

## The Impact of Corporate Political Relationships on Value-Based Management Performance Indicators and Operational Efficiency<sup>1</sup>

Hossien Jannat Makan<sup>2</sup>, Mohsen Hamidian<sup>3</sup>, Zohreh Hajiha<sup>4</sup>

Received : 2019/09/24

Approved: 2020/01/01

Research Paper

### Abstract

**Objective:** The present paper is principally dealing with the impacts of political connections on the value-based management and performance efficiency indicators. For this purpose, the indicators of public companies and the percentage of institutional ownership of quasi-public companies were investigated to measure the political connections of companies, while factors “human resource productivity” and “investment” were included to assess operating efficiency.

**Methodology:** Data over the companies active in Tehran Stock Exchange were collected for 113 companies for 10 years from 2008 to 2017, and then analyzed adopting regression models “ordinary least squares (OLS)” and “generalized method of moment (GMM)” provided in Eviews 9.5.

**Results:** As with results, there is a positive relationship between public companies and value-based management (VBM) rating, while a negative significant relationship is observed between VBM rating and public institutional-owned companies. Besides this, there is a positive significant relationship between public companies and operating efficiency in terms of human resource productivity, while such a relationship is negative and significant in terms of investment efficiency. further, there is a negative significant relationship between quasi-public companies and both indicators of operating efficiency.

**Conclusion:** Considering the relationship between quasi-public companies, operating efficiency, and value creation, we can state that the existence of a political relationship does not amend managers' supervisory behavior but yet enhances agency costs. The correct enforcement of Article 44 of the Constitution and supporting and triggering the real private sector to invest in these domains seems, therefore, as a mechanism that is capable of diminishing the impacts of quasi-public companies in the economic settings and creating a competitive environment.

**Keyword:** Political connections, Performance efficiency, Value-creation.

**JEL Classification:** P16, D24, L25.

1. DOI: 10.22051/jera.2020.28428.2556
  2. PhD. Student Department of Accounting, Kish International Branch, Islamic Azad University, Kish Island, Iran. (hjannatmakan@yahoo.com).
  3. Assistant Professor of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Corresponding Author. (hamidian\_2002@yahoo.com).
  4. Associate Professor of Accounting, East Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (drzhajiha@gmail.com)
- <https://jera.alzahra.ac.ir>

## تأثیر ارتباط سیاسی شرکت‌ها بر شاخص‌های عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش و کارایی عملیاتی<sup>۱</sup>

حسین جنت‌مکان<sup>۲</sup>، محسن حمیدیان<sup>۳</sup>، زهره حاجیها<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۷/۰۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۰/۱۱

مقاله پژوهشی

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر ارتباط سیاسی شرکت‌ها بر شاخص‌های عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش و کارایی عملیاتی است. به همین منظور، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ده‌ساله بین سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶ برای ۱۱۳ شرکت استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی به روش حداقل مربعات معمولی و داده‌های ترکیبی پویا به روش گشتاورهای تعمیم‌یافته با استفاده از نرم‌افزار آماری ایویوز ۹/۵ استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های دولتی ارتباط مثبت و معناداری با رتبه‌بندی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت ارتباط منفی و معناداری با رتبه‌بندی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد. همچنین رابطه بین شرکت‌های دولتی و کارایی عملیاتی در شاخص بهره‌وری نیروی انسانی مثبت و معنادار و برخلاف آن، بر شاخص کارایی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار می‌باشد. علاوه بر این نتایج فرضیه دوم در خصوص ارتباط بین شرکت‌های شبه‌دولتی و کارایی عملیاتی نشان از وجود رابطه منفی و معنادار بین شرکت‌های شبه‌دولتی و هر دو شاخص کارایی عملیاتی دارد. به‌طور کلی، در خصوص ارتباط بین شرکت‌های شبه‌دولتی و ارزش آفرینی و کارایی عملیاتی می‌توان ادعا کرد که وجود ارتباط سیاسی نه تنها رفتار مدیران را در ارتباط با انجام وظیفه می‌آزماید بلکه موجب افزایش هزینه نمایندگی نیز می‌شود؛ بنابراین، به نظر می‌رسد یکی از سازوکارهایی که می‌تواند در کاهش تأثیر نهادهای شبه‌دولتی در محیط اقتصادی و ایجاد فضای رقابتی نقش داشته باشد، اجرای درست اصل ۴۴ قانون اساسی و حمایت و ترغیب بخش خصوصی واقعی جهت سرمایه‌گذاری در این حوزه‌ها می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: ارتباطات سیاسی، کارایی عملیاتی، ارزش آفرینی.

طبقه بندی موضوعی: L25, D24, P16.

1. DOI: 10.22051/jera.2020.28428.2556

۲. دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد بین‌المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران. (hjannatmakan@yahoo.com)

۳. استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، دانشکده اقتصاد و حسابداری، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (hamidian\_2002@yahoo.com)

۴. دانشیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شرق، دانشکده اقتصاد و حسابداری، تهران، ایران. (drzhajjha@gmail.com)

https://jera.alzahra.ac.ir

## مقدمه

اندازه‌گیری عملکرد، روشی مناسب برای نظارت مؤثر 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، تنگناها 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 به‌عنوان سازوکار اصلی جهت شفاف‌سازی مجموعه ابزارها و ارتباطات سازمانی در راستای اجرای استراتژی‌ها در نظر گرفته می‌شود (ناگورور و راجابهاناری، ۲۰۰۱).

در محیط اقتصادی نامطمئن امروزی ارزیابی عملکرد سازمان‌ها از طریق معیارهای ارزش‌آفرینی سنجیده می‌شود؛ بنابراین برای متخصصان تجاری مهم است که توانایی ایجاد ارزش‌آفرینی واقعی را از یک بستر مالی داشته باشند. تفکر مبتنی بر ارزش‌آفرینی، بدین معنی است که همه فرآیندها و نظام‌های اساسی به سمت ایجاد ارزش باید جهت‌گیری بشوند (رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۰). بدیهی است که این هدف منافع سهامداران را تأمین و برای اطمینان از تخصیص منابع کمیاب، به‌طور کارا کمک می‌کند. در دنیای امروز که شرکت‌ها با هدف افزایش ارزش‌آفرینی و افزایش سهم خود از بازار با همدیگر رقابت دارند، زیربنای اصلی برای پویایی و موفقیت آتی شرکت، استفاده کارا و مؤثر از منابع شرکت می‌باشد. در ارزش‌آفرینی مالی نوع تصمیمات اتخاذ شده بسیار حائز اهمیت است که مهم‌ترین آن تصمیمات عملیاتی (کارایی) است. تفکر مدیریت مبتنی بر ارزش به‌صورت پویاست و فرآیندی عمل می‌کند و در زنجیره ارزش معنی و اجرا می‌شود. برتری در رقابت از هزاران برگ خرید همچون ساخت، پرداخت، آماده‌سازی، فروش خدمات و یا رساندن محصول به دست مشتری تشکیل می‌شود. کارایی عملیاتی به انجام مراحل ذکر شده به‌صورت بهتر، سریع‌تر و یا با هزینه و خطای کمتر نسبت به سایر رقبا اطلاق می‌شود. با بالا بردن کارایی عملیاتی، شرکت‌ها می‌توانند به‌صورت هنگفت از مزایای این رویه بهره‌مند شوند.

در اقتصادهای نوظهوری همچون ایران، عامل با اهمیتی که می‌تواند بر ارزش‌آفرینی و کارایی عملیاتی شرکت‌ها تأثیرگذار باشد، وجود ارتباطات سیاسی<sup>۱</sup> شرکت‌هاست. دولت‌ها به دلیل در

1. Political connection

اختیار گرفتن قدرت تصمیم‌گیری در شرکت‌ها و پیاده کردن سیاست‌های کلان خود 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 قانون‌گذاری موجود گردیده که شرکت‌ها تمایل زیادی به برقراری روابط سیاسی به منظور دست یافتن به اهداف خود نمایند (لی و وانگ، ۲۰۱۶). 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 سرمایه‌گذاری 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. اقتصاد سیاسی حوزه مهمی در مطالعه علمی پدیده‌های اجتماعی است. این روش، شکل‌گیری پدیده‌های اجتماعی را ناشی از مولفه‌های سیاسی و اقتصادی می‌داند. براساس نظریه اقتصاد سیاسی، در اکثر جوامع اقتصادی بازار محور، واحدهای تجاری کانون کنش‌های متقابل اقتصادی، اجتماعی و سیاسی میان گروه‌های مختلف هستند. بنابراین شناخت روابط بین گروه‌های اقتصادی، اجتماعی و سیاسی به منظور درک ویژگی‌های در حال تغییر واحدهای تجاری ضروری است (قادری و همکاران، ۱۳۹۵). با توجه به مطالب بیان‌شده مسئله اساسی پژوهش حاضر پاسخ به این سؤال 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 ساختار سرمایه در تعیین کارایی عملیاتی و ارزش آفرینی شرکت‌ها ارائه می‌دهد. در این پژوهش تأثیر 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 ایده‌آل 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 می‌باشد

و امید است با انجام این پژوهش بتواند اطلاعات سودمندی را در اختیار تدوین‌کنندگان 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.

## مبانی نظری پژوهش

### ارتباط سیاسی و مدیریت مبتنی بر ارزش

مدیریت مبتنی بر ارزش<sup>۱</sup>، به عنوان تفکر نوین سازندگی از طریق ارزش آفرینی در کسب و کار است که نقش مؤثر و تعیین‌کننده‌ای در موفقیت یا شکست شرکت‌ها دارد. اساس این تفکر، این است که مدیریت شرکت بدانند و بیاموزد که همه تصمیمات می‌بایست در جهت ارزش آفرینی اتخاذ گردد. تفکر مدیریت مبتنی بر ارزش موجود می‌شود که فرهنگ ارزش آفرینی در شرکت شکل گیرد و بستر مناسبی برای تداوم ارزش آفرینی فراهم گردد (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۰). در مفاهیم پایه‌ای مدیریت مبتنی بر ارزش شاخص‌های کلیدی متعددی وجود دارد که براساس آن می‌توان ارزش ایجاد شده برای سهامداران را ارزیابی و پیش‌بینی کرد.

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 (بویاکری، ۲۰۱۲).

اگر ارتباطات سیاسی به‌عنوان تعیین‌کننده اصلی سودآوری مورد استفاده قرار گیرد، این امر باعث تصمیمات سرمایه‌گذاری تحریف‌شده 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 آن‌ها از قدرت دور می‌شوند، این شرکت‌ها در دولت جدید، ضعیف عمل می‌کنند و پس از آن به سرمایه‌گذاری خارجی متوسل می‌شوند (لوئیز و اوپره‌زگر-گی، ۲۰۰۶).

ژو و همکاران (۲۰۱۱) 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 سازوکارهای مؤثرتر 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 باشند. وانگ و ژانگ (۲۰۰۳) نشان دادند که شرکت‌هایی که مدیران دارای ارتباطات سیاسی، نسبت به مدیران بدون ارتباطات سیاسی حدود ۳۷ 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 موردعلاقه 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 تأمین مالی بدهی، مالیات پایین‌تر و قدرت بیشتری در بازار بهره‌مند شوند. به‌عنوان مثال، سعید و همکاران (۲۰۱۴) 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 تأثیر 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 براساس شاخص‌های مبتنی بر ارزش پرداخته شده است.

### 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، تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۷). 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 سوبسیدهای 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 تأثیر دارد (سعید و همکاران، ۲۰۱۵).

این پژوهش بر این دیدگاه بنانهاده 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 به واسطه آن‌ها مداخله کرده و عملکرد شرکت‌های وابسته را مختل می‌کنند.

در این پژوهش دو ناکارایی عملیاتی احتمالی (سرمایه‌گذاری و سطح اشتغال) که ممکن است بر اثر مداخلات سیاسی ایجاد گردد، در نظر گرفته شده است. رویکرد اول بر این استدلال شکل گرفته است که سیاست‌مداران به منظور کسب منفعت بیشتر در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های وابسته دخالت می‌کنند. ژنگ و ژو (۲۰۱۰) تأثیر منفی مداخله سیاسی بر ناکارایی‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های وابسته را مشاهده کردند که این تأثیر 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 به واسطه تباری بین سیاست‌مداران و سهامداران در فعالیت‌های تجاری بیان کرد. دولت‌ها برای دستیابی به اهداف اجتماعی یا سیاسی موردعلاقه 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 تیان، ۲۰۱۷).

به صورت مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری، شناسایی، تأمین مالی و اجرای پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت در نظر گرفته شده است و ناکارایی سرمایه‌گذاری نیز نادیده گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) تعریف شده است (فخاری و رسولی، ۱۳۹۲).

اشتغال مازاد یک منبع بالقوه دیگر از اختلال در عملکرد است. سیاست‌مداران 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، درحالی که سیاست‌مداران 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 همکاران (۲۰۱۰) اظهار می‌دارند که وجود مدیران سیاسی در هیئت‌مدیره به‌طور قابل توجهی سطح اشتغال را افزایش می‌دهد.

### پیشینه پژوهش

هی و چن (۲۰۲۱) تاثیر ارتباط سیاسی شرکت‌ها را بر ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیاری برای سنجش عملکرد شرکت‌های چینی مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که ارتباط سیاسی منجر به افزایش ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها می‌گردد. و ناهمگونی ارتباط سیاسی و تنوع محصول اثر تعدیل‌کنندگی منفی بر رابطه بین ارتباط سیاسی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها می‌گردد.

لی و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر ارتباط سیاسی شرکت‌ها بر کارایی عملیاتی در شرکت‌های فعال چینی در حوزه انرژی تجدیدپذیر پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که هرچه سطح ارتباط سیاسی بالاتر باشد، رابطه بین روابط سیاسی و کارایی شرکت قوی‌تر است. یافته‌های آن‌ها همچنین نشان می‌دهد که تأثیر روابط سیاسی بین شرکت‌های دولتی و غیردولتی متفاوت است. برای شرکت‌های دولتی، ارتباط سیاسی با کارایی شرکت ارتباط منفی دارد و یارانه‌های دولتی برای شرکت‌های دولتی در ارتقا بهره‌وری مفید نیستند. همچنین برای شرکت‌های غیردولتی، ارتباط سیاسی با کارایی پایین شرکت همراه است، اما از سوی دیگر، ارتباط سیاسی می‌تواند اثرات نامطلوب محدودیت‌های تأمین مالی را برای شرکت‌های غیردولتی کاهش دهد.

معلول و همکاران (۲۰۱۸) تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد و ارزش شرکت‌های تونسی را بررسی کردند. بر اساس نتایج به‌دست 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.

لی و وانگ (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر مدیران سیاسی بر ارزش آفرینی پرداختند. دوره زمانی پژوهش آن‌ها بین سال‌های ۲۰۰۳ الی ۲۰۱۲ برای ۹۶۰ شرکت در بورس بهادر چین بود. نتایج پژوهش نشان داد که وجود مدیران سیاسی وابسته باعث افزایش سودآوری و ارزش‌های باقیمانده در شرکت‌های خصوصی گردیده است.

سعید و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر کارایی عملیاتی را در بورس اوراق بهادار پاکستان برای دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۰ با حجم نمونه آماری ۴۱۹ شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از وجود ناکارایی عملیاتی و اشتغال بیش‌ازحد برای شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی می‌باشد.



داتا (۲۰۱۲) به بررسی رابطه سیاسی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که روابط سیاسی ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار داده و منجر به نوسان در ارزش شرکت‌های دارای روابط سیاسی بیشتر از چیزی که حرکت بازار بتواند توضیح دهد، می‌گردد. آن‌ها بیان می‌کنند که بازدهی شرکت‌های دارای روابط سیاسی به‌طور قابل ملاحظه‌ای متفاوت با هم‌تایان بدون روابط سیاسی آن‌هاست. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که وجود چنین روابطی در هر کشور، باعث رشد شاخص فساد جهانی می‌گردد و احتمال رانت بازی و ظهور سرمایه‌داری رابطه‌ای را افزایش می‌دهد.

گلدمن و همکاران (۲۰۰۹) تأثیر ارتباطات سیاسی بر ارزش شرکت‌ها را در بین ۵۰۰ شرکت برتر در بورس سهام نیویورک و نزدیک بررسی نمودند. نتایج پژوهش نشانگر این موضوع بود که پس از پیروزی جمهوری خواهان در انتخابات ایالات متحده ارزش شرکت‌هایی که دارای ارتباط سیاسی با این حزب بودند، افزایش یافته است و هم‌زمان، این رویداد تأثیر معکوس بر ارزش شرکت‌های مرتبط با حزب دمکرات، داشته است.

برادران حسن زاده و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی نقش ارتباطات سیاسی بر مسئولیت‌پذیری شرکت‌ها با تأکید بر نقش رقابت بازار محصول پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که تأثیر ارتباطات سیاسی بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی برای شرکت‌هایی که محصولات آن‌ها در بازارهای رقابتی‌تر به فروش می‌رسد، مثبت است در حالی که چنین تأثیری برای شرکت‌های با رقابت بازار محصول پایین برقرار نیست. رقابت بیشتر عاملی مؤثر در افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی است.

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷) 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 (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده 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 (۱۳۹۵) 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. رهنمای رود پستی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی نقش حمایت دولتی در ارزش آفرینی شرکت‌های بخش خصوصی پرداخت و نتایج این پژوهش نشان از آن دارد که مالکیت خصوصی نسبت به شرکت‌های دولتی دارای ارزش آفرینی بیشتر است.

مرور ادبیات پژوهش به خصوص در حوزه خارجی حاکی از وجود یافته‌های متناقضی در خصوص تاثیر ارتباط سیاسی بر ارزش آفرینی و کارایی عملیاتی شرکت‌ها است. در مبانی نظری وجود ارتباط سیاسی شرکت‌ها را به عنوان یک شمشیر دبله عنوان نموده‌اند که می‌تواند اثراتی متفاوتی بر عملکرد شرکت‌ها بگذارد. از یک سو بخشی از پژوهشگران وجود رانت‌های سیاسی و سوبسیدهای دولتی از جمله وام‌های کم بهره را عاملی برای موفقیت شرکت‌ها و بخش دیگری معتقدند ارجحیت روابط بر ضوابط در این شرکت‌ها، عاملی جهت کاهش چشمگیر موفقیت می‌باشد. در ایران با توجه به نقش پررنگ نهادهای سیاسی در اقتصاد ایران تاکنون پژوهش‌های اندکی به بررسی تاثیر ارتباط سیاسی بر مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر کارایی عملیاتی (نیروی انسانی و سرمایه‌گذاری) و معیارهای ارزش آفرینی صورت گرفته است.

### فرضیه‌های پژوهش

- با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها به صورت زیر تدوین شده‌اند:
- فرضیه ۱: شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی رابطه معناداری با ارزش آفرینی دارند.
- فرضیه ۱-۱: شرکت‌های با مالکیت دولتی رابطه معناداری با رتبه مبتنی بر ارزش شرکت دارند.
- فرضیه ۱-۲: شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت رابطه معناداری با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش دارند.
- فرضیه ۲: شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی رابطه معناداری با کارایی عملیاتی دارند.
- فرضیه ۲-۱: شرکت‌های با مالکیت دولتی رابطه معناداری با بهره‌وری نیروی کار دارند.
- فرضیه ۲-۲: مالکیت نهادی شرکت‌های وابسته به دولت رابطه معناداری با بهره‌وری نیروی کار دارد.
- فرضیه ۲-۳: شرکت‌های با مالکیت دولتی رابطه معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.
- فرضیه ۲-۴: مالکیت نهادی شرکت‌های وابسته به دولت رابطه معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

## روش پژوهش

با توجه به اینکه هدف این پژوهش بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی، مدیریت مبتنی بر ارزش‌آفرینی و کارایی عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، بنابراین با جمع‌آوری اطلاعات گذشته شرکت‌ها، طرح پژوهش پس‌رویدادی، همراه با تحلیل همبستگی و ازلحاظ هدف، کاربردی می‌باشد. مدل‌های آماری به کار گرفته شده در این پژوهش، مدل رگرسیونی چندمتغیره می‌باشد. همچنین جهت آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش به ترتیب از مدل رگرسیونی چندمتغیره به روش حداقل مربعات معمولی<sup>۱</sup> و داده‌های ترکیبی پویا به روش گشتاورهای تعمیم‌یافته<sup>۲</sup> با استفاده از متغیرهای ابزاری استفاده گردیده است.

در این پژوهش از نرم‌افزار اکسل برای جمع‌آوری و طبقه‌بندی داده‌های خام و از نرم‌افزار ایویوز ۹/۵ برای تجزیه و تحلیل رگرسیون چندمتغیره بهره گرفته شده است. برای جمع‌آوری داده‌ها در زمینه چارچوب نظری پژوهش و پیشینه آن از کتاب‌های لاتین و فارسی، پایان‌نامه‌ها، مقالات و پایگاه‌های اطلاعاتی و سایت‌های اینترنتی استفاده شده است. دانش آماری که در تحلیل آماری این پژوهش استفاده می‌شود، شامل آمار توصیفی جهت توصیف و ارائه مشخصات آماری متغیرها و پارامترها و آمار استنباطی شامل تخمین و برآورد ضرایب می‌باشد.

## جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی ده‌ساله، از سال ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶ می‌باشد. شرکت‌های عضو جامعه آماری که ویژگی‌های زیر را دارا باشند، به‌عنوان جامعه آماری پژوهش انتخاب شده‌اند:

۱. قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس پذیرفته شده باشند.
۲. سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
۳. فعالیت تولیدی داشته باشند و جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و شرکت‌های هلدینگ
۴. حداقل هر سه ماه یک‌بار، سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار مبادله شده باشد.
۵. در بازه زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشند.

1. Ordinary Least Squares (OLS)  
2. Generalized Method of Moments (GMM)

۶. با توجه به اینکه پژوهش حاضر منحصراً به بررسی پیامدهای ارتباط سیاسی شرکت‌ها می‌پردازد و ملاک عمل، مالکیت دولتی و شبه‌دولتی بودن شرکت‌ها می‌باشد بنابراین شرکت‌های فاقد این مالکیت از جامعه آماری پژوهش حذف می‌گردد. با در نظر گرفتن محدودیت‌های بالا، تعداد ۱۱۳ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب گردید.

## مدل و متغیرهای پژوهش

### مدل‌های پژوهش

با توجه به فرضیه اول و دوم پژوهش از مدل‌های رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است. مدل رگرسیونی فرضیه‌های اول پژوهش با الگوبرداری و تعدیل از پژوهش لی و وانگ (۲۰۱۶) انجام شده است به شرح زیر می‌باشد:

مدل فرضیه ۱-۱:

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

مدل فرضیه ۱-۲:

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

مدل رگرسیونی فرضیه دوم پژوهش برگرفته از پژوهش سعید و همکاران (۲۰۱۵) به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه ۱-۲:

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

فرضیه ۲-۲:

$$EMPPROD_{it} = \alpha + \beta_1 POLINST_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 LOSS_{it} + \beta_4 LTD_{it} + \beta_5 LVG_{it} + \beta_6 SALESGRWTH_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

فرضیه ۲-۳ و ۴-۲:

$$INVESTMENT_{it} = \alpha + \beta_1 POLGOV_{it} + \beta_2 POLINST_{it} + \beta_3 GRWTHOPP_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 LTD_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LVG_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} SALESGRW_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

### متغیرهای وابسته پژوهش

الف) رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش (VBMScore): در این پژوهش به منظور رتبه‌بندی شرکت‌ها بر مبنای معیارهای ارزش آفرینی از مدل تعدیل یافته پژوهش سجادی و همکاران (۱۳۹۳) بهره گرفته شده است. برای رتبه‌بندی شرکت‌ها ابتدا معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش بر اساس چهار معیار که در ادامه ذکر می‌شود، محاسبه شده و سپس شرکت‌ها برای هر سال بر اساس نتایج حاصله به ترتیب کمترین به بیشترین امتیاز مرتب گردیده و در آخر رتبه شرکت بر تعداد کل شرکت‌ها تقسیم می‌شود. بدین ترتیب برای هر شرکت در هر سال بر اساس هر یک از معیارهای ارزش آفرینی در مدیریت مبتنی بر ارزش رتبه‌ای بین صفر تا یک مشخص می‌شود. شرکت‌های نزدیک به امتیاز یک دارای بالاترین ارزش آفرینی و شرکت‌های نزدیک به صفر از ارزش آفرینی پایین‌تری برخوردار هستند.

$$VBMScore = (EVA\ Score + CVA\ Score + ROIC\ Score + SVA\ Score) / 4 \quad (۶)$$

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

$$EVA = NOPAT - (WACC_t * CAPITAL_{t-1}) \quad (۷)$$

NOPAT: سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات

CAPITAL<sub>t-1</sub>: جمع حقوق صاحبان سهام به علاوه بدهی‌های بهره دار در سال قبل

WACC: میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه

ارزش افزوده نقدی (CVA Score): بر اساس دیدگاه مشاوره‌ای بوستون که بر اساس سود باقیمانده طراحی شده است و مقدار سود نقدی باقیمانده شرکت را اندازه‌گیری می‌کند. این مدل توسعه‌ای از مفهوم جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری است و از طریق رابطه زیر به دست می‌آید:

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

سرمایه‌گذاری ناخالص = بهای تمام شده دارایی غیر جاری + خالص دارایی جاری

بازده جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری = جریان نقدی بازده سرمایه‌گذاری / سرمایه‌گذاری ناخالص

نرخ بازده سرمایه‌گذاری عملیاتی (ROIC Score): این نرخ نشان‌دهنده بازده ایجاد شده از سرمایه‌گذاری عملیاتی است و با استفاده از رابطه زیر به دست می‌آید.

$$ROIC = EBIT * [1 - TAX] / (PPE * NonCash WC) \quad (۸)$$

ROIC: نرخ بازده سرمایه‌گذاری عملیاتی PPE: دارایی ثابت

EBIT: سود عملیاتی NonCash WC: سرمایه در گردش غیر نقدی  
TAX: نرخ مالیات

### ارزش افزوده سهامدار (SVA)

یک شرکت زمانی برای سهامدارانش ارزش ایجاد می‌نماید که بازده سهامدار بالاتر از هزینه سهام (بازده مورد انتظار سرمایه) گردد. به بیان دیگر، شرکتی در طول یک سال ایجاد ارزش می‌نماید که فراتر از انتظارات عمل نماید (رهنمای رود پستی و همکاران، ۱۳۹۰، ۱۱).  
ارزش ایجاد شده سهامدار = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام \* (بازده سهامدار - بازده مورد انتظار سرمایه)

### 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 سرمایه گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه گذاری کند. در این پژوهش برای کمی‌سازی کارایی سرمایه گذاری از مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) طبق رابطه (۹) زیر استفاده شده است.

$$INVESTMENT_{it} = \alpha + \beta_1 SALES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

سرمایه گذاری (INVESTMENT): نحوه محاسبه عبارت است خالص افزایش در دارایی‌ها مشهود و نامشهود تعدیل شده با جمع کل دارایی‌های ابتدای دوره

مقادیر خطا ( $\varepsilon_{it}$ ) عبارت است از سرمایه گذاری بیش از حد یا کمتر از حد شرکت  $i$  در سال  $t$  لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه گذاری، از مقادیر باقی مانده مدل فوق، قدر مطلق گرفته شده و سپس در منفی یک ضرب می‌شوند.

لگاریتم نسبت بهره‌وری کارکنان (EMP-PROD): معیار بهره‌وری کارکنان که از نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل تعداد پرسنل شرکت به دست می‌آید؛ که به منظور همگن کردن داده‌ها و جلوگیری از نقض مفروضات کلاسیک از لگاریتم نسبت بهره‌وری کارکنان بهره گرفته شده است. استدلال بر این است که اگر سیاست‌مدار 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.

### متغیرهای مستقل پژوهش

**POL:** شاخص ارتباط سیاسی (حمایت سیاسی دولت) براساس پژوهش فریزر و همکاران (۲۰۰۶) از دو شاخص استفاده گردیده است شاخص اول درصد مالکیت مستقیم دولت (POLGOV) از سرمایه‌های شرکت‌ها می‌باشد. به عبارتی شرکتی که بیش از ۲۰ درصد از سهام آن متعلق به دولت باشد؛ و شاخص بعدی آن عبارت است از سرمایه‌گذاری نهادهای وابسته به دولت (شبه‌دولتی) در سرمایه شرکت‌ها (POLINST) که بیانگر حمایت نهادی دولت است. **POLGOV:** جهت تعیین حداقل درصد مالکیت ممکن که بتواند بر تصمیم‌گیری‌های مرتبط با سیاست‌های مالی و عملیاتی یک واحد تجاری، اثرگذار باشد، تعریف استاندارد حسابداری شماره ۲۰ از «نفوذ قابل ملاحظه» مدنظر قرار گرفته شده است. براساس استاندارد مذکور، اگر واحد سرمایه‌گذار به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم حداقل ۲۰ درصد از حق رأی واحد سرمایه‌گذاری 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 صورتی که شرکتی بیش از ۲۰ درصد سهام آن متعلق به دولت باشد کد ۱ و در غیر این صورت کد صفر تعلق می‌گیرد.

مالکیت نهادی شبه دولتی‌ها (POLINST): عبارت است از درصد مالکیت نهادی، نهادهای شبه‌دولتی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر

در قوانین ایران هنوز هیچ تعریفی از نهادهای شبه‌دولتی 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 بر اساس اصلاحیه ماده ۶ قانون اصل ۴۴ موظف‌اند اطلاعاتشان را به سازمان بورس ارائه کنند. شرکت‌هایی که مشمول این قانون قرار گرفته‌اند در شش طبقه به شرح ذیل دسته‌بندی شده‌اند:

- ۱- مؤسسات و نهادهای عمومی غیردولتی ۲- نهادهای نظامی و انتظامی کشور ۳- نهادها و سازمان‌های وقفی و بقاع متبرکه که ۴- صندوق‌های بازنشستگی ۵- نهادهای انقلاب اسلامی ۶- مؤسسات خیریه

### 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 عبارت است 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: نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهی‌ها

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

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

LOSS: شرکت‌های زیان ده کد ۱ و در غیر این صورت کد ۰ 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 خودهمبستگی سریالی در مدل‌های آماری از متغیرهای مجازی سال و صنعت (PERIOD، INDUSTRY\_DUMMES) بهره گرفته شده است.

### یافته‌های پژوهش

#### 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. نگاره (۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش را برای ۱۱۳ شرکت عضو نمونه، طی ۱۰ سال، نشان می‌دهد. نزدیک بودن میانگین و میانه متغیرها نشان از نرمال بودن داده‌ها دارد و انحراف معیار میزان پراکندگی داده‌ها را نمایان می‌سازد. نگاره زیر نشان می‌دهد از بین مشاهدات پژوهش تقریباً ۶۱ درصد شرکت‌ها، مالکیت دولتی بیش از ۲۰ درصد را دارا می‌باشند؛ و تنها ۸ درصد از شرکت‌ها زیان‌ده می‌باشند. وجود ضریب چولگی مثبت نشان‌دهنده چولگی به راست می‌باشد و این چولگی به راست به دلیل بزرگ بودن میانگین نسبت به میانه است و چولگی‌های منفی نشان‌دهنده چولگی به چپ



می‌باشد. میانگین بهره‌وری کارکنان در جامعه آماری پژوهش برابر ۲۲ درصد نسبتاً پایین می‌باشد. میانگین منفی کارایی سرمایه‌گذاری حاکی از وجود ناکارایی سرمایه‌گذاری بطور متوسط می‌باشد. سطح مالکیت شبه دولتی در جامعه آماری پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های شبه دولتی بطور تقریبی ۲۵ درصد ساختار مالکیت شرکت‌ها را به خود اختصاص داده‌اند. که در بیشترین مقدار این رقم به ۹۴ درصد رسیده است. میانگین ارزش آفرینی شرکت‌ها عدد متوسط ۵۰ درصد را نشان می‌دهد که با توجه به وجود انحراف معیار پایین اینگونه تفسیر می‌شود که داده‌های ارزش آفرینی شرکت‌ها پراکندگی زیادی نسبت به میانگین ندارند.

### تکانه (۱): آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

متغیرهای پژوهش	نماد	ملاحظات	میانگین	کمترین	بیشترین	انحراف معیار	جولگی	پایداری
جریان‌های نقدی	CF	۱۱۳۰	۰/۸۵	۰/۰۸	۳/۳۷	۰/۶۵	۱/۵۳۳	۵/۲۳۲
بهره‌وری کارکنان	EMP	۱۱۳۰	۰/۲۲	۰/۰۰۰۲	۱/۱۲	۰/۲۵	۱/۵۹۷	۵/۲۰۵
فرصت رشد	GROWTH	۱۱۳۰	۰/۶۷	۰/۰۷	۱/۲۸	۰/۳۱	۰/۱۷۲	۲/۰۳۷
مالکیت نهادی شبه‌دولتی	POL INST	۱۱۳۰	۰/۲۵	۰	۰/۹۳	۰/۲۶	۰/۹۴	۲/۶۰
سرمایه‌گذاری	INVEST	۱۱۳۰	-۰/۱	-۰/۳۱	-۰/۰۱	۰/۰۶	-۰/۰۶	۳/۵۵
اهرم مالی	LEV	۱۱۳۰	۰/۶۱	۰/۲۸	۰/۸۹	۰/۱۴	-۰/۲۴	۲/۳۷۶
بله‌ی بلندمدت به کل بله‌ی	LTD	۱۱۳۰	۰/۱۰	۰/۰۲	۰/۳۵	۰/۰۷۹	۱/۱۶۵	۳/۶۵۹
نرخ بازده دارایی	ROA	۱۱۳۰	۰/۱۴۲	-۰/۰۴	۰/۴۱	۰/۱۰۳	۰/۶۶۷	۲/۷۷۴
نرخ رشد فروش	SALESGROWTH	۱۱۳۰	۰/۱۸	-۰/۷۴	۲/۷۳	۰/۳۳	۱/۳۷	۹/۲۶
اندازه شرکت	SIZE	۱۱۳۰	۱۴/۱۰	۱۰/۸۲	۱۹/۲۵	۱/۴۷	۰/۸۶	۳/۸۱
معیار ارزش آفرینی	SCOREVBM	۱۱۳۰	۰/۵۰	۰/۰۷	۰/۹۸	۰/۱۷	۰/۲۹	۲/۶۴
عمر شرکت	AGE	۱۱۳۰	۳/۵۵	۲/۳۰	۴/۱۹	۰/۴۰	-۰/۷۳	۲/۷۴
دارایی مشهود به کل	TANG	۱۱۳۰	۰/۲۵	۰/۱	۰/۸۶	۰/۱۷	۱	۳/۶۱
بازده سهام	YIELD	۱۱۳۰	۰/۲۶	-۰/۵۲	۲/۰۳	۰/۶۶	۱/۲۷	۳/۹۹
آمار توصیفی متغیرهای مجازی پژوهش								
متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد مشاهدات	فراوانی	فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی	فراوانی	فراوانی
شرکت‌های دولتی	GOV	۱۱۳۰	۶۹۱	۴۳۹	۶۱/۱۵	۶۱/۱۵	۳۸/۸۵	۳۸/۸۵
شرکت‌های زیان‌ده	LOSS	۱۱۳۰	۱۰۳۷	۹۳	۹۱/۷۷	۹۱/۷۷	۸/۲۳	۸/۲۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## آمار استنباطی

### آزمون ریشه واحد (مانایی) متغیرهای پژوهش

قبل از برآورد مدل رگرسیون بر روی داده‌ها، الزام است مانایی<sup>۱</sup> تک‌تک 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 لوین، لین و چو<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون وجود ریشه واحد یا به طور معادل، عدم مانایی متغیرها می‌باشد که اگر سطح معناداری کمتر از ۵ درصد باشد فرض صفر رد می‌شود و متغیرها مانا هستند. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد است نشان‌دهنده این است که متغیرها مانا هستند. در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

### نتایج فرضیه اول پژوهش

صحيح 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 خودهمبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی می‌باشد. یکی از روش‌های مرسوم برای بررسی وجود یا عدم وجود خودهمبستگی بین مقادیر خطا در وقفه اول از آزمون دوربین واتسون<sup>۳</sup> 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 هم‌خطی متغیرهای توضیحی در مدل، عامل تورم واریانس<sup>۴</sup> می‌باشد. اگر ضرایب مدل برآورد شده کمتر از عدد ۱۰ باشد، مشکل هم‌خطی وجود نخواهد داشت (افلاطونی، ۱۳۹۴، ۱۲۷). 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 جاکوبو برا استفاده گردید. در نگاره (۲) نتایج مربوط به مفروضات کلاسیک فرضیه اول پژوهش به شرح زیر ارائه گردید.

1. Levin, Lin & Chu

2. Levin, Lin & Chu

3. Durbin & Watson

4. Durability

## نگاره (۲): نتایج مفروضات کلاسیک رگرسیون

شرح	آزمون ناهمسانی واریانس		آزمون خودهمبستگی		نرمال بودن مقادیر خطا	
	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری
فرضیه ۱-۱	۱/۴۹	۰/۰۵۱	۴/۶۶	۰/۰۰۹	۰/۶۳۱	۰/۷۲
فرضیه ۱-۲	۰/۹۳	۰/۵۶۷	۲/۳۵	۰/۰۹۶	۱/۷۹۴	۰/۴۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

از آنجایی که سطح معناداری آزمون ناهمسانی واریانس در هر دو فرضیه بیش از ۵ درصد می‌باشد فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس خطاها در سطح ۵ درصد تأیید می‌گردد؛ بنابراین ناهمسانی واریانس وجود ندارد؛ و در فرضیه فرعی اول با توجه به سطح معناداری خودهمبستگی مرتبه دوم وجود دارد؛ و همچنین نرمال بودن مقادیر خطا با توجه به سطح معناداری آماره جاک بک برا تأیید می‌گردد. قبل از برآورد مدل ابتدا باید نسبت به درون‌زایی متغیرهای پژوهش اطمینان حاصل کرد و در صورت وجود مشکل درون‌زایی نسبت به رفع آن اقدام کرد. بدین منظور قبل از برآورد مدل در هر فرضیه ابتدا درون‌زایی متغیرهای مستقل پژوهش از طریق آزمون دورین وو و هاسمن سنجیده می‌شود. نتایج این آزمون در خصوص فرضیه فرعی اول و دوم در نگاره (۳) آورده شده است.

## نگاره (۳): نتایج آزمون درون‌زایی وو و هاسمن در فرضیه اول

فرضیه	مقدار	سطح اهمیت	نتیجه
فرعی اول	۵/۶۵۷	۰/۱۲۹۵	ندارد
فرعی دوم	۸/۳۸۵	۰/۱۳۶۲	ندارد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون در هر دو فرضیه نشان از آن دارد با توجه به آنکه سطح اهمیت در هر دو مدل بالاتر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین مشکل درون‌زایی متغیرها در مدل وجود ندارد و استفاده از روش رگرسیون معمولی منجر به ایجاد تورش درون‌زایی نمی‌گردد. 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 نگاره (۴) ارائه شده است. در این فرضیه از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی و برای بررسی معناداری کل مدل از

آماره F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره محاسبه شده در نگاره (۴) (معناداری مدل) ۰/۰۰۰۰۰ مشخص می‌گردد که مدل معنادار بوده و حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر است. مقدار دوربین واتسون برآورد شده برابر با ۲/۳۳ است و از آنجایی که مقدار محاسبه شده در محدوده بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین این مقدار بیانگر این موضوع است که بین باقیمانده‌ها خودهمبستگی نوع اول وجود ندارد. ولی با توجه به وجود خودهمبستگی مرتبه دوم، برای تخمین مدل از اتورگرسیو مرتبه اول استفاده گردید.

#### تکانه (۴): نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

$\text{VBM SCORE}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{POLGOV}_{it} + \beta_2 \text{TANG}_{it} + \beta_3 \text{AGE}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{LVG}_{it} + \beta_6 \text{SALESGRWTH}_{it} + \beta_7 \text{MB}_{it} + \beta_8 \text{INDUSTRY\_DUMMIES}_{it} + \beta_9 \text{PERIOD}_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای معیار	آماره تی استیودنت	سطح معنی‌داری	نورم واریانس متمرکز
عرض از مبدأ	۰/۳۹	۰/۴۳	۹/۰۷	۰/۰۰۰۰	
مالکیت دولتی (POLGOV)	۰/۰۸	۰/۰۲	۴/۰۴	۰/۰۰۰۰	۲/۶۹
دارایی مشهود به کل دارایی‌ها (TANG)	-۰/۰۲	۰/۰۷	-۰/۳۱	۰/۷۵	۵/۷۹
عمر شرکت (AGE)	۰/۰۰۷	۰/۰۲۷	۰/۲۷۵	۰/۷۸۳	۱/۱۹
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۹	-۰/۲۰۹	۰/۸۳۴	۱/۵۵
اهرم مالی (LVG)	-۰/۱۹۵	۰/۰۶۲	-۳/۱۱۵	۰/۰۰۲	۱/۱۷
نرخ رشد فروش (SALESG)	-۰/۰۱۶	۰/۰۳۳	-۰/۴۹۷	۰/۶۱۹	۲/۰۸
ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)	۰/۰۲۳	۰/۰۰۸	۲/۷۸۷	۰/۰۰۵	۸/۱۱
اتورگرسیو مرتبه اول (AR(1))	۰/۲۴۳	۰/۰۵۵	۴/۳۴۶		
اثرات صنعت و دوره زمانی			کنترل شد		
ضریب تعیین	۰/۳۵	آماره دوربین واتسون		۲/۳۳	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۹	آماره معناداری مدل (F)		۶/۱۶	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل مالکیت دولتی (POLGOV) برابر با (۰/۰۰۰) می‌باشد که مقدار آن کمتر از ۵ درصد هست، بنابراین نتایج مدل نشان‌دهنده آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد مالکیت دولتی اثر معناداری بر متغیر وابسته ارزش آفرینی دارد و با توجه به اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر با ۰/۰۸ 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 تأیید 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 ۵ درصد می‌باشند رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش یعنی ارزش آفرینی وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده در نتایج برآورد شده مدل رگرسیونی این فرضیه برابر با ۲۹ درصد می‌باشد که این مقدار بیانگر این است که حدود ۲۹٪ رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. با توجه به این که مقادیر هیچ کدام از متغیرهای توضیحی در نگاره (۴) پژوهش بیش از ۱۰ نمی‌باشد می‌توان بیان کرد که بین متغیرهای توضیحی همبستگی خطی شدیدی وجود ندارد. این موضوع نشان‌دهنده آن است که هم‌خطی بین متغیرهای مستقل اثر نامطلوبی بر برآوردگرهای روش حداقل مربعات ندارد.

فرضیه فرعی دوم پژوهش به بررسی ارتباط بین شرکت‌های با مالکیت نهادی شبه‌دولتی 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  $F$  محاسبه‌شده در نگاره (۵) که کمتر از ۵ درصد است، مدل معنادار بوده و حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر است. مقدار دوربین واتسون برآورد شده برابر با ۱/۸۰ است و از آنجایی که مقدار محاسبه‌شده در محدوده بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین این مقدار بیانگر این موضوع است که بین باقیمانده‌ها خودهمبستگی نوع اول وجود ندارد.

## نگاره (۵): نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

VBM SCORE <sub>it</sub> = $\alpha$ + $\beta_1$ POLINST <sub>it</sub> + $\beta_2$ TANG <sub>it</sub> + $\beta_3$ AGE <sub>it</sub> + $\beta_4$ SIZE <sub>it</sub> + $\beta_5$ LVG <sub>it</sub> + $\beta_6$ SALESGRWTH <sub>it</sub> + $\beta_7$ MB <sub>it</sub> + $\beta_8$ INDUSTRY_DUMMIES <sub>it</sub> + $\beta_9$ PERIOD <sub>it</sub> + $\epsilon_{it}$					
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای معیار	آماره تی استیودنت	سطح معنی‌داری	تورم واریانس متمرکز
عرض از مبدأ	۰/۳۵۵	۰/۰۳۶	۹/۸۴۸	۰/۰۰۰۰	
مالکیت نهادی شبه‌دولتی (POLINST)	-۰/۰۶	۰/۰۳۱	-۱/۹۸۸	۰/۰۴۷۷	۲/۶۹
نسبت دارایی مشهود به کل دارایی‌ها (TANG)	۰/۱۰	۰/۰۰۶	۱/۶۶۵	۰/۰۹۶	۵/۷۹
عمر شرکت (AGE)	-۰/۰۰۶	۰/۰۲۲	-۰/۲۹۳	۰/۷۶۹	۱/۱۹
اندازه شرکت (SIZE)	۰/۰۱۲	۰/۰۰۶	۱/۸۱۲	۰/۰۷۰	۱/۵۵
اهرم مالی (LVG)	-۰/۲۲	۰/۰۵۸	-۳/۷۸۴	۰/۰۰۰۲	۱/۱۷
نرخ رشد فرو (SALES)	۰/۰۱۲	۰/۰۳۵	۰/۳۴۸	۰/۷۲۷	۲/۰۸
ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)	۰/۰۴۶	۰/۰۰۸	۵/۷۷۲	۰/۰۰۰۰	۸/۱۱
اثرات صنعت و دوره زمانی			کنترل شد		
ضریب تعیین	۰/۳۷	آماره F		۶/۶۴	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۱	آماره دوربین واتسون			۱/۸۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل مالکیت نهادی وابسته به دولت (POLINST) برابر با ۰/۰۴۷۷ می‌باشد که مقدار آن کمتر از ۵ درصد هست، بنابراین نتایج مدل نشان‌دهنده آن است که در سطح اطمینان ۹۵ 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 ۰/۰۶۲- هست، مشخص می‌گردد که مالکیت نهادی شبه‌دولتی اثر منفی و معناداری بر متغیر وابسته دارد که این نتیجه، فرض وجود رابطه معنادار در فرضیه فرعی دوم را تأیید می‌کند. می‌توان نتیجه گرفت که زمانی که درصد مالکیت نهادی شبه‌دولتی در شرکت‌ها افزایش می‌یابد، میزان ارزش آفرینی در شرکت‌ها نیز کاهش می‌یابد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اهرم مالی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری کمتر از ۵ 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 ۳۱ درصد می‌باشد که این مقدار بیانگر این است که حدود ۳۱ درصد رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. با توجه به این که مقادیر هیچ کدام از متغیرهای توضیحی در نگاره (۵) پژوهش بیش از ۱۰ نمی‌باشد می‌توان بیان کرد که بین متغیرهای توضیحی همبستگی خطی شدیدی وجود ندارد.

## نتایج فرضیه دوم پژوهش

با توجه به ماهیت مدل‌های پژوهش در فرضیه سوم و احتمال وجود مشکل درون‌زایی در مدل‌ها از آزمون دوربین وو و هاسمن استفاده گردید.

## نگاره (۶): نتایج آزمون درون‌زایی مدل (وو و هاسمن) فرضیه دوم

مشکل درون‌زایی	سطح معناداری	درجه آزادی	مقدار	متغیرهای پژوهش
دارد	۰/۰۰۰۰	۹	۱۵۳/۶۵۰۷	فرضیه فرعی اول
دارد	۰/۰۰۰۰	۹	۹۲/۹۱۹۵۳	فرضیه فرعی دوم
دارد	۰/۰۰۰۷	۱۰	۳۰/۳۶۵۸	فرضیه فرعی سوم و چهارم

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که در نگاره (۶) مشاهده می‌شود با توجه به سطح معناداری هر سه مدل که پایین‌تر از ۵ درصد می‌باشد فرض صفر مبنی بر برون‌زایی متغیرها رد و در سطح اطمینان ۹۵ درصد متغیرها درون‌زایی می‌باشند. با توجه به ماهیت مدل‌های پژوهش در فرضیه دوم و وجود مشکل درون‌زایی در مدل به‌منظور تخمین معادله از الگو تلفیقی پویا و از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) آرلانو و باور (۱۹۹۵) 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 نگاره (۷) آمده است:

## نگاره (۷): نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

EMP-PROD = $\alpha + \beta_1 \text{POLGOVE}_{it} + \beta_2 \text{CF}_{it} + \beta_3 \text{LOSS}_{it} + \beta_4 \text{LTD}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{LVG}_{it} + \beta_7 \text{SALESGROW}_{it} + \beta_8 \text{ROA}_{it} + \epsilon_{it}$				
سطح معنی‌داری	آماره‌تی استیودنت	خطای معیار	ضریب متغیر	متغیرهای پژوهش
۰/۰۰۰۲	۳/۷۰۸	۰/۰۴۱	۰/۱۵۳	مالکیت دولتی (POLGOV)
۰/۰۰۰۵	-۳/۵۰۹	۰/۰۲۷	-۰/۰۹۵	جریان نقدی (CF)
۰/۰۶۸	۱/۸۲۶	۰/۱۰۴	۰/۱۹۰	شرکت‌های زیان‌ده (LOSS)
۰/۰۰۰۰	-۵/۱۷۶	۰/۱۶۳	-۰/۸۴۴	بدهی بلندمدت به کل بدهی (LTD)
۰/۱۶۹۵	-۱/۳۷۶	۰/۰۴۰	-۰/۰۵۵	اندازه شرکت (SIZE)
۰/۴۷۴	-۰/۷۱۵	۰/۲۵۰	-۰/۱۷۹	اهرم مالی (LVG)
۰/۸۹۶	-۰/۱۳۰	-۰/۰۴۵۶	-۰/۰۰۵	نرخ رشد فروش (SALES GROW)
۰/۰۰۰۰	۱۴/۳۷۱	۰/۱۰۵	۱/۵۱۲	نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)
	۰/۰۰۰۰	Wald-Test	۳۶/۵۸۰	J-statistic
۴۴	Instrument Rank		۰/۴۴۱	Sargan-Test

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی معتبر بودن ماتریس متغیرهای ابزاری الگوی فوق با استفاده از آزمون سارگان، نشان از معتبر بودن متغیرهای ابزاری انتخابی در سطح خطای پنج درصد دارد. براین اساس هیچ گونه همبستگی معنی داری بین اجزاء خطا و ابزارهای بکار گرفته شده در سطح خطای مورد نظر وجود ندارد. براساس آزمون والد نیز فرضیه صفر بودن تمام ضرایب در سطح خطای پنج درصد رد می شود. در نتیجه اعتبار الگوی ارائه شده در این سطح از خطا تأیید می شود. نظر به اینکه آماره‌های تشخیصی الگو، نتایج حاصل از برآورد مدل را رد نمی کند بنابراین می توان تأثیر متغیرهای الگو بر متغیر وابسته را مورد بررسی قرار داد. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل مالکیت دولتی برابر با ۰/۰۰۰۲ می باشد که مقدار آن کمتر از ۵ درصد هست، بنابراین نتایج مدل نشان دهنده آن است که در سطح اطمینان ۹۵٪ مالکیت دولتی رابطه معناداری با متغیر وابسته (بهره‌وری نیروی انسانی) دارد و با توجه به اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر با ۰/۱۵۳ هست، مشخص می گردد که مالکیت دولتی اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد که این نتیجه، فرض وجود رابطه معنادار در فرضیه فرعی اول را تأیید می کند. این نتایج نشان می دهد 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 می گردد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری جریان‌ات نقدی، نسبت بدهی بلندمدت به کل بدهی‌ها، نرخ بازده دارایی‌ها کمتر از ۵ درصد می باشد؛ 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 نگاره (۸) ارائه شده است.

#### نگاره (۸): نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

EMP-PROD = $\alpha + \beta_1 \text{POLINST}_{it} + \beta_2 \text{CF}_{it} + \beta_3 \text{LOSS}_{it} + \beta_4 \text{LTD}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{LVG}_{it} + \beta_7 \text{SALES GROW}_{it} + \beta_8 \text{ROA}_{it} + \epsilon_{it}$				
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
مالکیت شبه دولتی (POLINST)	-۰/۱۷۳	۰/۰۶۵	-۲/۶۲۴	۰/۰۰۹
جریان‌ات نقدی (CF)	۰/۰۳۷	۰/۰۷۰	۰/۵۳۵	۰/۵۹۳
شرکت‌های زیان‌ده (LOSS)	۰/۰۹۶	۰/۰۶۱	۱/۵۶۷	۰/۱۱۸
بدهی بلندمدت به کل بدهی‌ها (LTD)	-۰/۴۱۲	۰/۲۸۸	-۱/۴۲۹	۰/۱۵۴
اندازه شرکت (SIZE)	۰/۰۱۴	۰/۰۶۳	۰/۲۳۳	۰/۸۱۵
اهرم مالی (LVG)	۱/۱۲۹	۰/۹۰۵	۱/۲۴۷	۰/۲۱۳
نرخ رشد فروش (SALES GROWTH)	۰/۰۴۵	۰/۰۵۹	۰/۷۵۹	۰/۴۴۸
نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)	۱/۵۴۲	۰/۲۱۱	۷/۲۸۶	۰/۰۰۰
J-statistic	۱۸/۱۲۷	Wald-Test	۰/۰۰۰	
Sargan-Test	۰/۸۷۱	Instrument Rank		۳۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر



نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که با توجه به آنکه سطح معناداری متغیر مالکیت شبه‌دولتی کمتر از ۵٪ می‌باشد (۰/۰۰۹) و همچنین ضریب متغیر مالکیت شبه‌دولتی منفی (۰/۱۷۳-) می‌باشد؛ بنابراین نتیجه فرضیه فرعی دوم نشان می‌دهد که مالکیت شبه‌دولتی ارتباط منفی و معناداری با بهره‌وری نیروی کار دارد. این نتیجه حاکی از آن است که با افزایش میزان مالکیت شبه‌دولتی‌ها بر شرکت‌های سرمایه‌پذیر میزان اشتغال افزایش یافته و به این صورت بهره‌وری نیروی کار کاهش می‌یابد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیر کنترلی نرخ بازده دارایی‌ها 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 موردنظر 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. در فرضیه سوم و چهارم فرعی پژوهش به بررسی تأثیر مالکیت دولتی و شبه‌دولتی بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری پرداخته شد. نتایج حاصل این آزمون در نگاره (۹) ارائه شده است.

#### نگاره (۹): نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم و چهارم

INVESTMENT = $\alpha + \beta_1 \text{POLGOV} + \beta_2 \text{POLINST} + \beta_3 \text{GRWTHOPP} + \beta_4 \text{CF} + \beta_5 \text{LOSS} + \beta_6 \text{LTD} + \beta_7 \text{SIZE} + \beta_8 \text{LVG} + \beta_9 \text{ROA} + \beta_{10} \text{SALES GROW} + \varepsilon$				
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای معیار	آماره تی استیودنت	سطح معنی‌داری
مالکیت دولتی (POLGOV)	-۰/۱۹۱	۰/۰۲۷۳	-۷/۰۱	۰/۰۰۰
مالکیت شبه‌دولتی (POLINST)	-۰/۰۸۶	۰/۰۳۳	-۲/۵۷۵	۰/۰۱۱
فرصت رشد (GROWTH.OPP)	-۰/۰۶۲	۰/۰۱۸	-۳/۳۰۴	۰/۰۰۱
جریان نقدی (CF)	۰/۰۲۰	۰/۰۱۸	۱/۰۸۲	۰/۲۸
شرکت‌های زیان‌ده (LOSS)	-۰/۵۰۸	۰/۳۲۷	-۱/۵۵۲	۰/۱۲۲
بدهی بلندمدت به کل بدهی‌ها (LTD)	۰/۲۲۱	۰/۱۲۱	۱/۸۲۶	۰/۰۷
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۵	۰/۰۳۲	-۰/۱۶۴	۰/۸۷
اهرم مالی (LVG)	۰/۹۴	۰/۳۶۹	۲/۵۵۷	۰/۰۱۱
نرخ رشد فروش (SALES G)	-۰/۱۷۵	۰/۰۱۳	-۱۳/۱۳۷	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)	۰/۱۷۰	۰/۱۰۸	۱/۵۷۳	۰/۱۱۷
J-statistic	۱۹/۴۶۹	Wald-Test	۰/۰۰۰۰	
Sargan-Test	۰/۷۲۶	Instrument Rank		۳۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج نگاره (۹) نشان می‌دهد سطح معناداری متغیرهای مالکیت دولتی و شبه‌دولتی پایین‌تر از ۵ درصد می‌باشد بنابراین ارتباط معناداری میان متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب منفی هر دو متغیر مالکیت دولتی (۰/۱۹۱-) و متغیر مالکیت شبه‌دولتی (۰/۰۸۶-) نشان‌دهنده ارتباط منفی و معناداری بین شاخص‌های ارتباطات سیاسی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. نتایج بررسی این فرضیه نشان می‌دهد که با افزایش ارتباطات سیاسی در شرکت‌ها میزان کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. همچنین متغیرهای کنترلی فرصت رشد، اهرم مالی و نرخ رشد فروش 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 گرفته‌شده در سطح خطای موردنظر وجود ندارد. براساس آزمون والد نیز فرضیه صفر بودن تمام ضرایب در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود. در نتیجه اعتبار الگوی ارائه‌شده در این سطح از خطا تأیید می‌شود.

### 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 ۱۱۳ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۸۷ بررسی شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی ترکیبی در طی دوره پژوهش استفاده شده است. 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 به‌عنوان محور اصلی موردتوجه 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 تأثیرگذار 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 می‌کنند که مدیران دولتی با استفاده از این معیارها با اتخاذ تصمیمات منطقی به مهم‌ترین اهداف شرکت که همان کسب سود در کوتاه‌مدت و افزایش ثروت اقتصادی

مالکان در بلندمدت است دست یابند. درنهایت، این امر باعث می‌شود که دولت در اجرای وظایف حمایتی و افزایش کارایی، موفق گردد و راه برای نیل به توسعه خوداتکا 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 سرمایه‌گذاران معمولاً ترجیح می‌دهند نقدینگی‌های خود را در بازارهایی سرمایه‌گذاری که حداکثر ارزش را برای وی به همراه داشته باشد. از این رو دولت در تلاش است با تدوین استراتژی با رویکرد ارزش‌آفرینی در شرکت‌های تحت پوشش خود به رونق بازار سرمایه و هدایت منابع سرگردان به سمت آن اقدام نماید. به-کارگیری دستگاه‌های نوین مدیریتی مانند مدیریت مبتنی بر ارزش این پیام را به بازار منتقل می‌کند که مدیران دولتی به عملکرد شرکت نگاه بلندمدت دارند و بر ارزش‌آفرینی تأکید می-کنند. یافته‌های این فرضیه مطابق با نتایج معلول و همکاران (۲۰۱۸)، لاله ماژین و همکاران (۱۳۹۶) و هی و چن (۲۰۲۱) است.

همچنین در فرضیه فرعی دوم وجود رابطه منفی و معناداری بین شرکت‌های با مالکیت نهادی شبه‌دولتی و ارزش‌آفرینی تأیید گردید این بدین معناست که هر چه درصد مالکیت نهادی شبه‌دولتی در این شرکت‌ها بیشتر باشد ارزش‌آفرینی کاهش می‌یابد. دلیل این امر را می‌توان در عامل کارایی عملیاتی جستجو کرد. یکی از محرک‌های اصلی ارزش‌آفرینی در شرکت‌ها، کارایی عملیاتی می‌باشد. در این پژوهش از دو معیار مهم بهره‌وری نیروی انسانی و سرمایه-گذاری به عنوان شاخص‌های تعیین کارایی عملیاتی بهره گرفته شد. نتایج پژوهش نشان از آن دارد که شرکت‌های دولتی توانسته‌اند با استفاده بهینه از نیروی انسانی و جلوگیری از اشتغال مازاد نیروی انسانی، میزان بهره‌وری نیروی انسانی را افزایش داده و موجبات ارزش‌آفرینی برای سهامداران را بر اساس نتایج فرضیه اصلی اول پژوهش فراهم آورند. یافته‌های این پژوهش با نتایج پژوهش سعید و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت ندارد.

همچنین نتایج فرضیه فرعی دوم نشان از آن دارد که شرکت‌های شبه‌دولتی رابطه منفی و معناداری با نسبت بهره‌وری نیروی انسانی دارد. اشتغال مازاد یک منبع بالقوه اختلال در عملکرد است. سیاست‌مداران با دانستن این موضوع که بیکاری مشکل اجتماعی مهمی در ایران است، به منظور حداکثرسازی حمایت انتخاباتی در حوزه‌های انتخابی، سیاست‌مداران همواره پیش از انتخابات مهم فرصت‌های اشتغال را برای حامیان خود در شرکت‌های مرتبط سیاسی فراهم می-کنند؛ و متقابلاً شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی در رقابت برای انتقال ثروت ممکن است

حمایت از حزب سیاسی خود را برگزینند و درازای آن انتظار حمایت در هنگام دشواری مالی توسط آن حزب سیاسی را داشته باشند. این اشتغال بیش از میزان برخلاف منافع سهامداران نهادی و اقلیت می‌باشد نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های سعید و همکاران (۲۰۱۵) و برتراند (۲۰۰۷) مطابقت دارد؛ و همچنین می‌توان بیان کرد که نتایج این فرضیه با نتایج فرضیه اول مبنی بر پایین بودن ارزش آفرینی در شرکت‌های شبه‌دولتی منطبق می‌باشد.

نتایج فرضیه فرعی سوم و چهارم نشان از آن دارد که شرکت‌های دولتی و شبه‌دولتی در بخش سرمایه‌گذاری بهینه نتوانسته‌اند موفق عمل کنند. به‌طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت‌ها تنها در تمام پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری نمایند. علاوه بر این کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو مصرف منابع در حد فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود؛ و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود. با توجه به نتایج فرعی سوم و چهارم مبنی رابطه منفی بین شرکت‌های دولتی و شبه‌دولتی و کارایی سرمایه‌گذاری به نظر می‌رسد که این شرکت‌ها نتوانسته‌اند در بخش جذب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کرده یا منجر به هدر رفت بیش از حد منابع گردیده‌اند. با توجه به نتایج پژوهش نقش مدیران عامل شرکت‌ها در ناکارایی سرمایه‌گذاری، مشهود است. به نظر می‌رسد که انتصاب مدیران بر اساس روابط تا ضوابطی از قبیل دانش و تخصص مشکلی است که هنوز شرکت‌های مرتبط سیاسی با آن مواجه هستند و در صورت که چاره‌ای در این خصوص اندیشیده نشود در بلندمدت تبعات مالی جدی به همراه خواهد داشت. اگر شرکت مبلغ بسیار زیادی را به‌صورت ناکارا سرمایه‌گذاری کند، شرکت با هزینه استهلاک بالا و سایر هزینه‌های غیرضروری مواجه خواهد شد.

همچنین نقش مدیران مالی را نمی‌توان در این وضعیت نادیده گرفت. تهیه بودجه‌بندی سرمایه‌ای مهم‌ترین وظیفه مدیران مالی شرکت‌هاست. مدیران مالی شرکت‌ها باید با تهیه بودجه‌بندی سرمایه‌ای مدیران را در خصوص میزان درآمد و هزینه هر پروژه و میزان وجوهی که برای هر سرمایه‌گذاری لازم است، مطلع سازند. تا مدیران بتوانند در خصوص انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری تصمیماتی بهینه‌ای اتخاذ نمایند. به نظر می‌رسد که شرکت‌های مرتبط سیاسی روش‌های نوین ارزیابی پروژه‌ها سرمایه‌گذاری را نادیده و یا کم‌اهمیت تلقی می‌کنند.

همچنین نتایج فرضیه چهارم نشان می‌دهد که دسترسی به سرمایه خارجی زیاد از طریق ارتباطات سیاسی، شرکت‌های شبه‌دولتی را به سرمایه‌گذاری‌های پایین‌تر از حد بهینه تشویق می‌کند. از سوی دیگر، ارتباطات سیاسی ممکن است با مداخله شدید دولت و انحراف از اهداف نهایی شرکت همراه باشد. بنابراین، برای دستیابی به اهداف اجتماعی یا سیاسی که دولت به آن‌ها علاقه دارد، مدیران ارشد شرکت‌ها مجبور می‌شوند در پروژه‌های غیر سودآور سرمایه‌گذاری کنند؛ پروژه‌هایی که از لحاظ سیاسی مطلوب است ولی موجب ناکارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد ضعیف شرکت می‌شود. نتایج این پژوهش با نتایج پن و تیان (۲۰۱۷) مطابقت دارد. دلیل اینکه چرا شرکت‌های شبه‌دولتی به انجام فعالیت‌های اقتصادی ناکارآمد خود ادامه می‌دهند بدون اینکه با ورشکستگی مواجه شوند در این حقیقت نهفته است که سیاست‌مداران مرتبط شرکت را با استفاده از بودجه دولتی کمک می‌کنند زیرا زنده نگه‌داشتن این شرکت‌ها برای تداوم استخراج مزیت‌های سیاسی و مزایای دیگر برای سیاست‌مداران ارزشمند است.

به‌طور کلی، در خصوص ارتباط بین شرکت‌های شبه‌دولتی و ارزش‌آفرینی و کارایی عملیاتی می‌توان ادعا کرد که وجود ارتباط سیاسی نه تنها رفتار مدیران را در ارتباط با انجام وظیفه مستحکم‌تری 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. بنابراین، پیشنهاد می‌شود برای رفع اثرات نامطلوب اقتصاد سیاسی، اجرای اصل ۴۴ 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 و اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد که با توجه به وجود رابطه مثبت بین شرکت‌های دولتی و ارزش‌آفرینی امکان مدیریت سود کاهشی

بانگیزه 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، چراکه کارایی سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت تأثیرگذار می‌باشد. از آنجایی که پژوهش‌های متعددی از جمله این پژوهش نشان می‌دهد که وجود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی می‌تواند آثار زیانباری از جمله ناکارایی سرمایه‌گذاری، پایین بودن ارزش آفرینی و... بر جای بگذارد. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد قوانین سخت‌گیرانه‌تری در خصوص این گونه شرکت‌ها اعمال کند. پیشنهاد در این خصوص می‌توان به تعیین سقف خرید سهام برای شرکت‌های شبه‌دولتی است تا فضای بیشتری برای بخش خصوصی وجود داشته باشد تا رقابت‌پذیری افزایش یابد. همچنین ایجاد تسهیلات مالی لازم برای بخش خصوصی فعال نیز می‌توان به افزایش رغبت بخش خصوصی در بخش سهامداری و کاهش حضور شرکت‌های شبه‌دولتی منجر شود. پیشنهاد سوم برای افزایش حضور بخش خصوصی می‌توان به دریافت مالیات عملکرد بیشتر برای شرکت‌های با مالکیت شبه‌دولتی و ایجاد تشویق‌های مالیاتی برای بخش خصوصی واقعی بیان کرد.

شواهد تجربی نشان داده است که استقرار نظام راهبری شرکتی مناسب، موجب کاهش هزینه نمایندگی و در نهایت منجر افزایش ارزش آفرینی شرکت‌ها می‌گردد، بنابراین 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.

## منابع

- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۴). تجزیه و تحلیل آماری با EViews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، چاپ دوم، تهران، انتشارات ترمه.
- برادران حسن زاده، رسول؛ ابیضی، عیسی؛ نامور، رامین. (۱۳۹۸). تأثیر ارتباطات سیاسی بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت با تأکید بر رقابت بازار محصول. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۹(۱)، ۲۴۱-۲۶۰.
- بادآور نهندی، یونس؛ تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۷). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت. فصلنامه علمی-پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲)، ۱۸۱-۱۹۸.
- حبیب زاده بایگی، سید جواد؛ دارابی، رویا. (۱۳۹۵). نقش مالکیت دولتی بر معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون فازی. دو فصلنامه علمی - پژوهشی حسابداری دولتی، ۳(۱)، ۹-۲۰.
- رهنمای رودپشتی، فریدون، نیکو مرام، هاشم؛ شاهوردیانی، شادی. (۱۳۹۰). مدیریت مالی راهبردی. چاپ اول، تهران، انتشارات حکیم‌باشی.
- رهنمای رودپشتی، فریدون، حسینی، سید حسین؛ جعفری، محسن. (۱۳۹۰). بررسی نقش حمایت دولتی در ارزش آفرینی شرکت‌های بخش خصوصی. خط‌مشی‌گذاری عمومی در مدیریت، ۳(۳)، ۱-۱۶.
- سجادی، سیدحسن؛ خوانساری، نیکو؛ قربانی، رامین. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر ارزش آفرینی با تأکید بر رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۳(۲)، ۲۳-۴۶.
- فخاری، حسین؛ رسولی، شادی. (۱۳۹۲). بررسی اثر محافظه‌کاری و کیفیت ارقام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۲)، ۸۱-۱۰۰.
- قادری، بهمن؛ دیدار، حمزه؛ کفعمی، مهدی. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین هزینه‌های سیاسی و شکاف مالیاتی: شواهدی تجربی از بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸(۴)، ۱۶۱-۱۹۴.
- لاله ماژین، مریم؛ زلفی، حسن؛ بیات، مرتضی؛ سبحانی، علی. (۱۳۹۶). تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۶)، ۱۷۰-۱۵۱.
- Aflatooni, A.(2015). Statistical Analysis using EViews in Accounting and Financial Management research, 2nd ed. Termeh Publication (in Persian).
- Baradaran hassanzadeh, R., Abyazi, E., Namvar, R.(2019). The Impact of Political Connection on Corporate Social Responsibility with emphasis on Product Market Competition. *Empirical Research in Accounting*, 9(1),241-260 (in Persian).

- Badavar Nahandi, Y., Taghizadeh Khanqah, V.(2018). The Impact of Political Connections on Overinvestment and Firm Performance. *Accounting and Auditing Review*, 25(2), 181-198. doi: 10.22059/acctgrev.2018.252255.1007834 (in Persian).
- Boubakri, N., Cosset, J., & Walid, S.(2012). The Impact of Political Connections on Firms' Operating Performance and Financing Decisions. *J Financ Res*, 35:397-423.
- 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](http://papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm).
- Fakhari, H., Rasooli, S.(2013). The Study of Accruals and Conservatism Effect on Investment Efficiency. *Empirical Research in Accounting*, 2(4), 81-100 (in Persian).
- Faccio, M.(2006). Politically-Connected Frms. *American Economic Review*, 96, 1369 – 386.
- Qaderi, B., Didar, H., Kafami, M.(2017). Political Costs and Tax Gap. *Empirical Research in Accounting*, 8(4), 161-194 (in Persian).
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J.(2009). Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2331–2360.
- He, Xiaoming., Chen, Ao.(2021). Impact of Chinese firms' political connections on EVA performance: the moderating roles of connection heterogeneity and product diversification., *Chinese Management Studies*. Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CMS-09-2020-0377>.
- Habibzadeh Baygi, S., Darabi, R.(2016). The Role of Government Ownership on the Financial and Economic Measures of Firm Performance Using Fuzzy Regression. *Journal of Governmental Accounting and Auditing*, 3(1), 9-20 (in Persian).
- Li, Mingshan.,Sun, Xiaohua., Wang, Yun., Song-Turner, Helen.(2019), The impact of political connections on the efficiency of China's renewable energy firms. *Energy Economics*, Volume 83, September 2019, Pages 467-474.
- Laleh Mazhin, M., Zolfi, H., Bayat, M., Sobhani, A.(2017). The effect of public ownership on the performance of the firms listed on the Tehran stock exchange, *Auditing and financial accounting research*, 9 (36), 151-17 (in Persian).
- 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., & C. Oberholzer-Gee.(2006). Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency: Evidence from 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*, 30, 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*, 76, 15-31.
- Rahnamyrodposhti, F., Nikoomaram, H., Shahverdiani, Sh.(2011). *Strategic Financial Management*, 1st Ed. Hakimbashi Publication (in Persian).
- Rahnamyrodposhti, F, Hosseni, S. H., Jafari M.(2011). Examining the role of governmental support in value creation in privately-held firms. *Iranian Journal of Public Administration Mission*, 2 (3), 1-16 (in Persian).
- Saeed, Abubakr., Belghitar, Yacine., & Clark, Ephraim. (2014). Political Connections and Leverage: Firmlevel Evidence from Pakistan. *Managerial and Decision Economics*, 36, 6, 364-383.
- Sajadi, S., Khansari, N., Ghorbani, R.(2015). Explaining the Role of Corporate Governance on Value Creation with Considering value Based Management. *Applied Research in Financial Reporting*, 3(2), 23-46.(in persian).
- 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.