

بررسی اثر تعدیل کنندگی ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر رابطه بین بیش سرمایه گذاری و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عاطفه سجودی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد جویبار، ایران.

نام نویسنده مسئول:

عاطفه سجودی

چکیده

هدف این تحقیق بررسی اثر تعدیل کنندگی ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر رابطه بین بیش سرمایه گذاری و عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو مکانی این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال های بین ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ است. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش را مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی و غیرآزمایشی (میدانی و پیمایشی) قرار دارد. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۹۶ شرکت از ۴۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخاب گردید. نتایج تحقیق نشان داد ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد. ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر رابطه بین بیش سرمایه گذاری و عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر تعدیل کنندگی دارد.

واژگان کلیدی: ارتباطات سیاسی هیات مدیره، عملکرد مالی، بیش سرمایه گذاری، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

اخیرا تاثیر فعاليت های سياسی شرکتها در ادبیات آکادمیک توجه زیادی را بخود جلب کرده است. با استفاده از ارزیابی های مختلف توسط محققان، ارائه شد که رابطه مثبتی بین ارتباطات سياسی شرکتها و ارزش شرکتها وجود دارد (فاسیو^۱، ۲۰۰۶). همچنین طبق تحقیقات کلاس و همکاران^۲ (۲۰۰۸) نشان داده شد که رابطه مثبتی بین ارتباطات سياسی و بازده آتی و بازده مازاد شرکتها وجود دارد. این نتایج نشان می دهد که ایجاد ارزش برای شرکت و مدیران آن منجر به صرف انرژی زیاد جهت گسترش و بهبود ارتباطات سياسی می شود. در مقابل هاندای و اسکولار^۳ (۲۰۱۲) دریافتند که رابطه منفی بین عملکرد شرکتها و ارتباطات سياسی وجود دارد. ارتباطات سياسی بطور مثبت و معناداری با بازده آتی مقطعی همبستگی دارد. این تاثیرات در شرکتهایی که تعداد بیشتری از نمایندگان را حمایت می کنند قوی تر است. بعلاوه این رابطه برای شرکتهایی که از نمایندگان خانگی و دموکراتها حمایت می کنند قوی تر می باشد (کوپر و همکاران^۴، ۲۰۱۰). ارتباطات سياسی برای شرکتها منفعی بدنبال دارد. در دوره انتخابات زمانیکه هیات مدیره یا رئیس شرکتها با موفقیت وارد سیاست می شوند بازده انباشته غیرعادی سهام مثبتی وجود دارد (فاسیو، ۲۰۰۶). همچنین گزارش نامزدهایی که از نظر سياسی به اعضای هیات مدیره مرتبط هستند همبستگی مثبتی با بازده انباشته غیرنرمال سهام دارند (گلدمن و همکاران^۵، ۲۰۰۹). از طرفی ارتباطات سياسی بر سرمایه گذاری حاکمیت یا تصمیم گیری های سياسی تاثیر گذار است و این تصمیمات منفعی برای خود شرکت و بخش های مختلف آن بدنبال دارد (اطلس و همکاران، ۱۹۹۵).

همچنین، مشکلات سرمایه گذاری بیشتر از انداز نشان می دهد که هرچه بازده سهام کمتر باشد با مخارج سرمایه ای بیشتری در ارتباط است. گرچه افزایش سرمایه گذاری در همه موارد منجر به کاهش بازده سهام نمی شود. سرمایه گذاری می تواند کارا یا ناکارا باشد. تضاد بالقوه بین مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان بر سیاستهای سرمایه گذاری تاثیر می گذارد. این تضاد ها می تواند منجر به افزایش تصمیمات سرمایه گذاری ناکار شود که این خود مشکلات سرمایه گذاری بیش از اندازه و سرمایه گذاری کمتر از اندازه را بدنبال دارد. با توجه به جنسن و مک لینگ^۶ (۱۹۷۶) اگر مدیران از قدرت تصمیم گیری خود سو استفاده کرده و پروژه های ریسکی و غیر سودآور را بپذیرند باعث تخریب منافع سهامداران و اعتباردهندگان می شوند و این موجب رویداد مشکل سرمایه گذاری بیشتر از اندازه می شود. از طرف دیگر با توجه به اینکه ارتباطات سياسی بر ارزش شرکت تاثیرگذار است تحقیقات زیادی ارتباط بین ارتباطات سياسی و ریسک اعتباری شرکتها را اثبات کرده اند و دریافتند که هزینه وام های بانکی در شرکتهایی که ارتباطات سياسی دارند بطور بااهمیتی کمتر است (هاستون و همکاران^۷، ۲۰۱۴).

در نهایت، رشته ای از تحقیقات ارائه داده اند که فعاليت سياسی شرکت منجر به هزینه های نمایندگی می شود (کیم^۸، ۲۰۰۸). بعلاوه شرکتهایی که وابستگی سياسی دارند در مقایسه با سایر شرکتها عملکردی کمتر از حد دارند که این منجر به تحریف در کارایی سرمایه گذاری می شود. همچنین شرکتهایی که دارای ارتباطات سياسی می باشند ممکن است مالکیت سهام را محروم کنند و بنابراین اینگونه شرکتها قراردادهای آتی را از دست می دهند و عملکرد ضعیفی را ارائه خواهند داد (تائون، ۲۰۱۴). طبق تحقیقات زای و همکاران (۲۰۰۹) ارتباطات سياسی تاثیر منفی بر بازده دارایی ها اعمال می کند و مکانیزم های بازار نظیر سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه به عملکرد مالی بهتر شرکت کمک می کند. ارتباطات سياسی تاثیر مثبتی بر بازده بازار شرکتها دارد ولی استفاده از مکانیزم های بازار، بازده بازار شرکت را بهبود نمی بخشد. در نتیجه سرمایه گذاران تمایل به سرمایه گذاری در شرکتهایی که دارای ارتباطات سياسی هستند دارند زیرا ارتباطات سياسی موجب عملکرد بهتر شرکت می شود. لینگ و همکاران^۹ (۲۰۱۶) نشان دادند که ارتباطات سياسی ارتباط منفی و معنادار با عملکرد مالی شرکتها دارد. از طرفی آنان دریافتند که ارتباطات سياسی منجر به افزایش بیش سرمایه گذاری و ریسک سرمایه گذاری می شود. با توجه به نتایج متضاد موجود در تحقیقات ارائه شده مساله تحقیق حاضر این است که چه رابطه ای بین ارتباطات سياسی هیات مدیره، بیش سرمایه گذاری و عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

¹ Fasio et al² Clarsen et al³ Hondai et al⁴ Cooper et al⁵ Goldman et al⁶ Jensen et al⁷ Haston et al⁸ Kim⁹ Ling et al

مبانی نظری

سرمایه گذاری

براساس نظریه سرمایه گذاری نیز می تواند رابطه منفی بین تامین مالی برون سازمانی و بازده سهام وجود داشته باشد. براساس این فرضیه، بین مبادلات خالص تامین مالی برون سازمانی از طریق سهام و بدهی شرکت ها (تامین مالی خالص) و تصمیمات سرمایه گذاری مدیران، رابطه مستقیمی وجود دارد، یعنی هر چه میزان تامین مالی از سوی شرکت ها بیشتر باشد، سرمایه گذاری آنها بیشتر خواهد بود، به نحوی که در برخی از اوقات، این پدیده به سرمایه گذاری بیش از حد خواهد منجر گردید. حال، زمانی که عواید حاصل از تامین مالی صرف سرمایه گذاری اضافه شود، بین خالص افزایش در تامین مالی و بازده سهام رابطه منفی وجود خواهد داشت و زمانی این رابطه به بیشترین حد خود خواهد رسید که این عواید فوراً در فعالیت های عملیاتی، سرمایه گذاری شود. نظریه سرمایه گذاری بیش از اندازه براساس تضاد منافع میان مدیران و سهامداران شرکت ها شکل می گیرد. به هر حال، مدیران تمایل دارند اندازه شرکت را بزرگ نمایند، گرچه مجبور باشند پروژه های ضعیف را پذیرفته و ثروت سهامداران را کاهش دهند. اگر جریان های نقدی مازاد در دست نباشد، توانایی مدیران در رسیدن به این هدف محدود شده، ولی این محدودیت می تواند با تامین مالی از طریق بدهی و سرمایه برطرف شود. متعاقب آن، مدیر باید اصل و بهره این بدهی ها را با وجه نقد حاصل از بازده سرمایه گذاری در پروژه های ضعیف پرداخت نماید. در این صورت، مدیر با کسری وجه نقد روبرو خواهد شد (باتلر و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۲). علاوه بر این، نتایج تحقیق نشان داد منابع سرمایه ی لازم برای توسعه ی بنگاه های اقتصادی عمدتاً از محل سرمایه ی شخصی و در صورت امکان از محل منابع بانک (وام) تأمین شده است. با توجه به محدود بودن مالکان و در نتیجه محدود بودن امکان سرمایه گذاری جدید توسط آنان و همچنین محدود بودن و گران بودن تأمین منابع از طریق سیستم بانکی، امکان اجرای پروژه های موفق سرمایه ی جدید و توسعه ی شرکت های کارآفرین وجود ندارد. بنابراین، پیشنهاد می شود. شرکت های کارآفرین و کوچک با تبدیل شدن به شرکت های سهامی خاص، امکان جذب سهامداران و مالکان با سرمایه های مناسب و یا دارای ایده های اقتصادی مفید را فراهم کنند (سجادی و جعفری، ۱۳۹۱).

ارتباطات سیاسی

ارتباطات سیاسی به معنای انتقال اطلاعات سیاسی از بخش های سیاسی به بخش ای اجتماعی است و بر تعامل متقابل رسانه ها و سیاستمداران تأکید دارد. بنابراین تعریف ارتباطات برای تمام جنبه های رفتار سیاسی و اجتماعی دارای اهمیت است. بدون ارتباط نه سیاست و نه جامعه نمی تواند وجود داشته باشد. ارتباط عنصر پویای نظام سیاسی است. مفهوم ارتباطات سیاسی در واقع نقش ارتباطات و رسانه در حوزه سیاست و قدرت است و بر تعامل میان سیاستمداران و رسانه ها تأکید دارد. میکائیل شودسون^{۱۱} (۱۹۸۵) در دایره المعارف بین المللی علوم ارتباطات، با تأکید بر هدفدار بودن ارتباط می نویسد؛ «هر گونه انتقال پیام که موثر واقع شود و یا با هدف اثرگذاری بر توزیع یا کاربرد قدرت در جامعه اعمال گردد ارتباط سیاسی قلمداد می شود». به نوشته ویندلشام^{۱۲} (۲۰۰۳) ارتباط سیاسی عبارت است از انتقال عمدی یک پیام سیاسی از یک فرستنده به گیرنده با هدف ایجاد تغییر در رفتار، گفتار و پندار مخاطب آن طور که فرستنده می خواهد. ارتباطات سیاسی به معنای انتقال اطلاعات سیاسی از بخش های سیاسی به بخش ای اجتماعی است و بر تعامل متقابل رسانه ها و سیاستمداران تأکید دارد. بنابر این تعریف ارتباطات برای تمام جنبه های رفتار سیاسی و اجتماعی دارای اهمیت است. بدون ارتباط نه سیاست و نه جامعه نمی تواند وجود داشته باشد. ارتباط عنصر پویای نظام سیاسی است. «کارل دویچ» در مطالعات کلاسیک خود به نام «اعصاب حکومت» ارتباط را عنصر کانونی درک سیاسی می داند. مفهوم ارتباطات سیاسی در واقع نقش ارتباطات و رسانه در حوزه سیاست و قدرت است و بر تعامل میان سیاستمداران و رسانه ها تأکید دارد. میکائیل شودسون (۱۹۸۵) در دایره المعارف بین المللی علوم ارتباطات، با تأکید بر هدفدار بودن ارتباط می نویسد؛ «هر گونه انتقال پیام که موثر واقع شود و یا با هدف اثرگذاری بر توزیع یا کاربرد قدرت در جامعه اعمال گردد ارتباط سیاسی قلمداد می شود». به نوشته ویندلشام (۱۹۹۸) ارتباط سیاسی عبارت است از انتقال عمدی یک پیام سیاسی از یک فرستنده به گیرنده با هدف ایجاد تغییر در رفتار، گفتار و پندار مخاطب آن طور که فرستنده می خواهد (اسکات و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۱).

¹⁰ Batler et al

¹¹ Mikaeil Shodson

¹² Windlsham

¹³ Scott et al

عملکرد مالی

از دیرباز تاکنون مطالعات بسیاری برای دستیابی به معیاری مناسب جهت ارزیابی عملکرد شرکتها و مدیران به منظور اطمینان یافتن از همسویی حرکت شرکت با منافع سرمایه گذاران بالفعل و مبنایی برای اتخاذ تصمیمات اقتصادی سرمایه گذاران بالقوه و اعتباردهندگان صورت پذیرفته است. نتیجه های به دست آمده از این مطالعات به ارائه چهار رویکرد در رابطه با معیارهای عملکرد به شرح زیر انجامیده است:

- ۱- رویکرد حسابداری: در این رویکرد از ارقام مندرج در صورتهای مالی نظیر سود، سود هر سهم، جریانهای نقدی عملیاتی، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام جهت ارزیابی عملکرد استفاده می شود (انصاری و کریمی، ۱۳۸۷).
- ۲- رویکرد اقتصادی: بر اساس این رویکرد که در آن از مفاهیم اقتصادی استفاده می شود، عملکرد واحد تجاری با تأکید بر قدرت سودآوری داراییهای شرکت و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه به کار رفته ارزیابی می شود. ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده بازار در این گروه جای دارند (انواری رستمی و همکاران، ۱۳۸۳).
- ۳- رویکرد تلفیقی: در این رویکرد ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار برای ارزیابی عملکرد به کار می رود مانند؛ نسبت کیو توبین و نسبت قیمت به سود (ملکیان و اصغری، ۱۳۸۵).
- ۴- رویکرد مدیریت مالی: مطابق با این رویکرد، اغلب از تئوری های مدیریت مالی نظیر الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و مفاهیم ریسک و بازده استفاده می شود. تأکید اصلی این رویکرد بر تعیین بازده اضافی هر سهم می باشد (انصاری و کریمی، ۱۳۸۷).

پیشینه تحقیقات

پیشینه تحقیقات داخلی

خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) به بررسی تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکتها دارای رابطه مثبت معنی داری هستند. سرمایه گذار نهادی عمده با ارزش شرکت دارای رابطه مثبت و با عملکرد شرکت دارای رابطه منفی است. دوگانگی وظیفه مدیر عامل با ارزش شرکت دارای رابطه منفی معنی دار بوده و با عملکرد شرکتها دارای رابطه منفی معنی دار نیست.

ملا اسمعیلی دهشیری و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی ارتباط میان ثبات سیاسی، سرمایه انسانی و جریان سرمایه گذاری مستقیم خارجی، رهیافت خودرگرسیون برداری تابلویی مورد کشورهای در حال توسعه منتخب پرداختند. همچنین، نتایج تحقیق نشان دهنده این است که واکنش *FDI* نسبت به ثبات سیاسی مثبت و واکنش سرمایه انسانی به *FDI* و رشد اقتصادی مثبت است بدین معنا که ثبات سیاسی بر جذب *FDI* تأثیر مثبت دارد و *FDI* و رشد اقتصادی تأثیر مثبت بر سرمایه انسانی دارند.

نیکومرام و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین روابط سیاسی و کیفیت اقلام تعهدی پرداختند. این پژوهش با هدف شناسایی تاثیر روابط سیاسی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر کیفیت اقلام تعهدی و سپس رابطه متغیرهای حسابداری کلیدی شرکتهای دارای روابط سیاسی با کیفیت اقلام تعهدی انجام گرفته است. نتایج حاصل از این تحقیق در قلمرو زمانی پنج ساله ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ نشان می دهد که وجود رابطه سیاسی در شرکتهای نمونه منجر به کاهش کیفیت اقلام تعهدی می گردد.

حیدری و همکاران (۱۳۹۳) به صورت تجربی رابطه بین هزینه های سیاسی با فرصت های رشد شرکت با استفاده از رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری پرداختند. جامعه آماری پژوهش را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ تشکیل می دهد. یافته های تحقیق حاکی از آن است که بین هزینه های سیاسی و فرصت های رشد شرکت ارتباط مثبت و معنی دار وجود دارد.

پورآقاجان و دوستعلی زاده (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش افزوده اقتصادی پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که از میان مکانیزم های حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش رابطه معناداری بین سه متغیر مستقل تمرکز مالکیت، دوگانگی نقش رئیس هیئت مدیره و تعداد اعضای هیئت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی یافت نشد، در صورتی که بین متغیر کنترلی اندازه شرکت و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

پیشینه تحقیقات خارجی

چن و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی ارتباط بین مداخلات سیاسی دولت و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین پرداختند. مطالعات نشان داده اند که تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه گذاران برون سازمانی منجر به تصمیم گیری سرمایه گذاری نامطلوب می شود. شواهد حاکی از آن است که ارتباطات سیاسی در شرکتها منجر به کاهش ارزش می شود. همچنین مداخلات سیاسی دولت در شرکتها منجر به تحریف رفتار سرمایه گذاری و در نتیجه به کارایی سرمایه گذاری خدشه وارد می کند.

هی و زو^{۱۴} (۲۰۱۲) به بررسی ارتباط بین ارتباطات سیاسی و ارزش شرکت های خارج از کشور پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین پرداختند. قلمرو زمانی پژوهش حاضر دوره زمانی بین سالهای ۲۰۰۰ الی ۲۰۰۸ می باشد. با توجه به مطالعات پیشین که در شرکت های موجود در ایالت متحده آمریکا انجام شد؛ ارتباطات سیاسی هیچ گونه تاثیری بر ارزش شرکتها ندارد. طبق آزمون فرضیات تحقیق حاضر نتایج پژوهش نشان داد که در شرکت های خارجی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین در دوره زمانی ذکر شده ارتباطات سیاسی منجر به کاهش ارزش می شود.

ژائو و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین ارتباطات سیاسی و کارایی سرمایه گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که شرکتهایی که از ارتباطات سیاسی برخوردارند از کارایی ضعیف در سرمایه گذاری نیز برخوردار می باشند. همچنین سطوح مختلف ارتباطات سیاسی تاثیرات متفاوتی بر عدم کارایی سرمایه گذاری می گذارد. بدین صورت که شرکتهایی که با سران دولتی در ارتباطند ارتباط مثبت با سرمایه گذاری بیش از حد داشته و ارتباط منفی با سرمایه گذاری کمتر از حد دارند.

گنگ^{۱۵} (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین ارتباطات سیاسی و ارزش شرکت پرداخت. با استفاده از داده های ترکیبی که شامل ۷۶۵ شرکت می باشد نتایج پژوهش حاکی از آن بود شرکتهایی که از ارتباطات سیاسی برخوردارند زمانی که جریان های نقدی منفی است و فرصتهای سرمایه گذاری ضعیف است بیشتر سرمایه گذاری می کنند و این خود منجر به ایجاد مشکل سرمایه گذاری بیش از اندازه و کاهش ارزش می شود.

تانگ و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین ارتباطات سیاسی و ارزش شرکتها پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد ارزش شرکت هایی که مدیران آنها دارای وابستگی سیاسی هستند در پی اعلان قانون جدید و متعاقب آن، استعفای مدیران، افت معناداری داشته اند. علاوه بر این، کاهش ارزشیابی زمانی مشهودتر است که شرکت جزو صنایع تنظیم شده باشد و مدیر مستعفی نیز از اهمیت حیاتی برای ایجاد و حفظ ارتباطات سیاسی برخوردار باشد.

متدولوژی تحقیق

فرضیه ها

- ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.
- ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر رابطه بین بیش سرمایه گذاری و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر تعدیل کننده دارد.

تعریف عملیاتی متغیرها

ارتباطات سیاسی هیات مدیره (متغیر تعدیل گر)

اگر حداقل یکی از اعضای هیات مدیره شرکت جز نماینده مجلس شورای اسلامی، اعضای کابینه دولت، مجلس خبرگان، سران قوه قضاییه و تشخیص مصلحت نظام باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر (عبداللهی نژاد و افخمی، ۱۳۹۱؛ کمال اکبری، ۱۳۹۰).

بیش سرمایه گذاری (متغیر مستقل)

کارایی سرمایه گذاری، از طریق مدل زیر محاسبه شده است (شرکتهایی که میزان بیش سرمایه گذاری آنها از میانگین بیش سرمایه گذاری کلیه شرکت های مورد نمونه بالاتر باشد به عنوان شرکتهای دارای بیش سرمایه گذاری بالا در نظر گرفته می شوند و بر عکس این امر نیز صادق است) :

¹⁴ He & Xu

¹⁵ Gang

¹⁶ Tang et al

$$I_X = \beta_0 + \beta_1 * \frac{CFO}{X_{t-1}} + GO + \varepsilon_t$$

$$GO = MBT, SR_{t-1}$$

I : سرمایه گذاری های شرکت

CFO : جریان وجوه نقد حاصل از عملیات

X : معیار اندازه گیری سرمایه گذاری های شرکت

GO : فرصت های رشد شرکت

MTB : شاخص کیو توبین

SR : رشد درآمد فروش در پایان سال مالی قبل است.

مبنای نظری مدل فوق، بر این نکته استوار است که فرصت های رشد شرکت، باید سرمایه گذاری های جدید شرکت را توجیه نماید. به بیان دیگر، انتظار بر این است که در رگرسیون بین این دو متغیر، فرصت های رشد، سرمایه گذاری ها را توضیح دهد. بنابراین، در صورتی که فرصت های رشد نتواند سرمایه گذاری ها را توضیح دهد، مقادیر خطای حاصل، ناکارایی سرمایه گذاری را نشان خواهد داد. در مدل (۱)، ε_t نشان دهنده آن میزان از سرمایه گذاری ها (I) است که توسط فرصت های رشد توضیح داده نمی شود. این مقادیر خطا ممکن است مثبت یا منفی باشد. مقادیر مثبت خطا، بیش سرمایه گذاری و مقادیر منفی، کم سرمایه گذاری نامیده می شود. در این تحقیق، از دو مدل بر مبنای تغییر در دارایی های غیر جاری و تغییر در سرمایه گذاری های بلندمدت برای اندازه گیری کارایی سرمایه گذاری، استفاده شده است.

$$I_{NCA} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{CFO}{NCA_{t-1}} + \gamma_2 MTB + \gamma_3 SR_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

I_{NCA} : شاخص سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در دارایی های غیر جاری؛

NCA_{t-1} : جمع دارایی های غیر جاری در پایان سال مالی قبل است.

پس از برآورد مدل (۲)، با قرار دادن مقادیر واقعی در این مدل، مقادیر خطا برای هر شرکت - سال محاسبه، و با ضرب نمودن منفی یک در مقدار خطای منفی، معیار بررسی کارایی سرمایه گذاری به دست می آید. همچنین، همان طور که اشاره شد، کارایی سرمایه گذاری، با استفاده از مدل بر مبنای تغییر در سرمایه گذاری های بلندمدت نیز محاسبه شده است که نحوه برآورد آن به شرح زیر است:

$$I_{LIT} = \gamma_0 \frac{CFQ}{LI_{t-1}} + \gamma_1 MTB + \gamma_2 SR_{t-1} + \gamma_3 \frac{OP}{TA} + \varepsilon_t \quad (3)$$

I_{LIT} : شاخص سرمایه گذاری بر مبنای تغییر در سرمایه گذاری های بلندمدت،

LI_{t-1} : سرمایه گذاری های بلندمدت در پایان سال مالی قبل،

$$\frac{OP}{TA}$$

: نسبت سود عملیاتی بر جمع دارایی هاست. همانند مدل قبلی، با قرار دادن مقادیر واقعی در مدل برآورد شده، مقادیر خطا برای هر شرکت - سال محاسبه می شود که با ضرب نمودن منفی یک در مقادیر خطای منفی، معیار بررسی کارایی سرمایه گذاری حاصل می گردد (رضایی و همکاران، ۱۳۹۱).

بازده دارایی ها (متغیر وابسته)

نسبت درآمد خالص به کل دارایی های شرکت ها می باشد (عزتی و همکاران، ۱۳۹۴).

اندازه شرکت (متغیر کنترلی)

لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی های شرکت می باشد (نادری و همکاران، ۱۳۹۲).

اهرم مالی (متغیر کنترلی)

نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت ها می باشد (محسنی و همکاران، ۱۳۸۹).

روش تحقیق

چنانچه طبقه بندی تحقیقات بر حسب هدف را مد نظر قرار دهیم، تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش را مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی و غیرآزمایشی (میدانی و پیمایشی) قرار دارد. ضمن اینکه در فرآیند این تحقیق از روش های کتابخانه ای و میدانی نیز به عنوان اجزاء جدا نشدنی تحقیقات علمی بهره برداری شده است. و این تحقیق بر حسب هدف کاربردی و براساس شیوه گردآوری داده ها، توصیفی-پیمایشی است. به این دلیل کاربردی است.

مدل رگرسیونی

فرضیه اول

$$financial\ performance_{it} = a_0 + a_1 political\ connections_{it} + a_2 size_{it} + a_3 lev_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه دوم

$$\begin{aligned} financial\ performance_{it} \\ = a_0 + a_1 political\ connections_{it} + a_2 overinvestment_{it} \\ + a_3 (political\ connections_{it} \times overinvestment_{it}) + a_4 size_{it} + a_5 lev_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

جامعه و نمونه آماری

در پژوهش حاضر به منظور آزمون فرضیات پژوهش از داده های مالی طبقه بندی شده و حسابرسی شده شرکت های فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده خواهد شد. نمونه آماری تمامی شرکت هایی است که دارای شرایط ذیل باشد.

۱. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
 ۲. شرکت طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴، تغییر سال مالی نداده باشد.
 ۳. اطلاعات مالی لازم به منظور استخراج داده های مورد نیاز در دسترس باشد.
 ۴. تا پایان سال مالی ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
 ۵. جزء بانک ها و مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها) نباشد؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبری شرکتی در آن ها متفاوت است.
- بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۹۶ شرکت از ۴۰۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخاب گردید.

روش تجزیه و تحلیل داده ها

تجزیه تحلیل اطلاعات در این پژوهش با توجه به موضوع، متغیر ها، فرضیه ها و روش تحقیق، از نرم افزار ایویوز ۷ برای آزمون فرضیه ها و معناداری روابط بین متغیرها و همچنین اکسل برای محاسبات استفاده خواهد شد. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جاک-برا استفاده خواهد شد. در پژوهش حاضر، آزمون معنادار بودن در الگوی رگرسیون شامل؛ آزمون معنادار بودن رگرسیون و آزمون معنادار بودن ضرایب انجام خواهد شد. همچنین، آزمون پیش فرض های استفاده از مدل رگرسیون شامل؛ آزمون ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر و آزمون هاسمن انجام خواهد شد.

نتایج

بررسی ناهمسانی واریانس

در این قسمت به تخمین ناهمسانی واریانس- که ناشی از ویژگی های متفاوت شرکت ها می باشد- می پردازیم. زمانی که در واحدهای مقطعی دارای واریانس همسان باشد، اما واریانس آن در سرتاسر واحدها متفاوت باشند، ما ناهمسانی واریانس گروهی خواهیم داشت. همانند بررسی ایستایی متغیرها در اینجا نیز نیاز به بکارگیری روش مناسب برای داده های تلفیقی داریم. ما از آماره اصلاح شده والد برای بررسی ناهمسانی واریانس گروهی در بین باقی مانده های مدل رگرسیون اثرات ثابت استفاده می کنیم.

جدول ۱-۱- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

شرح	مقدار آماره کای دو	سطح معناداری
آماره اصلاح شده والد	-۷۱۵۴,۹۳	۰,۲۰۳۲

*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول ۱-۱- به دلیل اینکه سطح معناداری آماره کای دو از سطح خطای ۵ درصد بیشتر می باشد، می توان فرض ناهمسانی واریانس را رد و در مقابل، فرض همسانی واریانس را پذیرفت.

تعیین روش برآورد مدل- آزمون معنی دار بودن روش اثرات ثابت

روش برآورد مدل حاضر، بر اساس داده های تلفیقی (پانل) است. این روش ترکیبی از "اطلاعات سری زمانی" و "داده های مقطعی" می باشد. در هر یک از مدل های سری زمانی و داده های مقطعی، نارسایی هایی وجود دارد. در روش تلفیقی ابتدا دو آزمون F و هاسمن جهت تعیین یکی از دو روش اثر ثابت و یا اثر تصادفی استفاده می شود که نتایج آن دو آزمون، در جداول زیر آورده شده است :

آزمون آماره F جدول ۲-۱- نتایج آزمون آماره F

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
آماره F مقطعی	۴,۰۰۵۱۲۶	۹۵	*۰,۰۴۱
آماره کای اسکوتر مقطعی	۱۳۵,۶۰۳۷۱۴	۹۵	*۰,۰۰۶

*سطح خطای ۵ درصد

آزمون هاسمن

جدول ۳-۱- نتایج آزمون هاسمن

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
آماره F مقطعی	۷,۱۵۲۳۹۶	۳۶	*۰,۰۱۷

*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به جدول ۲-۱- و ۳-۱- نتایج دو آزمون انجام شده (F و هاسمن) در هر دو آزمون احتمال بدست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین باید در مدل رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت استفاده شود.

آزمون فرضیه اول

جدول ۴-۱- آزمون رگرسیون فرضیه اول

نام متغیر	ضریب تاثیر	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰,۹۱۶	۳,۸۱۵	*۰,۰۲۳
ارتباطات سیاسی هیات مدیره	-۲,۴۱۵	-۴,۵۹۱	*۰,۰۱۷
اندازه شرکت	۵,۰۰۳	۳,۶۳۸	*۰,۰۳۱
اهرم مالی	۰,۴۲۱	۵,۹۲۹	*۰,۰۰۰

*سطح خطای ۵ درصد

جدول ۱-۵- قابلیت تبیین و معناداری کل مدل

ANOVA		دوربین - واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده
سطح معناداری	F		
***,۰۰۰	۵۳,۳۱۱	۱,۹۰۶	۰,۵۱۴

*** سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جداول ۱-۴ و ۱-۵- چون مقدار آماره آزمون دوربین واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد فرض وجود همبستگی بین خطا ها رد می شود و می توان از رگرسیون استفاده کرد. با توجه به معنی داری مقدار آزمون $F(۵۳,۳۱۱)$ در سطح خطای کوچک تر از ۰,۰۱ می توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیونی تحقیق مرکب از متغیرهای مستقل، کنترل و وابسته، مدل خوبی بوده و مجموعه متغیرهای مستقل و کنترلی قادرند تغییرات عملکرد مالی شرکت ها را تبیین کنند. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰,۵۱۴ می باشد، نشان می دهد که ۵۱,۴ درصد از کل تغییرات متغیر وابسته تحقیق، وابسته به متغیرهای مستقل و کنترلی در این مدل می باشد. همچنین، ضریب تاثیر متغیر ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر عملکرد مالی برابر با ۲,۴۱۵- است. از طرفی، با توجه به سطح معناداری آماره t متغیر ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر عملکرد مالی (۰,۰۱۷)، به دلیل کمتر بودن از سطح خطای ۵ درصد می توان با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه H_0 را رد نمود.

آزمون فرضیه دوم

جدول ۱-۶- آزمون رگرسیون فرضیه دوم

نام متغیر	ضریب تاثیر	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰,۸۴۷	۷,۰۰۶	***,۰۰۰
بیش سرمایه گذاری	-۲,۶۲۳	-۶,۶۴۱	***,۰۰۹
ارتباطات سیاسی هیات مدیره	-۰,۵۱۹	-۴,۸۵۱	***,۰۲۸
ارتباطات سیاسی هیات مدیره $\times$ بیش سرمایه گذاری	۴,۱۳۵	۳,۷۰۵	***,۰۴۱
اندازه شرکت	۱,۶۱۳	۳,۸۸۶	***,۰۳۶
اهرم مالی	۰,۲۹۷	۶,۰۶۲	***,۰۱۱

*** سطح خطای ۵ درصد

جدول ۱-۷- قابلیت تبیین و معناداری کل مدل

ANOVA		دوربین - واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده
سطح معناداری	F		
***,۰۰۰	۵۹,۶۰۱	۲,۰۶۷	۰,۳۳۵

*** سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جداول ۱-۶ و ۱-۷- چون مقدار آماره آزمون دوربین واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد فرض وجود همبستگی بین خطا ها رد می شود و می توان از رگرسیون استفاده کرد. با توجه به معنی داری مقدار آزمون $F(۵۹,۶۰۱)$ در سطح خطای کوچک تر از ۰,۰۱ می توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیونی تحقیق مرکب از متغیرهای مستقل، کنترل و وابسته، مدل خوبی بوده و مجموعه متغیرهای مستقل و کنترلی قادرند تغییرات عملکرد مالی شرکت ها را تبیین کنند. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰,۳۳۵ می باشد، نشان می دهد که ۳۳,۵ درصد از کل تغییرات متغیر وابسته تحقیق، وابسته به متغیرهای مستقل و کنترلی در این مدل می باشد. همچنین، ضریب تاثیر متغیر ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر رابطه بین بیش سرمایه گذاری و عملکرد مالی برابر با ۴,۱۳۵ است. از طرفی، با توجه به سطح معناداری آماره t متغیر ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر رابطه بین بیش سرمایه گذاری و عملکرد مالی (۰,۰۴۱)، به دلیل کمتر بودن از سطح خطای ۵ درصد می توان با اطمینان ۹۵ درصد فرضیه H_0 را رد نمود و می توان بیان کرد، ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر رابطه بین بیش سرمایه گذاری و عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر تعدیل کنندگی دارد.

نتیجه گیری

نتیجه آزمون فرضیه اول نشان داد بین ارتباطات سیاسی هیات مدیره و عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، نتیجه آزمون فرضیه دوم نشان داد ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر رابطه بین بیش سرمایه گذاری و عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد. از همین رو، تانگ و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که استخدام مدیرانی که دارای ارتباطات سیاسی هستند، اثر مثبتی بر ارزشیابی شرکت های چینی می گذارد. گنگ (۲۰۱۴) نشان داد بین ارتباطات سیاسی و ارزش شرکت ارتباط معنادار و منفی وجود دارد. هی و زو (۲۰۱۲) نشان دادند که در شرکتهای خارجی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین در دوره زمانی ذکر شده ارتباطات سیاسی منجر به کاهش ارزش می شود. چن و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی ارتباط بین مداخلات سیاسی دولت و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین پرداختند. نشان داد که ارتباطات سیاسی در شرکتهای منجر به کاهش ارزش می شود. زای و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند که ارتباطات سیاسی تاثیر منفی بر بازده دارایی ها اعمال می کند. حیدری و همکاران (۱۳۹۳) نشان دادند که بین هزینه های سیاسی و فرصت های رشد شرکت ارتباط مثبت و معنی دار وجود دارد.

پیشنهادهای

اگر شرکتی درصدد برآید که ثروت سهامداران را به حداکثر برساند، باید در تصمیم گیری ها، اهداف خود را به گونه ای تعیین کند که باعث افزایش تقاضای سرمایه گذاران گردد. این نوع تقاضاها موجب بالا رفتن قیمت آن اوراق بهادار در بازار خواهد شد. یکی از راه های افزایش ثروت سهامداران این است که ارزش سهام عادی شرکت افزایش یابد. بنابراین، نکته حائز اهمیت این است که مدیران بتوانند متغیرها یا عواملی را مورد توجه قرار دهند که در فرآیند تعیین ارزش اوراق بهادار، موردنظر سرمایه گذاران قرار می گیرند. بنابراین سرمایه گذاران و سهامداران باید در شرکتهایی سرمایه گذاری نمایند که از ارتباطات سیاسی برخوردار نباشند تا از این طریق بتوانند از ما به التفاوت ارزش شرکت ها بهره مند شوند و از این طریق می توانند ریسک سرمایه گذاری خود را به حداقل برسانند و بهره وری را افزایش دهند.

منابع و مراجع

- [۱] بادآورنده‌دی، یونس و تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در مراحل چرخه عمرشرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری. دوره ۵. شماره ۱۸.
- [۲] خواجوی، شکراله و حسینی، سیدحسین. (۱۳۸۹). بررسی رابطه حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت های حسابداری. دوره ۲. شماره ۱. صص ۶۷-۸۴.
- [۳] رجبی خامسی، وجیهه. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین مکانیزم های ساختار مالکیت و عدم کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار. پایا نامه کارشناسی ارشد دانشگاه فردوسی مشهد. دانشکده علوم اداری و اقتصاد.
- [۴] ملاسمعیلی دهشیری، حسن؛ صامتی مرتضی و صامتی، مجید. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط میان ثبات سیاسی، سرمایه انسانی و جریان سرمایه گذاری مستقیم خارجی، رهیافت خودرگرسیون برداری تابلویی مورد کشورهای در حال توسعه منتخب. اولین همایش بین المللی اقتصاد سنجی، روشها و کاربردها.
- [۵] مهدوی، ابوالقاسم و میدری، احمد. (۱۳۸۴). بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و کارایی شرکت های فعال در بازار اوراق بهادار تهران. تحقیقات اقتصادی. شماره ۵۱.
- [۶] مهرآذین، علیرضا؛ زنده دل، احمد و دامن افشار، نرگس. (۱۳۹۱). بررسی ارتباط عدم تقارن اطلاعاتی با کارایی سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. بازاریابی و تحقیقات.
- [۷] نیکومرام، هاشم؛ بنی مهد، بهمن؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و کیانی، علی. (۱۳۹۲). اقتصاد مبتنی بر روابط، روابط سیاسی و کیفیت اقلام تعهدی. www.sid.ir.
- [۸] واعظ، سید علی و رشیدی باغی، محسن. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری. پیشرفت های حسابداری. دوره ۶. شماره ۲.
- [9] Chen, R, Ghoul, S, Guedhami, O, & Wang, H. (2013). Do state and foreign ownership affect investment efficiency: evidence from privatizations? Available at www.ssrn.com
- [10] Chen, S, Sun, Z, Tang, S, & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of corporate finance*, vol 17. No 2, pp 259-271
- [11] Chen, S, Sun, Z, Tang, S, & Wu, D. (2009). Political connections and investment efficiency: Evidence from SOEs and private enterprises in China. Available at www.ssrn.com
- [12] Duchin, R, & Sosyura, D. (2012). The politics of government investment. *Journal of financial economics*, vol106. No 1
- [13] Geng, Z. (2013). Political connections and investment efficiency: evidence from Chinese listed private firms. Master thesis. School of economics and management
- [14] He, J, & Xu, L. (2012). Political connection and investment efficiency for Chinese Oversees firms. *Economic management journal*.
- [15] Leng, L, Xiaorong, Z, Quanxi, L, Pingping, S, & Haijian Z. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate Prms, *Finance Research Letters* (2016), doi: 10.1016/j.frl.2016.05.009.
- [16] Zhao, X, Wan, D, & Xu, H. (2013). Political connections and the efficiency of capital allocation through bond financing in Chinese listed companies. *Emerging markets finance and trade*, vol49. No 2, pp 158-170
- [17] Zheng, Y. (2008). Bank lending incentives and firm investment decisions in China. Available at www.ssrn.com