

بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی با مدیریت مبتنی بر ارزش آفرینی و هزینه نمایندگی: آزمون تئوری اقتصاد سیاسی

حسین جنت مکان

گروه حسابداری، واحد بین المللی کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران
hjannatmakan@yahoo.com

محسن حمیدیان

استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، دانشکده اقتصاد و حسابداری، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
hamidian_2002@yahoo.com

زهره حاجیها

دانشیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شرق، دانشکده اقتصاد و حسابداری، تهران، ایران
drzhajiha@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۱/۱۳ تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۲/۲۹

چکیده

وجود روابط بین شرکت‌ها و شخصیت‌های سیاسی، ناشی از نیازهای متعدد طرفین به یکدیگر است. شرکت‌ها به دلایلی از قبیل ضعف بازار در پشتیبانی از نیازهای واحدهای تجاری، مصون ماندن از هزینه‌های سیاسی و برخورداری از منابع اقتصادی و اطلاعاتی دولت، خواهان برقراری این‌گونه روابط هستند. از سوی دیگر، طرف‌های سیاسی نیز برای دستیابی دولت به اهداف سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی نیاز به حمایت از شرکت‌ها دارند. هدف این پژوهش بررسی تاثیر ارتباطات سیاسی بر شاخص‌های عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش و هزینه نمایندگی است. در این پژوهش از شاخص‌های شرکت‌های دولتی و درصد مالکیت نهادی شرکت‌های وابسته به دولت برای سنجش ارتباطات سیاسی و از رتبه بندی امتیازی چهار معیار مبتنی بر ارزش، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقدی، نرخ بازده سرمایه عملیاتی و ارزش افزوده سهامدار استفاده گردید. به همین منظور، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ده ساله بین سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶ برای ۱۱۳ شرکت استخراج و از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی با استفاده از نرم افزار آماری 9.5 EViews برای آزمون فرضیه‌ها استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های دولتی ارتباط مثبت و معناداری با رتبه بندی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت ارتباط منفی و معناداری با رتبه بندی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد. در فرضیه دوم شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت ارتباط منفی و معناداری با هزینه نمایندگی دارد. همچنین نتایج پژوهش حاکی از عدم ارتباط معنادار بین شرکت‌های با مالکیت دولتی و هزینه‌های نمایندگی دارد.

واژه‌های کلیدی: مدیریت مبتنی بر ارزش، هزینه نمایندگی، ارتباطات سیاسی.

فرانسوی مرتبط با ماموران دولتی نرخ های بالاتری از اشتغال را حین دوره های انتخاباتی نمایش می دهند اما با عملکردی پایین تر همراه است. دومبروسکی^۸ (۲۰۰۸) به این یافته رسید که شرکت های لیتوانی که تنها به احزاب برنده مرتبط بودند عملکرد بهتری داشتند. به همین شکل، دنگ و همکاران^۹ (۲۰۱۷) پی بردند که ارتباطات با سیاست مداران سابق تأثیری بر عملکرد شرکت نداشتند. با وجود اینکه تاکنون پژوهش های متعددی در خصوص ارتباطات سیاسی صورت گرفته اما پژوهشی در خصوص ارزش آفرینی شرکت های مرتبط صورت نگرفته است. از این رو این پژوهش بر آن است با سنجش دقیق ارزش آفرینی با کمک معیارهای مبتنی بر ارزش آفرینی به ارزیابی دقیق عملکرد شرکت ها بپردازد.

در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است. از این رو برای دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می کنند و به ارزیابی عملکرد او می پردازند. اما زمانی که دولت یا دیگر نهادهای سیاسی در نقش مالک در رابطه نمایندگی قرار می گیرد، موضوع تفاوت می کند. پژوهش های صورت گرفته (خان و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۷؛ فاسیو^{۱۱}، ۲۰۰۶؛ دیکو^{۱۲}، ۲۰۱۷) نشان از آن دارد که شرکت ها ممکن است از منابع خود برای مزایای ارتباط سیاسی به جای منفعت سهامداران استفاده کنند. از این رو شرکت ها ممکن است با هدف گمراه سازی عمدی این موارد را از سرمایه گذاران پنهان سازند که خود موجبات در معرض قرار دادن مساله نمایندگی^{۱۳} را فراهم می سازد و منجر به قربانی شدن سهامداران اقلیت^{۱۴} می گردند. در کشورهایی که سیستم حقوقی قدرت کافی برای حمایت از امنیت سرمایه گذاران بخش خصوصی ندارند ارتباط سیاسی یا فقدان آن مانند یک شمشیر دو لبه عمل می کند (بوبری^{۱۵}، ۲۰۱۲).

بررسی اثرات مالکین متفاوت بر شرکت های سرمایه پذیر موضوعی است که در چارچوب اقتصاد سیاسی قابل بررسی است. با توجه به مطالب بیان شده مساله اساسی پژوهش حاضر پاسخ به این سوال است که وجود ارتباط سیاسی در شرکت ها چه پیامدهایی بر ارزش آفرینی و هزینه نمایندگی شرکت ها دارد. انجام این پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران ضروری به نظر می رسد. زیرا کشور ایران یک محیط ایده آل برای بررسی اقتصاد سیاسی است. در ایران نیز روابط سیاسی دارای ابعاد پرنرنگی است. ایران یکی از بالاترین نسبت شرکت های دولتی یا وابسته به دولت را در جهان دارا می باشد. پژوهش صورت گرفته در ایران در خصوص حوزه اقتصاد سیاسی ناچیز بوده امید است با انجام این پژوهش بتواند اطلاعات سودمندی را در اختیار تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری، مسئولان سازمان بورس اوراق

در اقتصادهای نوظهور دولت به عنوان اصلی ترین حامی اقتصاد هر کشور همواره نقش قیم را برای واحدهای اقتصادی در هر جامعه ایفا کرده است. دولت ها به دلیل در اختیار گرفتن قدرت تصمیم گیری در شرکت ها و پیاده کردن سیاست های کلان خود همواره یک سرمایه بزرگ در کشورهای در حال توسعه بوده است. لذا استفاده از نظریه اقتصاد سیاسی^۱ برای شرح متغیرهای اقتصادی و مالی از توجیه کافی برخوردار است. اقتصاد سیاسی از نیمه دوم قرن بیستم وارد متون اقتصادی جهان شد که مربوط به مدیریت امور اقتصادی توسط دولت است. در این اقتصاد دولت ها به دنبال ایجاد رانت برای پشتوانه قدرت سیاسی خود هستند. یعنی به گونه ای از موقعیت استفاده می کنند که بتوانند اقتصاد رانتی را برای تداوم قدرت سیاسی خود ایجاد کنند. در این اقتصاد دولت از طریق بکار بردن شیوه های از سوی خود به دنبال بهینگی اهدافش می باشد که لزوماً تخصیص بهینه منابع را دنبال نمی کند (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۶).

از سوی دیگر وجود منافع ارتباط نزدیک با دولت ها و سیاست مداران نظیر امتیاز تخفیف های مالیاتی، دسترسی آسان به اعتبارات و همچنین دسترسی بیشتر به روند قانون گذاری موجب گردیده که شرکت ها تمایل زیادی به برقراری روابط سیاسی به منظور دست یافتن به اهداف خود نمایند (لی و وانگ^۲، ۲۰۱۶). روابط و نفوذ سیاسی نه تنها بر وضعیت مالی بنگاه های اقتصادی تأثیر می گذارد بلکه سیاست های مالی شرکت ها را در زمینه های مختلف تحت تأثیر قرار می دهد و در نهایت ممکن است باعث ایجاد تفاوت چشمگیر در ارزش آفرینی^۳ شرکت های دارای ارتباط سیاسی در مقایسه با سایر شرکت ها گردد. ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت از مهم ترین اهداف شرکت ها محسوب می شود. سهامداران مالک اصلی واحد تجاری می باشند و پیوسته به دنبال حداکثر ثروت خویش هستند و این ثروت برای آن ها در نتیجه ی عملکرد مطلوب واحد تجاری حاصل خواهد شد. مدیران هدف نهایی خود را ارزش آفرینی می دانند. دست یافتن به این هدف کلی نیازمند عوامل متعددی است بکارگیری یک سیستم مناسب مدیریتی و ارزیابی عملکرد مانند مدیریت مبتنی بر ارزش^۴ می تواند نقش مهمی در رسیدن به این هدف ایفا کند (استنسس و همکاران^۵، ۲۰۱۲؛ ماتندی مزا^۶، ۲۰۱۳).

از دیدگاه مطالعات اقتصاد سیاسی، تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت می تواند دوگانه باشد. برخی مطالعات هیچ عملکرد بهبود یافته ای از شرکت های مرتبط را مشاهده نمی کنند. برای نمونه، برتراند^۷ (۲۰۰۷) گزارش می کند که شرکت های

بهادار تهران و سایر دینفغان قرار دهد و موجبات رشد و توسعه پژوهش و مبانی نظری در این حوزه را فراهم آورد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مدیریت مبتنی بر ارزش، به عنوان تفکر نوین سازندگی از طریق ارزش آفرینی در کسب و کار است که نقش موثر و تعیین کننده‌ای در موفقیت یا شکست شرکتها دارد. اساس این تفکر، این است که مدیریت شرکت بداند و بیاموزد که همه تصمیمات می‌بایست در جهت ارزش آفرینی اتخاذ گردد. تفکر مدیریت مبتنی بر ارزش موجب می‌شود که فرهنگ ارزش 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 بر اساس آن می‌توان ارزش ایجاد شده برای سهامداران را ارزیابی و پیش بینی کرد.

ارتباطات سیاسی از جمله عواملی است که بر ارزش آفرینی شرکتها تاثیرگذار است. اقتصاد سیاسی در واقع پاسخ به این سوال است که چگونه امور سیاسی بر برون داده‌های اقتصادی تاثیرگذار است. در تعریف کلی می‌توان اقتصاد سیاسی را بررسی تعامل علم اقتصاد و سیاست دانست. اقتصاد سیاسی مربوط به مدیریت امور اقتصادی توسط دولت است. تعریفی که از نظریه اقتصاد سیاسی بیان می‌شود عبارتست از: کنش و واکنش متقابل نیروها و عوامل اقتصادی و سیاسی، بدون اولویت بخشیدن به یکی از آنها و فرعی شمردن دیگری می‌باشد (پورا احمدی، ۱۳۸۱). در سال‌های اخیر شاهد رشد فزاینده تعداد مقالاتی بوده‌ایم که تأثیر امور سیاسی را بر برون داده‌های اقتصادی بررسی می‌کنند. اقتصاد سیاسی بر این امر پا فشاری می‌کند که می‌بایست مناسبات قدرت به عنوان نیروها و فرایندهای بنیادین و تعیین کننده در بازار، در تحلیلها آورده شده و برجسته شوند. چشم پوشی از روابط قدرت در تحلیل‌های اجتماعی، سیاسی و یا هر نوع تحلیل دیگری به هیچ وجه توجیه‌پذیر نخواهد بود (مسکو^{۱۴}، ۲۰۰۹). در کشورهایی که سیستم حقوقی، قدرت کافی برای حمایت از امنیت سرمایه گذاران بخش خصوصی ندارد ارتباط سیاسی و نزدیکی به دولت امتیاز ارزشمندی برای شرکتها برای فائق آمدن بر نارسایی‌های چنین بازاری محسوب می‌گردد (بوپاکری، ۲۰۱۲).

اگر ارتباط سیاسی به عنوان عامل تعیین کننده‌ی اصلی سودآوری مورد استفاده قرار گیرد، این امر باعث انحراف تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و در نتیجه منجر به کاهش ارزش شرکت در نبود ارتباط 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 اوبرهزلر-گی، ۲۰۰۶).

ژو و همکاران^{۱۸} (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 مکانیسم‌های موثرتر اداره شرکت وجود دارد، رخ می‌دهد. با این وجود نشان داده شده است که برخی از متصدیان سیاسی دارای اهداف متضاد مانند افزایش اشتغال یا به حداقل رساندن هزینه‌های اجتماعی و غیره هستند. به همین ترتیب، مدیران اجرایی مرتبط با سیاست ممکن است به جای نقشی مفید در عملکرد شرکت، اثرات زیان‌آوری در شرکت داشته باشند. وانگ و ژانگ^{۱۹} (۲۰۰۳) نشان دادند که شرکت‌هایی که مدیران دارای ارتباط سیاسی، نسبت به مدیران بدون ارتباط 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 (فان و همکاران^{۲۰}، ۲۰۰۷). یک توضیح برای عملکرد ضعیف شرکت‌های مرتبط با سیاست، این است که وقتی سیاستمداران منابع را به پروژه‌های مورد علاقه هدایت می‌کنند، می‌توانند منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری گردند. از سوی دیگر وجود ارتباط سیاسی می‌تواند منجر به افزایش ارزش شرکت گردد. شرکت‌های وابسته به سیاست می‌توانند از دسترسی آسان‌تر به تامین مالی بدهی، مالیات پایین‌تر و قدرت بیشتری در بازار بهره‌مند شوند. به عنوان مثال، سعید و همکاران^{۲۱} (۲۰۱۴) گزارش می‌دهند 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 شرکت-هایشان به وسیله تحت تاثیر قرار دادن قوانین و همچنین امکان برنده شدن قراردادهای دولتی به واسطه نفوذی که برخوردار هستند، را دارند؛ و بواسطه مجموعه این اقدامات است که ارزش شرکت افزایش می‌یابد..

از جمله عواملی که می‌تواند گریبانگیر شرکت‌های مرتبط سیاسی گردد وجود مسأله نمایندگی است. محیط‌های سازمانی و قانونی در سطح کشوری که شرکتها در آن فعال هستند بر هزینه‌های نمایندگی تاثیر دارد. از دیدگاه یافته‌های متعارض مطالعات گذشته، این مشاهده با ایجاد فرضیاتی مربوط به محیط کشور، اساسی را برای تحقیق تجربی بیشتر ارتباط میان ارتباطات سیاسی و هزینه‌های نمایندگی فراهم می‌کند. برای

خان و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی به بررسی ارتباط سیاسی بر هزینه‌های نمایندگی و تاثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین این دو پرداختند. دوره زمانی پژوهش آن‌ها بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۳ برای ۱۵۵ شرکت‌های غیر مالی بنگلادشی بود. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی هزینه‌های نمایندگی بالاتری نسبت به همتایان بدون ارتباط سیاسی دارد. همچنین نتایج این پژوهش نشان از اهمیت کیفیت حسابرسی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی در یک محیط اقتصادی نوظهور را دارد.

وانگ و لین (۲۰۱۶)^{۲۴}، به بررسی تاثیر 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.

داتا (۲۰۱۲)^{۲۵}، به بررسی رابطه سیاسی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که روابط سیاسی ارزش شرکت را تحت تاثیر 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 به طور قابل ملاحظه‌ای متفاوت با همتایان بدون روابط سیاسی آن‌هاست. و به این نتیجه رسیدند که وجود چنین روابطی در هر کشور، باعث رشد شاخص فساد جهانی می‌گردد و احتمال رانت بازی و ظهور سرمایه داری رابطه‌ای را افزایش می‌دهد.

گلدمن و همکاران (۲۰۰۹)^{۲۶}، تاثیر ارتباط سیاسی بر ارزش شرکت‌ها را در بین ۵۰۰ شرکت برتر در بورس سهام نیویورک و نزدک بررسی نمودند. نتایج تحقیق 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 تاثیر معکوس بر ارزش شرکت‌های مرتبط با حزب دموکرات، داشته است.

فاسیو (۲۰۰۶) در پژوهشی به بررسی ارتباط سیاسی شرکت‌ها پرداخت و با مطالعه شرکت‌ها در کشورهای مختلف نتیجه‌گیری نمود که ورود مدیران عامل شرکت‌ها به ارتباط سیاسی منجر به افزایش ارزش شرکت‌ها می‌گردد.

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی تاثیر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و عملکرد شرکت پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تاثیر منفی می‌گذارد.

نمونه، بلیس و گال (۲۰۱۲)^{۲۷} ثابت کردند که شرکت‌های با ارتباط سیاسی هزینه‌های بهره بالاتری را برای استقراض در محیط اقتصادی نوظهور مالزی نشان می‌دهند. این امر در تضاد با یافته‌های بوباگری (۲۰۱۲) است که ارتباط سیاسی معمولاً هزینه استقراض را کاهش می‌دهند. مطابق با مطالعه فاسیو (۲۰۰۶) استدلال بر این است که ارتباط سیاسی می‌تواند به هزینه‌های نمایندگی بالا در اقتصادهای نوظهوری منجر شود که عموماً مشخصه آنها محیط قانونی ضعیف است. اگرچه شرکت‌ها در اقتصادهای نوظهور می‌توانند بر سیاست‌گذاری تاثیر گذاشته و هزینه انجام تجارت‌ها را با حفظ ارتباط با سیاست مداران کاهش دهد، اما مدیران شرکتی با ارتباط سیاسی می‌توانند در رفتارهای خود منفعتی هزینه‌هایی را بر شرکت وارد کنند که بیش از مزایای بالقوه ارتباط سیاسی است. ارتباط سیاسی یک شرکت ممکن است در صورتی که بتواند هزینه‌های اقتصادی ناعادلانه را به هزینه رقبا و مصرف کنندگان افزایش دهد، منجر به ارزش آفرینی گردد. با این حال هنگامی که همه یا بیشتر افزایش رخ داده در ارزش شرکت توسط سیاست‌مداران و مدیران مرتبط با آن مصرف می‌شود، کمترین مقدار برای سهام‌داران در دسترس خواهد بود. از آنجائیکه شرکت‌های با ارتباط سیاسی معمولاً بهره‌هایی از ارتباطشان بدست می‌آورند، ممکن است هر راهکاری را از سرمایه‌گذاران پنهان کنند. این کنترل داخلی سهامداران اقلیت را قربانی می‌سازد (خان و همکاران، ۲۰۱۶).

استدلال تئوری نمایندگی فرض می‌کند که شرکت‌های مرتبط می‌توانند از منابع آن برای مزایای سهامداران یا افراد داخلی مرتبط سیاسی به جای منفعت سهامداران استفاده کنند. ظهور شرکت‌های با ارتباط سیاسی می‌تواند سهامداران را در معرض خطر قرار دهد. بدین منظور که سهامداران نهادی و اقلیت را در معرض مسائل نمایندگی قرار دهد.

بررسی ادبیات مرتبط با ارتباط سیاسی، بیانگر تلاش پژوهشگر در فهم این مطلب است که چرا شرکت‌ها به دنبال ایجاد ارتباط سیاسی هستند و تبعات این گونه رفتار چیست. بیشتر پژوهش‌های صورت گرفته حاکی از نقش منفی شرکت‌های مرتبط سیاسی در ارزش آفرینی و هزینه نمایندگی است. معلول و همکاران (۲۰۱۸)^{۲۸}، تاثیر ارتباط سیاسی بر عملکرد و ارزش شرکت‌های تونسی را بررسی کردند. بر اساس نتایج به دست آمده، ارتباط سیاسی موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت می‌شود. در واقع سرمایه‌گذاران به دلیل کسب منافع بیشتر، به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با ارتباط سیاسی بالا تمایل نشان می‌دهند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

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

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

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

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

فرضیه اصلی دوم: شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی رابطه معناداری با هزینه‌های نمایندگی دارد.

فرضیه فرعی اول: شرکت‌های با مالکیت دولتی رابطه معناداری با هزینه نمایندگی دارد.

فرضیه فرعی دوم: شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت رابطه معناداری با هزینه نمایندگی دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

با توجه به اینکه هدف این پژوهش بررسی رابطه بین شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی با ارزش آفرینی و هزینه نمایندگی می‌باشد، لذا با جمع‌آوری اطلاعات گذشته شرکت‌ها با یک طرح پژوهش پس رویدادی همراه با تحلیل همبستگی واز لحاظ هدف، کاربردی مواجه خواهیم بود. مدل‌های آماری به کار گرفته شده در این پژوهش، مدل رگرسیون چند متغیره می‌باشد و همچنین جهت آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده گردیده است. در این پژوهش از نرم افزار Excel برای جمع‌آوری و طبقه‌بندی داده‌های خام و از نرم افزار 9.5 Eviews برای تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره بهره گرفته شده است. برای جمع‌آوری داده‌ها در زمینه چارچوب نظری تحقیق 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 تحقیق 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 حاضر شامل کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه زمانی ده ساله، از سال ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶ می‌باشد. در این پژوهش به منظور استخراج یک پنل متوازن که اطلاعات آن کامل باشد شرکت‌های عضو جامعه آماری که ویژگی‌های زیر را دارا باشند، به عنوان جامعه آماری پژوهش انتخاب شده‌اند:

لاله ماژین و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنادار بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت است. به عبارتی می‌توان بیان کرد شرکت‌هایی که وابستگی دولتی دارند، این مالکیت بر عرضه و تقاضا شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشد. می‌توان گفت اثر نوسانات بازار بر سهام شرکت‌های دولتی بیشتر خواهد بود.

حبیب زاده بایگی و دارابی (۱۳۹۵)، به بررسی نقش مالکیت دولتی بر معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت‌ها با استفاده از مدل رگرسیون فازی پرداختند. 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.

رضایی و افروزی (۱۳۹۴)، رابطه هزینه بدهی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های با ارتباط سیاسی را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین هزینه بدهی و ارتباط سیاسی شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. ضمناً هزینه بدهی در شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی تحت تأثیر نقش دوگانه مدیرعامل قرار نگرفت، درحالی که هزینه بدهی در شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی تحت تأثیر استقلال اعضای هیأت مدیره بصورت منفی و معنادار قرار گرفت.

رضایی و سعادت (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان بررسی اثر روابط سیاسی شرکت بر سطح نگهداشت موجودی نقد شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که بین روابط سیاسی شرکت و سطح نگهداشت موجودی نقد رابطه منفی وجود دارد. همچنین نتایج حاکی از آن بود که اثر روابط سیاسی بر موجودی نقد با افزایش هزینه نمایندگی، تشدید می‌شود و رابطه سیاسی شرکت‌ها با وجه نقد تحت تأثیر سطح بالای هزینه نمایندگی قرار می‌گیرد. رهنمای رودپشتی 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.

همچنین مدل رگرسیونی فرضیه دوم پژوهش برگرفته از پژوهش آرفور و همکاران (۲۰۱۶) به شرح زیر می باشد:

رابطه ۳)

$$\text{Agency cost} = \alpha + \beta 1 \text{POLGOVE}_{it} + \beta 2 \text{POLINST}_{it} + \beta 3 \text{AUDITSIZE}_{it} + \beta 4 \text{MOWN}_{it} + \beta 5 \text{BDIND}_{it} + \beta 6 \text{AGE}_{it} + \beta 7 \text{SIZE}_{it} + \beta 8 \text{LVG}_{it} + \beta 9 \text{SALESGRWTH}_{it} + \beta 10 \text{YIELD}_{it} + \beta 11 \text{MBit}_{it} + \beta 12 \text{INDUSTRY_DUMMIES}_{it} + \beta 13 \text{PERIOD}_{it} + \varepsilon_{it}$$

۵-۱- متغیرهای وابسته پژوهش

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

$$\text{VBM SCORE} = (\text{EVA SCORE} + \text{CVA SCORE} + \text{ROIC SCORE} + \text{SVA})/4 \quad (۴)$$

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

$$\text{EVA}_t = \text{NOPAT}_t - (\text{WACC}_t * \text{CAPITAL } t-1) \quad (۵)$$

NOPAT: سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات
CAPITAL t-1: جمع حقوق صاحبان سهام به علاوه بدهی های بهره دار در سال قبل
WACCt: میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه

ارزش افزوده نقدی (CVA SCORE): بر اساس دیدگاه مشاوره ای بوستون که بر اساس سود باقیمانده طراحی شده است و مقدار سود نقدی باقیمانده ی شرکت را اندازه گیری می کند. این مدل توسعه ای از مفهوم جریان نقدی بازده سرمایه گذاری است و از طریق رابطه زیر بدست می آید:

- ارزش افزوده نقدی = سرمایه گذاری ناخالص (هزینه سرمایه نقدی - بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری)
- سرمایه گذاری ناخالص = بهای تمام شده دارایی غیر جاری + خالص دارایی جاری
- بازده جریان نقدی بازده سرمایه گذاری = جریان نقدی بازده سرمایه گذاری / سرمایه گذاری ناخالص

- 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 شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی و شرکت های هلدینگ
- ۴) حداقل هر سه ماه یکبار، سهام آنها در بورس اوراق بهادار مبادله شده باشد.
- ۵) در بازه ی زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۶) با توجه به اینکه پژوهش حاضر منحصر به بررسی پیامدهای ارتباط سیاسی شرکتها می پردازد و ملاک عمل، مالکیت دولتی یا شبه دولتی بودن شرکتها می باشد بنابراین شرکت های فاقد ارتباط سیاسی از جامعه آماری پژوهش حذف می گردد. با در نظر گرفتن محدودیت های بالا، مطابق جدول ۱ تعداد ۱۱۳ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

جدول ۱- تعیین حجم نمونه

۶۴۴	تعداد کل شرکت های پذیرفته شده تا پایان سال ۹۶
(۵۷)	شرکت های لغو پذیرش شده بین سال های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶
(۱۴۷)	شرکت هایی که بین سال های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۶ وارد بورس شده
(۲۲)	شرکت هایی که سال مالی آنها غیر از پایان اسفند ماه است
(۲۲۷)	شرکت های بیمه ای، واسطه گری مالی و شرکت های هلدینگ
(۴۰)	شرکت هایی که سهام آنها بیش از سه ماه معامله نشده است
(۲۹)	شرکت های با داده های مفقود
(۱۹)	شرکت های فاقد مالکیت دولتی و شبه دولتی
۱۱۳	حجم نمونه آماری انتخاب شده

منبع: محاسبات پژوهشگر

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

با توجه به فرضیه اول و دوم پژوهش از مدل های رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است:

مدل رگرسیونی فرضیه های اول پژوهش با الگوبرداری و تعدیل از پژوهش وانگ و لین (۲۰۱۶) انجام شده است به شرح زیر می باشد:

$$\text{VBM SCORE} = \alpha + \beta 1 \text{POLGOVE}_{it} + \beta 2 \text{TANG}_{it} + \beta 3 \text{AGE}_{it} + \beta 4 \text{SIZE}_{it} + \beta 5 \text{LVG}_{it} + \beta 6 \text{SALESGRWTH}_{it} + \beta 7 \text{MBit}_{it} + \beta 8 \text{INDUSTRY_DUMMIES}_{it} + \beta 9 \text{PERIOD}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

مدل فرضیه فرعی دوم از فرضیه اول پژوهش:

$$\text{VBM SCORE} = \alpha + \beta 1 \text{POLInst}_{it} + \beta 2 \text{TANG}_{it} + \beta 3 \text{AGE}_{it} + \beta 4 \text{SIZE}_{it} + \beta 5 \text{LVG}_{it} + \beta 6 \text{SALESGRWTH}_{it} + \beta 7 \text{MBit}_{it} + \beta 8 \text{INDUSTRY_DUMMIES}_{it} + \beta 9 \text{PERIOD}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

POL_{GOV} : 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» مد نظر قرار گرفته شده است. بر اساس استاندارد مذکور، اگر واحد سرمایه‌گذار به طور مستقیم یا غیر مستقیم حداقل ۲۰ درصد از حق رای واحد سرمایه‌پذیر را در اختیار داشته باشد، فرض می‌شود که از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردار است. بنابراین تعریف عملیاتی متغیر ارتباطات سیاسی به صورت زیر است:

متغیر مجازی در صورتیکه شرکتی بیش از ۲۰ درصد سهام آن متعلق به دولت باشد کد ۱ و در غیر اینصورت کد صفر تعلق می‌گیرد.

POL_{INST} : درصد مالکیت نهادی، نهادهای وابسته به دولت در شرکت‌های سرمایه‌پذیر

۵-۳- متغیرهای کنترلی پژوهش

$YIELDit$: بازده سهام بر اساس میانگین چهار ماهه بعد از هر سال مالی محاسبه می‌گردد:

(تفاوت قیمت سهام در اول و آخر دوره) + مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی

اولین قیمت سهم

$Sales\ growth$: نرخ رشد فروش برابر است با تغییرات فروش در سال جاری نسبت به سال قبل

$Size$: اندازه شرکت عبارتست از لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها شرکت

$Auditsize$: یک متغیر مجازی است اگر موسسه حسابرسی کننده سازمان حسابرسی باشد عدد یک و در غیر اینصورت از عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

$Tang$: عبارت است از نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌ها که به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته می‌شود.

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

$BDIND$: استقلال هیئت مدیره نسبت مدیران مستقل در هیئت مدیره

$MOWN$: مالکیت مدیریتی درصد سهام در دست مدیریت

LVG : اهرم مالی (جمع کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها)

M/B : برابر نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن است. همچنین برای برطرف کردن مشکل خودهمبستگی سریالی در مدل‌های آماری از متغیرهای مجازی سال و صنعت ($PERIOD, INDUSTRY_DUMMIES$) بهره گرفته شده است.

نرخ بازده سرمایه عملیاتی ($ROIC\ SCORE$): این نرخ نشان دهنده بازده ایجاد شده از سرمایه‌گذاری عملیاتی است و با استفاده از رابطه زیر بدست می‌آید.

$$ROIC_t = EBIT * [1 - TAX] / (PPE * NonCash\ WC) \quad (6)$$

$ROIC$: نرخ بازده سرمایه عملیاتی

$EBIT$: سود عملیاتی

TAX : نرخ مالیات

PPE : دارایی ثابت

$NonCash\ WC$: سرمایه در گردش غیر نقدی

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 یکسال ایجاد ارزش می‌نماید که فراتر از انتظارات عمل‌نماید (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۰).

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

۲) هزینه نمایندگی (AGENCY COST)

هزینه نمایندگی (شاخص کیو توبین * جریان نقد آزاد) نحوه محاسبه جریان نقد آزاد بر اساس مدل لن و پلسن (۱۹۸۹) عبارتست از:

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - CSDIV_{it}) / A_{i,t-1}$$

FCF = جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t

TAX = کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t

INC = سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t

$CSDIV$ = سود سهامداران پرداختی شرکت i در سال t

$A_{i,t-1}$: جمع کل دارایی‌های ابتدای دوره شرکت i در سال t

۵-۲- متغیرهای مستقل پژوهش

POL : شاخص ارتباط سیاسی (حمایت سیاسی دولت) بر اساس پژوهش فریزر و همکاران (۲۰۰۶) از دو شاخص استفاده گردیده است شاخص اول درصد مالکیت مستقیم دولت (POL_{GOVE}) از سرمایه‌های شرکت‌ها می‌باشد. به عبارتی شرکتی که بیش از ۲۰ درصد از سهام آن متعلق به دولت باشد. و شاخص بعدی آن عبارتست از سرمایه‌گذاری نهادهای وابسته به دولت در سرمایه شرکت‌ها (POL_{INST}) که بیانگر حمایت نهادی دولت است.

۶- یافته‌های پژوهش

دارای چولگی راست هستند و این چولگی به راست به دلیل بزرگ بودن میانگین نسبت به میانه است و چولگی های منفی نشان دهنده چولگی به چپ می‌باشد. در نگاره ۲ آمار توصیفی متغیرهای مجازی پژوهش شرح داده شده است که نشان دهنده آن است که تنها ۲۸ درصد شرکت‌های نمونه را سازمان حسابرسی، حسابرسی کرده است و مابقی شرکت‌ها را موسسات خصوصی حسابرسی مورد بررسی قرار داده‌اند و همچنین آمار توصیفی مربوط به شرکت‌های با مالکیت دولتی حاکی از آن است که ۳۹ درصد شرکت‌های نمونه انتخابی در این ۱۰ سال بازه زمانی مورد بررسی، دولتی بوده‌اند.

شاخص‌های توصیف داده‌ها به سه گروه شاخص‌های مرکزی (مانند میانگین و میانه)، شاخص‌های پراکندگی (مانند انحراف معیار)، شاخص‌های شکل توزیع (مانند شاخص‌های چولگی و کشیدگی) تقسیم می‌شوند. جدول ۲ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش را برای ۱۱۳ شرکت عضو نمونه، طی ۱۰ سال، نشان می‌دهد. نزدیک بودن میانگین و میانه‌ی متغیرها نشان از نرمال بودن داده‌ها دارد. انحراف معیار میزان پراکندگی داده‌ها را نمایان می‌سازد. همانطور که مشاهده می‌شود اکثر متغیرهای پژوهش از توزیع نرمال برخوردارند و با توجه به وجود ضریب چولگی مثبت،

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
مالکیت نهادی وابسته به دولت	۱۱۳۰	۰/۲۴	۰/۱۴	۰	۰/۹۳	۰/۲۶	۰/۹۴	۲/۶۰
معیار ارزش آفرینی	۱۱۳۰	۰/۵۰	۰/۴۹	۰/۰۷	۰/۹۸	۰/۱۷	۰/۲۹	۲/۶۴
عمر شرکت	۱۱۳۰	۳/۵۵	۳/۶۶	۲/۳۰	۴/۱۹	۰/۴۰	-۰/۷۳	۲/۷۴
اهرم مالی	۱۱۳۰	۰/۶۱	۰/۶۲	۰/۲۷	۰/۹۰	۰/۱۷	-۰/۲۲	۲/۲۲
نرخ رشد فروش	۱۱۳۰	۰/۱۸	۰/۱۵	-۰/۷۴	۲/۷۳	۰/۳۳	۱/۳۷	۹/۲۶
اندازه شرکت	۱۱۳۰	۱۴/۱۰	۱۳/۸۷	۱۰/۸۲	۱۹/۲۵	۱/۴۷	۰/۸۶	۳/۸۱
نسبت دارایی‌های مشهود به کل	۱۱۳۰	۰/۲۵	۰/۲۲	۰/۱	۰/۸۶	۰/۱۷	۱	۳/۶۱
تسبیت ارزش بازار به ارزش دفتری	۱۱۳۰	۲/۳۴	۲/۰۲	۰/۵۸	۵/۵۸	۱/۳۴	۰/۸۱	۲/۹۳
مالکیت مدیریتی	۱۱۳۰	۰/۶۶	۰/۷۰	۰	۱	۰/۲۳	-۱/۰۷	۳/۵۰
استقلال هیئت مدیره	۱۱۳۰	۰/۶۵	۰/۶۰	۰	۱	۰/۱۹	-۰/۲۹	۲/۸۸
بازده سهام	۱۱۳۰	۰/۲۶	۰/۰۹	-۰/۵۲	۲/۰۳	۰/۶۶	۱/۲۷	۳/۹۹
هزینه نمایندگی	۱۱۳۰	-۰/۰۷	-۰/۰۷	-۰/۳۰	۰/۱۸	۰/۱۳	۰/۰۷	۲/۲۵
آمار توصیفی متغیرهای مجازی پژوهش								
متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد مشاهدات	فراوانی عدد صفر	فراوانی عدد یک	درصد فراوانی صفر	درصد فراوانی یک		
اندازه موسسه حسابرسی	AUDIT SIZE	۱۱۳۰	۸۱۶	۳۱۴	۷۲/۲۱	۲۷/۷۹		
مالکیت دولتی	GOV	۱۱۳۰	۶۹۱	۴۳۹	۶۱/۱۵	۳۸/۸۵		

منبع: محاسبات پژوهشگر

۷- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

۷-۱- نتایج آزمون فروض رگرسیون

واریانس خطاهای مدل از آزمون بروش پاگان گادفری در نرم افزار Eviews استفاده شده است. همچنین برای بررسی وجود یا عدم وجود خود همبستگی بین مقادیر خطا در وقفه اول از آزمون دوربین واتسون و در وقفه دوم آزمون بروش گادفری استفاده گردید. همچنین یکی دیگر از فرضیات که در زمان استفاده از حداقل مربعات معمولی در نظر گرفته می‌شود، این

صحیح بودن نتایج حاصل از تخمین مدل رگرسیون تا حد بسیار زیادی به مقادیر خطا و ویژگی‌های آن بستگی دارد. در صورتی می‌توان به نتایج رگرسیون اتکا کرد که ویژگی‌های اولیه مدل رعایت شده باشند. برای بررسی همسان بودن

(افلاطونی، ۱۳۹۴). و نرمال بودن مقادیر خطا پنجمین فرض از مفروضات رگرسیون بیانگر آن است که مقادیر خطا باید طبق مفهوم رگرسیون کاملا تصادفی باشد به بیان دیگر توزیع خطاهای مدل باید نرمال باشد. برای بررسی این آزمون از آزمون جارکیو برا استفاده گردید. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس در جدول ۳ به شرح زیر ارائه شده است.

است که متغیرهای توضیحی به هم وابسته نباشند. زمانی که بین متغیرهای توضیحی رابطه‌ای وجود نداشته باشد، گفته می‌شود آن‌ها نسبت به هم متعامد هستند. یکی از جامع‌ترین روش‌ها برای بررسی هم خطی متغیرهای توضیحی در مدل، عامل تورم واریانس می‌باشد. اگر ضرایب مدل برآورد شده کمتر از عدد ۱۰ باشد، مشکل هم خطی وجود نخواهد داشت.

جدول ۳- نتایج مفروضات کلاسیک

شرح	آزمون ناهمسانی واریانس			آزمون خود همبستگی			آزمون نرمال بودن مقادیر خطا		
	آماره	سطح معنی داری	نتیجه	آماره	سطح معنی داری	نتیجه	آماره	سطح معنی داری	نتیجه
فرضیه فرعی اول	۱/۴۹	۰/۰۵۱	ندارد	۴/۶۶	۰/۰۰۹	دارد	0/631	۰/72	نرمال
فرضیه فرعی دوم	۰/۹۳	۰/۵۶۷	ندارد	۲/۳۵	۰/۰۹۶	ندارد	1/794	0/40	نرمال
فرضیه دوم	۱/۰۹	۰/۳۳	ندارد	۲/۹۷	۰/۰۵۲	ندارد	۰/۶۸	۰/۷۰	نرمال

منبع: محاسبات پژوهشگر

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 دارد. که این نتیجه، فرض وجود رابطه معنادار در فرضیه فرعی اول را تایید می‌کند. می‌توان نتیجه گرفت که زمانی که درصد مالکیت دولتی در شرکت‌ها افزایش می‌یابد، میزان ارزش آفرینی در شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. 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 تعدیل شده در نتایج برآورد شده مدل رگرسیونی این فرضیه برابر با ۲۹ درصد می‌باشد که این مقدار بیانگر این است که حدود ۲۹ درصد رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. با توجه به این که مقادیر هیچ کدام از متغیرهای توضیحی در فرضیه فرعی اول پژوهش بیش از ۱۰ نمی‌باشد می‌توان بیان کرد که بین متغیرهای توضیحی در مدل اول پژوهش همبستگی خطی شدیدی وجود ندارد. این موضوع نشان دهنده‌ی آن است که متغیرهای مستقل اثر نامطلوبی بر برآوردگرهای روش حداقل مربعات ندارد. **فرضیه فرعی دوم:** شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت رابطه معناداری با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش آفرینی دارد. نتایج مربوط فرضیه فرعی دوم در جدول ۵ ارائه گردید.

از آنجائیکه 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 خود همبستگی مرتبه دوم وجود دارد. همچنین نتایج آزمون هم خطی متغیرهای توضیحی مدل‌های فرضیه اول و دوم در جداول برآورد مدل ارائه شده است.

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

فرضیه فرعی اول: شرکت‌های با مالکیت دولتی رابطه معناداری با رتبه مبتنی بر ارزش آفرینی شرکت دارد. برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌گردد. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده در جدول ۴ (۰/۰۰۰۰) 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 آنجائی که مقدار محاسبه شده در محدوده بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین این مقدار بیانگر این موضوع است که بین باقیمانده‌ها خود همبستگی نوع اول وجود ندارد. ولی با توجه به وجود خودهمبستگی، برای تخمین مدل از روش اتورگرسیو مرتبه اول استفاده گردید.

با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل مالکیت دولتی (POLGov) برابر با ۰/۰۰۰۰ می‌باشد که مقدار آن کمتر از ۵ درصد هست، بنابراین نتایج مدل نشان دهنده آن است که

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه فرعی اول پژوهش

$VBM SCORE = \alpha + \beta 1 POL_{GOVE\ it} + \beta 2 TANG_{it} + \beta 3 AGE_{it} + \beta 4 SIZE_{it} + \beta 5 LVG_{it} + \beta 6 SALESGRWTH_{it} + \beta 7 MB_{it} + \beta 8 INDUSTRY\ DUMMIES_{it} + \beta 9 PERIOD_{it} + \varepsilon$						
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری	تورم واریانس متمرکز	تورم واریانس غیر متمرکز
عرض از مبدا	0/39	0/43	9/07	0/0000		
مالکیت دولتی (POL_{GOV})	0/08	0/02	4/04	0/0000	۲/۶۹	۱/۵۳
نسبت دارایی مشهود به کل داراییها ($TANG$)	-0/02	0/07	-0/31	0/75	۵/۷۹	۱/۳۶
عمر شرکت (AGE)	0/007	0/027	0/275	0/783	۱/۱۹	۱/۱۹
اندازه شرکت ($SIZE$)	-0/002	0/009	-0/209	0/834	۱/۵۵	۱/۵۲
اهرم مالی (LVG)	-0/195	0/062	-3/115	0/002	۱/۱۷	۱/۱۶
نرخ رشد فروش ($SALES$)	-0/016	0/033	-0/497	0/619	۲/۰۸	۱/۳۱
ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)	0/023	0/008	2/787	0/005	۸/۱۱	۱/۶۱
اتورگرسیو مرتبه اول ($AR(1)$)	0/243	0/055	4/346	0/0000		
اثرات صنعت و دوره زمانی	کنترل شد					
ضریب تعیین	۰/35	آماره F	6/16	۰,۰۰۰۰	منبع: محاسبات پژوهشگر	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/29	آماره دوربین واتسون	۲/۳۳			

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم از فرضیه اول پژوهش

$VBM SCORE = \alpha + \beta 1 POL_{INST\ it} + \beta 2 TANG_{it} + \beta 3 AGE_{it} + \beta 4 SIZE_{it} + \beta 5 LVG_{it} + \beta 6 SALESGRWTH_{it} + \beta 7 MB_{it} + \beta 8 INDUSTRY\ DUMMIES_{it} + \beta 9 PERIOD_{it} + \varepsilon$						
متغیرهای پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری	تورم واریانس متمرکز	تورم واریانس غیر متمرکز
عرض از مبدا	0/355	0/036	9/848	0/0000		
مالکیت نهادی وابسته به دولت (POL_{inst})	-0/062	0/031	-1/988	0/0477	۲/۶۹	-0/062
نسبت دارایی مشهود به کل داراییها ($TANG$)	0/099	0/06	1/665	0/096	۵/۷۹	0/099
عمر شرکت (AGE)	-0/006	0/022	-0/293	0/769	۱/۱۹	-0/006
اندازه شرکت ($SIZE$)	0/012	0/006	1/812	0/070	۱/۵۵	0/012
اهرم مالی (LVG)	-0/222	0/058	-3/784	0/0002	۱/۱۷	-0/222
نرخ رشد فروش ($SALES$)	0/012	0/035	0/348	0/727	۲/۰۸	0/012
ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)	0/046	0/008	5/772	0/0000	۸/۱۱	0/046
اثرات صنعت و دوره زمانی	کنترل شد					
ضریب تعیین	۰/37	آماره F	6/64	۰,۰۰۰۰	منبع: محاسبات پژوهشگر	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/31	آماره دوربین واتسون	1/80			

معناداری متغیر مستقل مالکیت نهادی وابسته به دولت (POL_{INST}) برابر با ۰/۰۴۷ می‌باشد که مقدار آن کمتر از ۵ درصد هست، بنابراین نتایج مدل نشان دهنده 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 -0/062 هست، مشخص می‌گردد که مالکیت نهادی وابسته به دولت اثر منفی و معناداری بر متغیر وابسته دارد که این نتیجه، فرض وجود

برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌گردد. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده در جدول ۵ (۰/۰۰۰۰) مشخص می‌گردد که 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 آنجائی که مقدار محاسبه شده در محدوده بین ۱/۵ تا 2/5 قرار دارد بنابراین این مقدار بیانگر این موضوع است که بین باقیمانده‌ها خود همبستگی نوع اول وجود ندارد. با توجه به اینکه سطح

دولت اثر معناداری بر متغیر وابسته (هزینه نمایندگی) دارد و با توجه به اینکه ضریب متغیر مستقل مثبت و برابر با ۵ درصد هست، مشخص می‌گردد که مالکیت نهادی وابسته به دولت اثر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد که این نتیجه، فرض وجود رابطه معنادار در فرضیه فرعی دوم را تایید می‌کند. می‌توان نتیجه گرفت که زمانی که درصد مالکیت نهادی وابسته به دولت در شرکت‌ها افزایش می‌یابد، میزان هزینه نمایندگی در شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد. 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 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. همچنین با توجه به این که مقادیر هیچ کدام از متغیرهای توضیحی در فرضیه فرعی دوم پژوهش بیش از ۱۰ نمی‌باشد می‌توان بیان کرد که بین متغیرهای توضیحی در مدل دوم پژوهش همبستگی خطی شدیدی وجود ندارد.

در نتایج برآورد شده مدل رگرسیونی این فرضیه برابر با ۳۶ درصد می‌باشد که این مقدار بیانگر این است که حدود ۳۶ درصد رفتار متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین با توجه به این که مقادیر هیچ کدام از متغیرهای توضیحی در فرضیه فرعی دوم پژوهش بیش از ۱۰ نمی‌باشد می‌توان بیان کرد که بین متغیرهای توضیحی در مدل دوم پژوهش همبستگی خطی شدیدی وجود ندارد. نتایج فرضیه‌های پژوهش به طور خلاصه در جدول ۷ به شرح زیر ارائه شده است.

رابطه معنادار در فرضیه فرعی دوم را تایید می‌کند. می‌توان نتیجه گرفت که زمانی که درصد مالکیت نهادی وابسته به دولت در شرکت‌ها افزایش می‌یابد، میزان ارزش آفرینی در شرکت‌ها نیز کاهش می‌یابد. همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای کنترلی، اهرم مالی (LVG) و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (M/B) کمتر از 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. همچنین با توجه به این که مقادیر هیچ کدام از متغیرهای توضیحی در فرضیه فرعی دوم پژوهش بیش از ۱۰ نمی‌باشد می‌توان بیان کرد که بین متغیرهای توضیحی در مدل دوم پژوهش همبستگی خطی شدیدی وجود ندارد.

فرضیه دوم پژوهش

فرضیه اصلی دوم: شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی رابطه معناداری با هزینه‌های نمایندگی دارد.

فرضیه فرعی اول: شرکت‌های با مالکیت دولتی رابطه معناداری با هزینه نمایندگی دارد.

فرضیه فرعی دوم: شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت رابطه معناداری با هزینه نمایندگی دارد.

برای بررسی معناداری کل مدل از آماره F استفاده می‌گردد. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده در جدول ۶ (۰/۰۰۰۰) مشخص می‌گردد که مدل معنادار بوده و حداقل یکی از ضرایب مدل رگرسیونی مخالف صفر است. مقدار دوربین واتسون برآورد شده برابر با ۱/۷۲ است و از آنجائی که مقدار محاسبه شده در محدوده بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین این مقدار بیانگر این موضوع است که بین باقیمانده‌ها خود همبستگی نوع اول وجود ندارد.

با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل مالکیت دولتی (POLGOV) برابر با ۰/۴۹۶ می‌باشد که مقدار آن بیشتر از ۰/۰۵ هست، بنابراین شواهدی مبنی بر وجود رابطه معنادار بین مالکیت دولتی و هزینه نمایندگی یافت نشد و فرضیه فرعی اول مورد تایید قرار نگرفت. در فرضیه فرعی دوم با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر مالکیت نهادی وابسته به دولت کمتر از ۵ درصد می‌باشد (۰/۰۲) بنابراین نشان دهنده آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد متغیر مالکیت نهادی وابسته به

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$Agency\ cost = \alpha + \beta_1 POLGOV\ it + \beta_2 POLINST\ it + \beta_3 AUDIT\ SIZE\ it + \beta_4 MOWN\ it + \beta_5 BDIND\ it + \beta_6 AGE\ it + \beta_7 SIZE\ it + \beta_8 LVG\ it + \beta_9 SALESGRWTH\ it + \beta_{10} YIELD\ it + \beta_7 MB + \beta_{11} INDUSTRY_DUMMIES\ it + \beta_{12} PERIOD\ it + \varepsilon$$

متغیر پژوهش	ضریب متغیر	خطای انحراف استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری	عامل تورم واریانس غیر متمرکز	عامل تورم واریانس متمرکز
عرض از مبدا	۰/۰۷۴	۰/۰۴۵	۱/۶۴۷	۰/۱۰		
مالکیت دولتی (POLGOV)	۰/۰۰۹	۰/۰۱۴	۰/۶۸	۰/۴۹۶	۲/۸۵	۱/۹۸
مالکیت نهادهای وابسته به دولت (POLINST)	۰/۰۵۵	۰/۰۲۴	۲/۲۶۳	۰/۰۲۴	۳/۶۹	۱/۶۲
اندازه موسسه حسابرسی (AUDIT SIZE)	-۰/۰۱۸	۰/۰۱۳	-۱/۳۷۷	۰/۱۶۹	۲/۰۴۴	۱/۵۱
مالکیت مدیریتی (MOWN)	۰/۰۰۵	۰/۰۳۳	۰/۱۷۶	۰/۸۶۰	۶/۲۴	۱/۵۸
استقلال هیئت مدیره (BDIND)	۰/۰۷۹	۰/۰۳۱	۲/۵۰۵	۰/۰۱۲	۱/۴۲	۱/۴۱
عمر شرکت (AGE)	۰/۰۲۲	۰/۰۱۶	۱/۴۶۰	۰/۱۴۵	۱/۲۵	۱/۲۴
اهرم مالی (LVG)	۰/۳۳۲	۰/۰۴۴	۷/۴۳۷	۰/۰۰۰	۱/۷۳	۱/۷۱
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۶	-۰/۶۹۱	۰/۴۸۹	۲/۱۱	۲/۱۰
نرخ رشد فروش (SALES)	۰/۰۰۷	۰/۰۲۵	۰/۳۰	۰/۷۶۳	۲/۰۳	۱/۳۱
بازده سهام (YIELD)	۰/۰۱۱	۰/۰۱۱	۱/۰۰۲	۰/۳۱۶	۲/۷۰	۲/۲۱
ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)	-۰/۰۳۵	۰/۰۰۵	-۵/۹۷۴	۰/۰۰۰	۸/۸۳	۱/۶۹
اثرات صنعت و دوره زمانی	کنترل شد					
ضریب تعیین	۰/۴۲	آماره F	۶/۸۱	۰/۰۰۰	منبع: محاسبات پژوهشگر	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۶	آماره دوربین واتسون		۱/۷۲		

جدول ۷- خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	متغیر وابسته	متغیر مستقل	نتیجه آزمون	نوع رابطه
۱-۱	رتبه بندی مدیریت مبتنی ارزش	مالکیت دولتی	تأیید فرضیه	مستقیم
۱-۲	رتبه بندی مدیریت مبتنی ارزش	مالکیت نهادهای وابسته به دولت	تأیید فرضیه	معکوس
۲-۱	هزینه نمایندگی	مالکیت دولتی	رد فرضیه	عدم وجود رابطه
۲-۲	هزینه نمایندگی	مالکیت نهادهای وابسته به دولت	تأیید فرضیه	مستقیم

منبع: محاسبات پژوهشگر

۸- بحث و نتیجه‌گیری

در فرضیه اول شرکت‌های دولتی رابطه مثبت و معناداری با ارزش آفرینی دارد. با توجه به نتایج فرضیه اول می‌توان چنین استنباط کرد که در شرکت‌های دولتی مفهوم ارزش و ارزش آفرینی به عنوان محور اصلی مورد توجه قرار گرفته است تا در شرایط جدید اقتصادی بتوانند استراتژی‌های مناسب را برای حفظ مزیت رقابتی و توسعه پایدار اتخاذ کنند. با توجه به نتایج فرضیه اول و مطالعه مبانی نظری پژوهش می‌توان چنین بیان کرد که تغییرات محیط پیرامون بر شرکت‌های دولتی

هدف این پژوهش بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر مدیریت مبتنی بر ارزش و هزینه نمایندگی 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. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که:

اجتماعی اشاره کرد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط خان و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت دارد.

۸-۱- پیشنهاداتی ناشی از یافته‌های پژوهش

بطور کلی، در خصوص ارتباط بین مالکیت نهادی شرکت های وابسته به دولت و هزینه نمایندگی می‌توان ادعا کرد که وجود ارتباط سیاسی نه تنها رفتار مدیران را در ارتباط با انجام وظیفهٔ مباشرتی آنها را اصلاح نمی‌کند، بلکه موجب افزایش هزینه نمایندگی نیز می‌شود. بنابراین، به نظر می‌رسد یکی از سازوکارهایی که می‌تواند در کاهش تأثیر و حضور دولت در محیط اقتصادی و ایجاد فضای رقابتی نقش داشته باشد، اجرای واقعی اصل قانون اساسی باشد. لذا، پیشنهاد می‌شود برای رفع اثرات نامطلوب اقتصاد سیاسی، اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی بیشتر در کانون توجه دولتمردان و نهادهای حاکمه قرار گیرد. 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 پست های مدیریت ارشد محدود کنند و سازوکارهای نظارتی ویژه‌ای را برای اقدامات این مدیران در نظر بگیرند.

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

۸-۲- پیشنهاداتی آتی پژوهش

- ۱) شواهد تجربی نشان داده است که استقرار نظام راهبری شرکتی مناسب، موجب کاهش هزینه نمایندگی می‌شود، لذا پیشنهاد می‌شود در پژوهشی تأثیر نظام راهبری شرکتی را بر رابطه بین نهادهای وابسته به دولت و هزینه نمایندگی مورد مطالعه قرار گیرد.
- ۲) بررسی مقایسه‌ای میزان ارزش آفرینی در شرکت‌های خصوصی واقعی با شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی به منظور تخصیص بهینه منابع.
- ۳) بررسی وجود ارتباط سیاسی به تفکیک هر صنعت.

تأثیر گذار بوده است و توانسته با ایجاد انگیزه در بین مدیران دولتی آن‌ها 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 کوتاه مدت و افزایش ثروت اقتصادی مالکان در بلند مدت است دست یابند. در نهایت، این امر باعث می‌شود که دولت در اجرای وظایف حمایتی و افزایش کارایی، موفق گردد و راه برای نیل به توسعه خود اتکا همراه شود. از طرفی با افزایش حجم نقدینگی دولت در تلاش است که با مهار روند رشد نقدینگی، سرمایه‌ها را به سمت بازارهای مولد هدایت کند. از طرفی سرمایه گذاران معمولاً ترجیح می‌دهند نقدینگی های خود را در بازارهایی سرمایه گذاری که حداکثر ارزش را برای وی به همراه داشته باشد. از این رو دولت در تلاش است با تدوین استراتژی با رویکرد ارزش آفرینی در شرکت‌های تحت پوشش خود به رونق بازار سرمایه و هدایت منابع سرگردان به سمت آن اقدام نماید. به کارگیری سیستم‌های نوین مدیریتی مانند مدیریت مبتنی بر ارزش این پیام را به بازار منتقل می‌کند که مدیران دولتی به عملکرد شرکت نگاه بلند مدت دارند و بر ارزش آفرینی تأکید می‌کنند. یافته‌های این فرضیه مطابق با نتایج معلول و همکاران (۲۰۱۸)، فاسیو (۲۰۰۶) و لاله ماژین و همکاران (۱۳۹۶) است.

همچنین در فرضیه فرعی دوم وجود رابطه منفی و معناداری بین شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت و ارزش آفرینی تایید گردید این بدین معناست که هر چه درصد مالکیت نهادی شبه دولتی در این شرکت‌ها بیشتر باشد ارزش آفرینی کاهش می‌یابد. دلیل این امر را می‌توان وجود ارتباط سیاسی در اینگونه شرکت‌ها دانست. ارتباط سیاسی در این شرکت‌ها به عنوان منبع ارزشمندی عمل می‌کند که می‌تواند برای بدست آوردن منافع و حمایت دولتی استفاده شود. شرکت‌های شبه دولتی بدنبال ایجاد کانال‌هایی هستند که بتوانند مزایایی از طریق این ارتباط برای خود ایجاد کنند. اینگونه شرکت‌ها از منابع خود برای مزایای سهامداران یا افراد داخلی مرتبط سیاسی به جای منفعت سهامداران استفاده کنند. همچنین با توجه به نتایج فرضیه دوم می‌توان چنین بیان کرد تصمیمات اتخاذ شده در این شرکت‌ها منجر به انحراف شرکت از اهداف نهایی خود می‌شود، تصمیماتی که می‌تواند سهامداران اقلیت و نهادی را در معرض مساله نمایندگی قرار دهد. از جمله این موارد می‌توان به انتخاب پروژه‌هایی غیر سودآور تنها با هدف تامین منافع سیاسی و

فهرست منابع

- performance and financing decisions, *J Financ Res* 35:397-423.
- * Dombrovsky V (2008) Do political connections matter? Firm-level evidence from Latvia. Stockholm School of Economics in Riga, BICEPS Working paper series.
- * Deng, K., Zeng, H. & Zhu, Y.(2017), Political connection, market frictions and financial constraints: evidence from China. *Accounting & Finance, Early View*, Version of Record online: 12 OCT 2017.
- * Dicko, Saidatou,(2017), Political connections, ownership structure and quality of governance, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 13 Issue: 4, pp.358-377.
- * Datta, D. (2012). Political connection and firm value- Theory and Indian evidence. papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm
- * Fan, J. P. H., Wong, T. J., & Zhang, Tianyu, (2007), Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84 (2), 330-357.
- * Faccio, M., (2006), "Politically-connected firms, *American Economic Review*, Vol. 96 No. 1, pp. 369 - 386.
- * Goldman, E., Rocholl, J., & So, J (2009). Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? *The Review of Financial Studies*. 22(6), 2331-2360.
- * Khan Arifur, Getie Mihret, Dessalegn , Badrul Muttakin, Mohammad, Corporate political connections, agency costs and audit quality, *International Journal of Accounting & Information Management*, (2016), Vol. 24 Iss 4 pp. 357 - 374.
- * Lee, W. & Wang, L. (2016). Do political connections affect stock price crash risk? Firm-level evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1, 1-34.
- * Leuz, F., and C. Oberholzer-Gee. (2006). "Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency: Evidence from 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.
- * Mutindi Mzera, U. J. (2013). The role of value-based management tools on the performance of firms listed in the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Business Administration*, 4:(1), 92-104.
- * 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.
- * Saeed, Abubakr, Belghitar, Yacine. Clark, Ephraim., (2014), Political Connections and Leverage: Firmlevel Evidence from Pakistan. *MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS*, Volume 36, Issue 6: 364-383.
- * ابراهیمی، کاظم، بهرامی‌نسب، علی، حسن‌زاده، مهدی، (۱۳۹۶)، واکاوی کیفیت گزارشگری مالی و اجتناب مالیاتی در پرتو مالکیت دولتی و ارتباطات سیاسی، " فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت سازمان‌های دولتی، سال پنجم، شماره ۲، صص ۱۵۱-۱۶۶.
- * افلاطونی، عباس، (۱۳۹۴)، تجزیه و تحلیل آماری با EViews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، چاپ دوم، تهران، انتشارات ترمه.
- * 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، دوره ۲۵ (شماره ۲)، صص ۱۸۱-۱۹۸.
- * پوراحمدی، حسین. (۱۳۸۱)، اقتصاد سیاسی تعامل دولت و نظام جهانی در تدوین سیاست خارجی. مجله‌ی سیاست خارجی، ش ۶۴: صص ۱۰۸۲-۱۰۵۱.
- * 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. *دوفصلنامه علمی - پژوهشی حسابداری دولتی*، دوره ۳ (شماره ۱)، صص ۹-۲۰.
- * رضایی، فرزین و کمال‌الدین سعادت، (۱۳۹۳)، اثر حمایت سیاسی بر سطح نگهداشت موجودی نقد شرکت‌ها، کنفرانس بین‌المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی، تهران، شرکت دانش محور ارتاخه.
- * رضایی، فرزین، افروزی، لیلا، (۱۳۹۴)، رابطه هزینه بدهی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، پژوهش حسابداری، شماره ۱۶، صص ۸۵-۱۱۲.
- * رهنمای‌رودپشتی، فریدون، نیکو مرام، هاشم، شاهروردیانی، شادی، (۱۳۹۰)، مدیریت مالی راهبردی، چاپ اول، تهران، انتشارات حکیم باشی.
- * لاله ماژین، مریم، زلّقی، حسن، بیات، مرتضی، سبحانی، علی. (۱۳۹۶)، تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹ شماره ۳۶.
- * Bliss, M. & Gul, F.A., (2012), 'Political connections and cost of debt: Some Malaysian evidence', *Journal of Banking & Finance* Vol. 36, pp. 1520 - 1527.
- * Bertrand M, Kramaraz F, Schoar A, Thesmar D (2007). Politicians, firms and the political business cycle: evidence from France. Working paper series, University of Chicago, 1-20.
- * Boubakri N, Cosset J, Walid S, (2012), The impact of political connections on firms' operating

- * Stancic,P,Todorovic,M,Cupic,M,(2012), Value-based management and corporate governance: a study of Serbian corporations. *Economic Annals*, 57: (193),93-112.
- * Wang,Lihong & Lin, Philip T,(2016), who benefit from political connections?. *Asia- Pacific Journal of Accounting & Economics*,
- * 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*

یادداشت‌ها

1. Theory of Political Economy
2. Lee, & Wang
3. Value Creation
4. Value-based management
5. Stencic & et al
6. Mutindi Mzera
7. Bertrand & et al
8. Dombrovsky
9. Deng & et al
10. Khan & et al
11. Facio
12. Dicko
13. Agency issues
14. Xu & et al
15. Zhang and Wang
16. Fan & et al
17. Saeed & et al
18. Bliss & Gul
19. Minority shareholders
20. Boubakri
21. Mosco
22. Leuz& Oberholzer
23. Maaloul & et al
24. Wang & Lin
25. Datta
26. Goldman & et al