیت نبوده و به کمک دولت نیازمند بودند. در حقیقت این دسته شرکت‌هایی بودند که در صورت عدم حمایت دولت ورشکسته و منحل می‌شوند.

رویدادهای ذکر شده باعث شد تا مدیریت و مالکیت بخش عمده‌ای از فعالیت‌های اقتصادی به انحصار دولت درآید، علاوه بر آن طبق اصل چهارم قانون اساسی، نظام اقتصادی کشور بر پایه سه بخش دولتی، خصوصی و تعاونی استوار است (سلامی، ۱۳۷۸) که بخش دولتی را شامل کلیه صنایع بزرگ، صنایع مادر، بازرگانی خارجی، معادن بزرگ، سیستم بانکداری، بیمه، تأمین نیرو، سدها و شبکه‌های آبرسانی، رادیو و تلویزیون، پست و تلگراف و تلفن، هواپیمایی، کشتیرانی، راه‌آهن و ... دانسته و با صراحت عنوان شده که این بخش در مالکیت عمومی و در اختیار دولت است و بدین ترتیب پس از پیروزی انقلاب اسلامی انتقال بخش عمده‌ای از مالکیت و مدیریت به دولت و حرکت به سوی اقتصاد دولتی جنبه‌ای رسمی و تقریباً دائمی پیدا نمود.

با شروع جنگ تحمیلی و طی ۸ سال جنگ توجهات فراوانی در خصوص تصدی همه‌جانبه دولت در اقتصاد وجود داشت تحریم اقتصادی ایران طی سال‌های متمادی باعث شد تا دولت برای انجام وظایف اولیه خود نیاز به درآمد داشته باشد و تمام این مسائل باعث شد تا اقتصاد ایران به سوی مالکیت دولتی سوق داده شود.

۷- تعریف عملکرد

عملکرد در لغت یعنی حالت یا کیفیت کارکرد. بنابراین، عملکرد سازمانی یک سازه‌ی کلی است که بر چگونگی انجام عملیات سازمانی اشاره دارد. معروف‌ترین تعریف عملکرد توسط نیلی و همکاران (۲۰۰۲)، ارائه شده است: فرایند تبیین کیفیت اثربخشی و کارایی اقدامات گذشته. مطابق این تعریف، عملکرد به دو جزء تقسیم می‌شود:

- ۱- کارایی که توصیف‌کننده‌ی چگونگی استفاده سازمان از منابع در تولید خدمات یا محصولات است، یعنی رابطه بین ترکیب واقعی و مطلوب درونداها برای تولید برونداهای معین؛
 - ۲- اثربخشی که توصیف‌کننده‌ی درجه‌ی نیل به اهداف سازمانی است. این اهداف معمولاً در قالب مناسبت (درجه‌ی انطباق برونداها با نیازهای مشتریان)، در دسترس بودن (جنبه‌هایی نظیر فراوانی، ارائه در میان گروه‌های اولویت‌دار و فاصله‌ی فیزیکی) و کیفیت (درجه‌ی تحقق استانداردهای مورد نیاز) تبیین می‌شوند.
- مولین (۲۰۰۲)، در تعریف خود از سنجش عملکرد بر چگونگی مدیریت و ارزش‌آفرینی به شرح زیر تأکید دارد: ارزشیابی چگونگی مدیریت سازمان‌ها و ارزش‌آفرینی آن‌ها برای مشتریان و دیگر ذینفعان. همان‌طور که پرت (۲۰۰۵) تأکید می‌کند، تعریف مولین از غنای بیشتری برخوردار است. زیرا واژه‌ی ارزشیابی هم کیفیت و هم کمیت را پوشش می‌دهد (ره‌نورد، ۱۳۸۷).

عملکرد شرکت بسته به نوع سازمان، تفکرات مدیریت، فلسفه‌ی وجودی و رسالت سازمان، شرایط محیطی و موارد بی‌شمار دیگری بررسی و اندازه‌گیری می‌شود. اندیشمندان و متخصصان بازاریابی در طول بیش از سه دهه بر این باور بوده‌اند که عملکرد کسب‌وکار تحت تأثیر بازاریابی قرار می‌گیرد. بازاریابی به سازمان‌ها اجازه می‌دهد، برای هماهنگ کردن سازمان‌ها با محیط عملیاتی عمومی، به تغییرات راهبردی پاسخ دهند و عملکرد آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به‌طورکلی می‌توان گفت عملکرد شرکت یک مفهوم چند بعدی است که وضعیت شرکت را با توجه به رقبا در نظر می‌گیرد. یک دیدگاه جامع از عملکرد شرکت هردو بعد مالی (سود، رشد) و غیر مالی (کارایی، خلاقیت، رضایت مشتری) را در نظر می‌گیرد (تقوی فرد و همکاران، ۱۳۹۴). که در این پژوهش عملکرد مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۸- ارزیابی عملکرد

ارزیابی عملکرد یکی از اقدامات اساسی و ضروری در امر برنامه‌ریزی و هدف‌گذاری مدیران بیان می‌شود، درواقع ارزیابی نه تنها در انتخاب استراتژی و ساختار مالی به مدیران کمک می‌کند، بلکه نشان می‌دهد که چگونه استراتژی‌ها و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می‌گذارد. یکی از مهم‌ترین مسائل برای سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و به‌طورکلی تصمیم‌گیرندگان داخلی و بیرونی شرکت‌ها، مسئله ارزیابی عملکرد شرکت‌هاست لذا سنجش عملکرد شرکت‌ها، ارزیابی کلی از وضعیت مالی و نتایج عملیات به‌منظور اخذ تصمیمات منطقی می‌باشد. در تعریف معیار ارزیابی عملکرد سه مشخصه زیر لحاظ شده است:

- (۱) مبلغ سرمایه‌گذاری
- (۲) بازدهی کسب شده از محل این سرمایه‌گذاری
- (۳) هزینه سرمایه به کار رفته متناسب با ریسک (اسعدی و کیانی نژاد، ۱۳۹۳).

به طور کلی دلایل اهمیت ارزیابی عملکرد به قرار زیرند:

- (۱) ارزیابی عملکرد بنگاه به منظور اطمینان دادن از تخصیص بهینه منابع محدودی که سهامداران و اعتباردهندگان در اختیار بنگاه قرار می دهند.
- (۲) معیارهای سنجش عملکرد از سیستم های کنترلی مدیریت تلقی می شوند زیرا برنامه ریزی اقتصادی و تصمیمات کنترلی مؤثر نیازمند ارزیابی چگونگی عملکرد واحدها است.
- (۳) اخذ تصمیمات منطقی ارتباط مستقیم با ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی دارد.
- (۴) مبنای جهت رعایت یا عدم رعایت دستورالعملها، بخشنامهها و قوانین درون سازمانی و برون سازمانی ایجاد می کند.
- (۵) مبنای جهت پرداخت حقوق یا پاداش مدیران و حتی ترفیعات آنها فراهم می آورد (عبداله زاده درودی، ۱۳۸۸).

۹ - عملکرد مالی

بحث ارزیابی عملکرد شرکتها از دیرباز به عنوان یک مسئله مهم مطرح بوده است و مباحث متعددی در حسابداری و مدیریت به بحث عملکرد شرکتها اختصاص یافته و بیشترین نوشته های تئوریک در این زمینه است که کدام یک از معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها از اعتبار بیشتری برخوردار است. برخی معتقدند، یک شاخص ایده آل برای سنجش عملکرد شرکتها وجود ندارد و برای اندازه گیری و سنجش عملکرد و تعیین ارزش شرکت روش های مختلفی وجود دارد که هر کدام دارای معایبی اساسی بوده و چنانچه این روشها به عنوان معیاری برای اندازه گیری عملکرد و تعیین ارزش شرکت در نظر گرفته شوند قطعاً به تعیین ارزش واقعی شرکت منجر نخواهد شد. حال آنکه ارزیابی عملکرد شرکت یک ضرورت است و برای انجام آن باید از معیارهای پذیرفته شده ای استفاده شود که تا حد امکان، جنبه های متفاوت از لحاظ محدودیت در فعالیتها و امکان بهره مندی از امکانات را مورد توجه قرار دهد (محمودی، ۱۳۹۰).

قدیم ترین و مهم ترین رویکردهای ارزیابی عملکرد شرکتها، ارزیابی مالی شرکتها بوده و غالباً مبتنی بر صورت های مالی است. تحلیل های مالی، اطلاعات گران بهایی را در خصوص روندها، همبستگیها، کیفیت سود و درآمد هر سهم و در نهایت نقاط قوت و ضعف شرکتها و چگونگی وضعیت مالی آنها را ارائه می کند (قدرتیان و انواری رستمی، ۱۳۸۳). در یک تقسیم بندی کلی معیارهای سنجش عملکرد را می توان به دو گروه معیارهای مالی و غیر مالی تقسیم کرد. معیارهای غیر مالی شامل معیارهای تولیدی، بازاریابی، عوامل اداری و معیارهای اجتماعی است و نسبت های مالی از جمله تکنیک هایی است که به عنوان معیار مالی پیشنهاد شده است. برخی از پژوهشگران امور مالی پیشنهاد نموده اند که باید از شاخص های ترکیبی (مالی و غیر مالی) استفاده شود. با این حال ترکیب این معیارها مشکل است زیرا تعیین نوع معیارها، نوع همبستگی بین آنها و نیز تعیین ارزش و وزن هر یک از آنها در مجموع معیارها، کار ساده ای نیست (محمودی، ۱۳۹۰).

در دنیای رقابتی امروز، ایجاد ارزش و خلق ثروت برای سهامداران یکی از اهداف اصلی هر فرد و بنگاه سرمایه گذار یا سرمایه پذیر است. سرمایه داران خواستار آن هستند که سرمایه خود را روز به روز افزایش داده و آن را به حداکثر برسانند، به همین دلیل به دنبال فرصت های سرمایه گذاری اند که بیشترین ثروت را برای آنان خلق کند. به اعتقاد

عموم مردم، عمده ترین هدف مالی یک واحد تجاری، حداکثرسازی ثروت سهامداران می باشد بدیهی است هر یک از گروه های ذینفع واحد تجاری نظیر مشتریان، مدیریت، کارکنان، بستانکاران، بانک ها و دولت اهداف خاص خود را دارند که این اهداف می تواند ماهیت مالی و غیرمالی داشته باشد اما در این بین، بانفوذترین گروه ذینفع تأثیرگذار بر شرکت را سهامداران تشکیل می دهند که معمولاً مدیران ارشد سازمان توسط هیئت مدیره انتخابی آنها عزل و نصب می شود. طی چند سال اخیر ارزش سهامدار به منظور اداره سازمان و طرح استراتژی مالی افزایش یافته است. همچنین نگرانی راجع به محدودیت های ذاتی و بااهمیت معیارهای ارزیابی عملکرد سنتی که در نهایت به تصمیم گیری های نامناسب مالی منجر می شود، باعث شده انتقادات بسیاری علیه این معیارها مطرح شود. طی سال های اخیر، مفاهیم ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار به عنوان مهم ترین شاخص های ارزش سهامدار و عملکرد مالی مورد توجه و حمایت بسیاری از محققان قرار گرفته است. جنبه های مختلف ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار از جمله روش های مختلف محاسبه آنها، همچنین حلقه اتصالشان به سایر مفاهیم مالی نظیر خالص ارزش فعلی (NPV) ارزیابی شده است (نوربخش لنگرودی، ۱۳۹۱).

۱۰- رابطه بین مالکیت و مدیریت

بررسی نقش ساختار مالکیت در حل مشکلات نمایندگی و بهبود عملکرد شرکت ریشه در تزلزل و مینز (۱۹۲۳) دارد. اولین بار آنها بودند که ادعا کردند بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد (گیلان، ۲۰۰۶). مالکیت و کنترل به ندرت به صورت کامل در شرکت ها از یکدیگر تفکیک می شوند. اغلب کنترل کنندگان درصدی از مالکیت شرکت هایی را که کنترل می کنند در اختیار دارند، در حالی که برخی از مالکان به میزان سرمایه شان دارای نفوذ مؤثر می باشند. بنابراین ساختار مالکیت از جمله مالکان سرمایه و اندازه سرمایه آنها به عنوان یکی از عناصر مهم راهبری شرکتی تلقی می شود. همپوشی بین مالکیت و کنترل به کاهش تضاد منافع و در نتیجه افزایش ارزش شرکت منجر می شود. در عین حال مالکیت می تواند در جهت همسویی منافع مدیر و سهامدار مورد استفاده قرار بگیرد. سهامداران جزء انگیزه های برای نظارت بر مدیران ندارند؛ در حالی که سهامداران عمده و نهادی می توانند شرکت را در جهت افزایش ارزش سهامداران تحت تأثیر قرار دهند (سولانگ و متنور، ۲۰۱۰). ساختار مالکیت در راهبری شرکتی دارای جایگاهی محوری و مشخص می باشد. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت هاست. این مسئله بعد از راهبری در قالب ابعاد مختلف تعیین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهامداران جزء، اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. همچنین ترکیب سهامداران شرکت ها از الگوی متفاوتی نظیر سهامداران نهادی، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی تبعیت می کند (ولی پور، ۱۳۹۲).

^۱ Berle & Means

^۲ Gillan

۱۱- جامعه، نمونه پژوهش و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های دولتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی این پژوهش یک دوره ۸ ساله ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. نمونه انتخابی شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود که شرایط زیر را داشته باشند:

- ۱- سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.
- ۲- اطلاعات موردنیاز آن‌ها در قلمرو پژوهش در دسترس باشد.
- ۳- در بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
- ۴- معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش، بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
- ۵- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک و لیزینگ نباشد.

با در نظر گرفتن شرایط فوق‌الذکر، در مجموع ۱۰۰ شرکت به شرح ذیل به‌عنوان نمونه انتخاب گردیدند.

۱۲- ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش حاضر از آمار توصیفی و استنباطی استفاده خواهد شد. جهت تشریح و تلخیص داده‌های گردآوری‌شده از آمار توصیفی (میانگین، واریانس، همبستگی، کوواریانس، ...) و برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش از آمار استنباطی بهره گرفته خواهد شد. در این پژوهش از آزمون‌های F لیمر و هاسمن برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی و از آزمون t برای تعیین معنادار بودن رابطه تک‌تک متغیرهای مستقل با متغیر وابسته و از آزمون F برای آزمون معنادار بودن رابطه کلی معادلات رگرسیونی و همچنین از R^2 تعدیل‌شده برای ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل استفاده خواهد شد. همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش، نرم‌افزارهای Excel، Eviews10 و Stata14 به کار گرفته خواهد شد.

۱۳- مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌ها

با توجه به مطالب بیان‌شده در بخش‌های قبل، مدل‌های نهایی که به‌منظور آزمون فرضیه‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد، به شرح زیر می‌باشد:

مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه اول

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{GOWOWB}_{i,t} + \alpha_2 \text{GROW}_{i,t} + \alpha_3 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_4 \text{SIZE}_{i,t}$$

مدل مورد استفاده جهت آزمون فرضیه دوم

$$\text{Income}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{GOWOWB}_{i,t} + \alpha_2 \text{GROW}_{i,t} + \alpha_3 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_4 \text{SIZE}_{i,t}$$

متغیرهای این پژوهش به سه گروه طبقه‌بندی و به‌صورت زیر محاسبه می‌شوند:

۱- متغیرهای وابسته پژوهش

در این پژوهش از بازده سهام و سود خالص به عنوان معیارهایی از عملکرد شرکت و متغیر وابسته استفاده شده است:

۱- بازده سهام که با $R_{i,t}$ نشان داده می شود و به صورت رابطه زیر محاسبه می شود.

$$R_{i,t} = \frac{(p_t - p_{t-1}) + DPS_t + SO_t + SR_t}{P_{t-1}}$$

$R_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در دوره زمانی t

P_t : قیمت هر سهم در پایان دوره زمان t

P_{t-1} : قیمت هر سهم در پایان دوره زمان $t-1$

DPS_t : سود تقسیمی متعلق به هر سهم در دوره t

SO_t : مزایای سهام جایزه اعطاشده در دوره زمانی t

SR_t : مزایای حق تقدم خرید سهام اعطایی در دوره زمانی t

۲- سود شرکت (Income): برابر با سود (زیان) خالص واحد تجاری در زمان t که مستقیماً از صورت سود و زیان استخراج می شود.

۲- متغیر مستقل پژوهش

متغیر مستقل به کار گرفته شده در این پژوهش مالکیت دولتی است که به شرح زیر محاسبه می شود.

مالکیت دولتی: ($GOWOW_{i,t}$) عبارت است از درصد مالکیت دولت یا نهادهای دولتی در شرکت که نشان دهنده مجموع سهام در اختیار ارگان های دولتی و شبه دولتی می باشد و متغیری مجازی است که در صورتی که دولت بزرگترین مالک باشد برابر با ۱ و در غیر این صورت برابر با ۰ خواهد بود.

۳- متغیرهای کنترلی پژوهش

رشد شرکت: ($GROW_{i,t}$) ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در انتهای دوره تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در انتهای دوره مالی

اهرم مالی: ($LEV_{i,t}$) که برابر است با نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها.

اندازه شرکت: ($SIZE_{i,t}$) برابر است با لگاریتم جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت.

۱۴- آمار توصیفی

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	بازده	سود	حاکمیت دولتی	رشد شرکت	اندازه شرکت	اهرم مالی
نماد متغیر	R	INCOME	GOW	GROW	LNSIZE	LEV
میانگین	۰/۰۲۰	۴۹۸۹۵۴	۰/۲۶۸	۰/۲۰۶	۱۲/۱۹۲	۰/۶۰۵
میانه	۰/۰۰۹	۱۰۳۲۲۰	۰/۰۰۰	۰/۱۸۰	۱۲/۱۲۴	۰/۶۰۶
بیشینه	۰/۲۰۹	۹۰۲۱۶۵	۱/۰۰۰	۱/۰۲۰	۱۴/۰۳۲	۱/۱۸۱
کمینه	-۰/۰۸۳	-۱۱۳۳۳۶۵	۰/۰۰۰	-۰/۴۰۵	۱۱/۰۰۹	۰/۲۰۳
انحراف معیار	۰/۰۶۰	۱۵۶۳۷۸۴	۰/۴۴۳	۰/۳۱۲	۰/۶۰۲	۰/۲۰۶
چولگی	۰/۹۰۱	۴/۳۶۳	۱/۰۴۳	۰/۴۶۰	۰/۸۳۸	۰/۳۳۰
کشیدگی	۳/۸۷۰	۲۲/۴۰۶	۲/۰۸۷	۳/۰۷۳	۴/۳۲۱	۳/۲۰۲
جارك-برا	۱۳۰/۹۹۱	۱۴۸۰۹/۳۱	۱۶۹/۵۴۹	۲۷/۹۳۱	۱۴۹/۱۳۴	۱۵/۶۳۳

۱۵- بررسی نوع الگوی داده‌های ترکیبی

داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشد که در این نوع داده‌ها از آزمون بروش پاگان به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی استفاده شده است. در صورت تأیید این آزمون استفاده از روش تلفیقی و در صورت رد فرض صفر، استفاده از روش تابلویی برای تخمین نهایی مدل مناسب است. با توجه به اینکه روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی می‌تواند انجام گیرد، چنانچه نتایج آزمون بروش پاگان استفاده از روش تابلویی را تأیید نماید برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود، باید از آزمون هاسمن استفاده نمود. در آزمون هاسمن اگر احتمال آزمون کمتر از ۵٪ باشد از مدل اثرات ثابت و اگر احتمال آزمون بیشتر از ۵٪ باشد از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. نتایج این دو آزمون در خصوص مدل‌های این پژوهش به شرح جداول ذیل می‌باشد.

جدول ۲- نتایج آزمون بروش پاگان (مدل اول)

آزمون بروش - پاگان			شرح
آماره	احتمال آماره	نتیجه	

مدل اول	۲۵/۸۵۱	۰/۰۰۰۰	تابلویی
---------	--------	--------	---------

جدول ۳- نتایج آزمون هاسمن (مدل اول)

شرح	آزمون هاسمن		نتیجه
	آماره	احتمال آماره	
مدل اول	۴/۲۰۴	۰/۳۷۹	اثرات تصادفی

جدول ۴- نتایج آزمون بروش پاگان (مدل دوم)

شرح	آزمون بروش - پاگان		نتیجه
	آماره	احتمال آماره	
مدل دوم	۱۲۳۰/۸۵۰	۰/۰۰۰۰	تابلویی

جدول ۵- نتایج آزمون هاسمن (فرضیه دوم)

شرح	آزمون F لیمر		نتیجه
	آماره	احتمال آماره	
مدل دوم	۴۱/۵۰۸	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

با توجه به نتایج، احتمال آماره آزمون بروش پاگان مدل های پژوهش کمتر از ۰.۵٪ است بنابراین فرض صفر این آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده های پژوهش رد می شود. برای تشخیص استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی به بررسی احتمال آماره آزمون هاسمن پرداخته ایم. با توجه به نتایج آزمون هاسمن برای فرضیه اول، احتمال آماره از ۰.۵٪ بیشتر است یعنی استفاده از اثرات تصادفی مناسب است اما برای فرضیه دوم احتمال آماره آزمون هاسمن از ۰.۵٪ کمتر است بنابراین اثرات ثابت پذیرفته می شود.

۱۶- آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی

قبل از آزمون نهایی فرضیه‌های پژوهش، نیاز به بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی مدل‌های طراحی شده است. برای بررسی ناهمسانی واریانس اثرات تصادفی از آزمون LR استفاده شده است. فرض صفر این آزمون عدم وجود ناهمسانی واریانس می‌باشد که با توجه به نتایج مندرج در جدول ۶ و ۷ فرض صفر رد شده و مدل دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد.

جدول ۶- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (مدل اول)

شرح	آزمون LR	
	آماره	احتمال آماره
مدل اول	۱۶۲/۱۰	۰/۰۰۰
		ناهمسانی وجود دارد.

جدول ۷- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس (مدل دوم)

شرح	آزمون والد تعدیل شده	
	آماره	احتمال آماره
مدل دوم	۹/۵	۰/۰۰۰
		ناهمسانی وجود دارد.

بر اساس نتایج آزمون LR و والد تعدیل شده، در مدل مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد بنابراین برای تخمین نهایی مدل و رفع مشکل ناهمسانی از روش GLS برای آزمون فرضیه استفاده شده است. برای بررسی وجود خودهمبستگی از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است و با توجه به نتایج این آزمون که در جدول ۸ ارائه شده است احتمال آماره این آزمون برای تمامی مدل‌ها بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد بنابراین فرض صفر مبنی بر وجود خودهمبستگی رد می‌شود؛ به عبارت دیگر در کلیه مدل‌های پژوهش مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

جدول ۸- نتایج آزمون خودهمبستگی

شرح	آزمون دوربین واتسون	
	آماره	احتمال آماره
مدل اول	۲/۴۲۸	۰/۰۰۰
		عدم وجود خودهمبستگی

مدل دوم	۱/۶۸۳	۰/۰۰۰	عدم وجود خودهمبستگی
---------	-------	-------	---------------------

۱۷- آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیه اول

با توجه به اینکه در هر پژوهشی هدف پژوهش‌گر گردآوری داده‌ها و اطلاعات به روش صحیح و علمی و نیز تجزیه و تحلیل آن‌ها است تا از این طریق بتواند پاسخ سؤال پژوهش را یافته و فرضیه‌ها را مورد ارزیابی قرار دهد؛ از این رو پس از پایان عملیات تجزیه و تحلیل، پژوهش‌گر با تکیه بر نتایج کار، درباره فرضیه‌های خود اظهار نظر می‌نماید و با توجه به نتایج به دست آمده، آن‌ها را تأیید یا رد می‌کند. حال در این بخش با توجه به چارچوب الگوهای پژوهش و با استفاده از آزمون‌های آماری به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است.

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند در صورت ثابت بودن سایر عوامل، مالکیت دولتی بر بازده سهام مؤثر است. با توجه به نتایج مندرج در جدول ۹ ضریب برآورد شده برای مالکیت دولتی ۷,۳۲ می‌باشد که نشان‌دهنده رابطه مثبت بین مالکیت دولتی و بازده سهام است و با توجه به اینکه سطح معناداری آن از ۵ درصد کمتر است، می‌توان نتیجه گرفت این رابطه از نظر آماری معنادار است.

جدول ۹- نتایج آزمون فرضیه اول به روش GLS

$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{GOWOWB}_{i,t} + \alpha_2 \text{GROW}_{i,t} + \alpha_3 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_4 \text{SIZE}_{i,t}$					
متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری	عنوان
عرض از مبدأ	۰/۱۱۳	۰/۰۶۵	۱/۷۲۰	۰/۰۸۵	α
حاکمیت دولتی	۷/۳۲	۰/۰۰۵	۰/۰۰۴	۰/۰۳۸	GOW
رشد شرکت	۰/۰۷۱	۰/۰۱۲	۵/۵۱۹	۰/۰۰۰	GROW
اندازه شرکت	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۵	-۱/۶۸۴	۰/۰۹۲	LNSIZE
اهرم مالی	۰/۰۱۷	۰/۰۲۴	۰/۶۹۷	۰/۴۸۵	LEV
تعداد مشاهدات	۸۰۰	ضریب تعیین	۰/۸۸		

آزمون فرضیه ی دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می کند در صورت ثابت بودن سایر عوامل، مالکیت دولتی بر سود شرکت مؤثر است. با توجه به نتایج مندرج در جدول ۱۰ ضریب برآورد شده برای مالکیت دولتی ۲۶۷۸۰٫۴۳ می باشد که نشان دهنده رابطه مثبت بین مالکیت دولتی و عملکرد است و با توجه به اینکه سطح معناداری آن از ۵ درصد بیشتر است، می توان نتیجه گرفت این رابطه از نظر آماری معنادار نیست.

جدول ۱۰ نتایج آزمون فرضیه دوم به روش GLS

Income _{i,t} = α ₀ + α ₁ GOWWB _{i,t} + α ₂ GROW _{i,t} + α ₃ LEV _{i,t} + α ₄ SIZE _{i,t}					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
عرض از مبدأ	α	-۴۲۶۰۶۱۵	۲۸۷۵۴۷/۲	-۱۴/۸۱۷	۰/۰۰۰
حاکمیت دولتی	GOW	۲۶۷۸۰/۴۳	۱۹۵۰۶/۸۳	۱/۳۷۲	۰/۱۷۰
رشد شرکت	GROW	۱۵۱۲۴۱/۱۰	۱۴۲۷۵/۲۷	۱۰/۵۹۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	LNSIZE	۴۰۷۸۴۰/۶	۲۳۴۷۳/۵۳	۱۷/۳۷۴	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۴۱۴۹۴۶/۰	۴۰۷۴۱/۸۹	-۱۰/۱۸۴	۰/۰۰۰
تعداد مشاهدات	۸۰۰	ضریب تعیین		۰/۹۴	

۱۸- تحلیل نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند در صورت ثابت بودن سایر عوامل، مالکیت دولتی بر بازده سهام مؤثر است. با توجه به نتایج مندرج در جدول ۹ ضریب برآورد شده برای مالکیت دولتی ۷,۳۲ می‌باشد که نشان‌دهنده رابطه مثبت بین مالکیت دولتی و بازده سهام است و با توجه به اینکه سطح معناداری آن از ۵ درصد کمتر است، می‌توان نتیجه گرفت این رابطه از نظر آماری معنادار است؛ بنابراین فرضیه نخست این پژوهش پذیرفته می‌شود. تحقیقات کارشناسان و اقتصاددانان نیز نشان می‌دهد که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، به طوری که هرگونه کنشی از سوی دولت با واکنش‌هایی قابل مشاهده و متعددی در بازار سهام همراه می‌شود (جوانمرد و پورموسی، ۱۳۹۴). همچنین هرگونه تغییری در ساختار دولت را می‌توان به راحتی در ویرتین اقتصاد کشور یعنی بورس مشاهده کرد. کوان لی (۲۰۱۲) بیان می‌دارد شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی (وابستگی دولتی) هستند در انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند و می‌توانند از وابستگی‌های دولتی جهت انتخاب پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و افزایش ارزش شرکت را باعث شود. شرکت‌ها با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی می‌توانند از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین‌تر و قدرت بازار قوی‌تر بهره‌مند گردند (فاسیو، ۲۰۰۶). ارشد خان و همکاران (۲۰۲۱) شیخی و حسن‌زاده (۱۳۹۹) و... نیز با بررسی سایر معیارهای عملکرد، به نتایج مشابهی رسیدند.

تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند در صورت ثابت بودن سایر عوامل، مالکیت دولتی بر سود شرکت مؤثر است. با توجه به نتایج مندرج در جدول ۱۰ ضریب برآورد شده برای مالکیت دولتی ۲۶۷۸۰,۴۳ می‌باشد که نشان‌دهنده رابطه مثبت بین مالکیت دولتی و عملکرد است و با توجه به اینکه سطح معناداری آن از ۵ درصد بیشتر است، می‌توان نتیجه گرفت این رابطه از نظر آماری معنادار نیست؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش رد خواهد شد. دی آنجلو (۲۰۰۰) نیز نشان داد که در طول مدت جایگزینی مدیران در شرکت‌های دولتی، ممکن است از اختیار حسابداری خود برای نشان دادن تصویر مناسبی از عملکرد مالی و بهتر نشان دادن سود حسابداری به منظور بدست آوردن رأی سهامداران و ارائه جلوه بهتری از شرکت استفاده نمایند لیکن در بلندمدت رابطه معناداری میان مالکیت دولتی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

منابع

- اکبر نژاد، جمال؛ عظیمی، جواد؛ محمدزاده سالطه، حیدر و علیرضا روشن‌ضمیر (۱۳۹۳). مالکیت دولتی و آثار و پیامدهای آن بر سرمایه‌فکری. پژوهش حسابداری، ۱۲(۲)، ۴۷-۶۲.

- اعتمادی، حسین؛ آذر، عادل و باباجانی، جعفر. (۱۳۸۸). تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات. فصلنامه علوم مدیریت ایران، (۷) ۳، ۸۵-۵۹.
- بیات، مرتضی؛ زلفی، حسن و هاشمی، طاهر (۱۳۹۵). بررسی تأثیر وابستگی دولتی بر ریسک سیستماتیک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، (۴) ۳، ۱۳۷-۱۲۱.
- جوانمرد، مهدی و پورموسی، علی اکبر (۱۳۹۴). اثر گزارش اطلاعات شرکت ها بر رفتار روزانه بازار سهام تهران. پژوهش های تجربی حسابداری، (۵) ۲، ۸۵-۱۰۵.
- چراغانیان، ایمان؛ پدram، مهدی و علی اصغر اسفندیاری (۱۳۹۰). اندازه گیری دخالت دولت در اقتصاد. صنعت حمل و نقل، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. (۴) ۳۱، ۶۹-۷۴.
- خالقی مقدم، حمید (۱۳۸۲). ارتباط بین رویکردهای مختلف در اندازه گیری عملکرد مالی شرکت ها فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، (۱) ۲، ۱۰۶-۸۳.
- دفتر همکاری حوزه و دانشگاه (۱۳۷۲). مبانی اقتصاد اسلامی. چاپ اول، انتشارات سمت، تهران.
- راعی، رضا و احمد پویان فر. (۱۳۸۹). مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته. انتشارات سمت. تهران.
- قالیباف اصل، حسن و رنجبر درگاه، فائزه (۱۳۸۴). بررسی اثر نوع مالکیت بر عملکرد شرکت ها (تجربه خصوصی سازی در ایران). فصلنامه تحقیقات مالی، (۷) ۱، ۱۳۳-۱۱۷.
- قایمی، محمدحسین؛ لیوانی، جمال و ده بزرگی، سجاد (۱۳۸۷). کیفیت سود و بازده سهام شرکت ها. بررسی های حسابداری و حسابرسی، (۱۵) ۳، ۸۸-۷۱.
- صادقی شاهدانی، مهدی؛ ندری، کامران و وهاب قلیچ (۱۳۸۸). اثرات نقش حاکمیتی و تصدی گری دولت در اقتصاد بر توزیع درآمد مطالعه موردی ایران. فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی های اقتصادی سابق)، (۶) ۴، ۷۳-۱۰۰.
- طیب نیا، علی و محمدی، حسین (۱۳۸۳). مقایسه کارایی سرمایه گذاری در بخش های خصوصی و دولتی در ایران رویکردی برای خصوصی سازی. نشریه علمی برنامه ریزی و بودجه، (۹) ۴، ۳۶-۳.
- منصور، رحمان. (۱۳۸۹). مقایسه اثر خصوصی سازی از طریق واگذاری مالکیت دولتی بر عملکرد صنایع شیمیایی و معدنی در ایران. پژوهش های حسابداری و حسابرسی، (۳) ۷، ۳۴-۵۱.
- مهران، ساسان؛ کرمی، غلامرضا؛ مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۹). ارتباط بین سرمایه گذاران نهادی و کیفیت گزارشگری مالی. مجله پیشرفت های حسابداری، (۲) ۱، ۲۲۷-۲۴۹.
- هادوی تهرانی، مهدی (۱۳۷۸). مکتب و نظام اقتصادی اسلام. چاپ اول، انتشارات مؤسسه فرهنگی فرد، قم.
- Boubakri, N. Cosset, J. C. and W. Saffar (2008). Political Connections of Newly Privatized Firms. *Journal of Corporate Finance*. 14(64). 654-673.
-
- Chung, Kee H. and Pruitt, Stephen W. (2016), A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*. 23(3). 505-535.

- Correia Maria M, (2012), Political Connections, SEC Enforcement and Accounting Quality, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 61, www.ssrn.com.PP.1-25.
- Faccio, Mara, Ronald Masulis, and John McConnell, (2006), Political Connections and Corporate Bailouts, *Journal of Finance* 61(6), PP. 2597–2635.
- Gillan, S.L. Starks, L.T.(2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. *Journal of Applied Finance* 13 (2), ۴–۲۲.
- Jensen M C, Meckling W, (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Nelly Sari, R. and R. Anugerah (2011). The Effect of Corporate Transparency on Firm Performance: Empirical Evidence From Indonesian Listed Companies. *Modern Accounting and Auditing*. 7(8), 773-783.
- Quan Li, (2012), Political Relations and Chinese Outbound Direct Investment: Evidence from Firm-and Dyadic-Level Tests, Working Paper Series. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=32543>.

