

## تأثیر مداخله دولت در تخصیص سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و کارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

احمد حسن نژاد نورودی ۱، احمد امامی ۲

۱ کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد ورامین - پیشوا، ورامین، تهران، ایران  
 ۲ استادیار گروه حسابداری، دانشکده حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد ورامین - پیشوا، ورامین، تهران، ایران

### چکیده

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. به همین منظور، در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر مداخله دولت در تخصیص سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و کارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های کاربردی بوده و روش آن از نوع علی-پس رویدادی است. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و نمونه پژوهش با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ و با اعمال شرایط متغیرهای پژوهش به تعداد ۱۱۹ شرکت انتخاب شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از تکنیک آماری رگرسیون داده‌های تابلویی استفاده شده است و نتایج پژوهش حاکی از آن است که مداخله دولت، منجر به افزایش سرمایه‌گذاری در داراییهای ثابت و سهام شده اما تأثیری بر سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه ندارد. همچنین مالکیت دولتی در شرکت‌های تحت مداخله دولت نیز با افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت و سهام و کاهش سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه همراه است.

**واژه‌های کلیدی:** مداخله دولت، تخصیص سرمایه‌گذاری شرکت، کارایی شرکت

## ۱- مقدمه

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 (کلاسنس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸؛ هوستن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴؛ پیوتروسکی و ژانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). از سویی، ارتباطات سیاسی می‌تواند به کاهش مشکلات ناشی از محدودیت‌های مالی کمک کند و سرمایه لازم را برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت فراهم کند. با وجود این، دسترسی به سرمایه خارجی زیاد از طریق ارتباطات سیاسی، شرکت را به سرمایه‌گذاری‌های پایین تر 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 ای که دولت به آنها علاقه دارد، مدیران ارشد شرکت‌ها مجبور می‌شوند در پروژه‌های غیرسودآور سرمایه‌گذاری کنند؛ پروژه‌هایی که از لحاظ سیاسی مطلوب است ولی موجب ناکارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد ضعیف شرکت می‌شود (پن و تیان<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷). بدین ترتیب شرکت‌های دارای روابط سیاسی، به دلیل نادیده گرفتن ارزش شرکت، عملکرد پایینی خواهند داشت. از اینرو تأثیر ارتباطات سیاسی بر فرآیند سرمایه‌گذاری شرکت متفاوت بوده به تحقیقات بیشتر نیاز دارد (بادآورنهدی و تقی زاده، ۱۳۹۷).

## بیان مسئله

اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه‌ای است که آن را یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه کرده است، اما باید به یاد داشت که به همان میزان که توجه به این امر می‌تواند باعث شود اقتصاد رشد یابد و شکوفا شود، توجه نکردن به آن می‌تواند موجب شود افت اقتصادی پیش آید، بنابراین باید گفت که رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی، در بلندمدت، بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل مهم مؤثر موجود در محیط آن ممکن نیست. مطالعه دقیق تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و عوامل مهم در محیط فعالیت سرمایه‌گذاران می‌تواند از یک طرف موجب شود حجم نقدینگی‌های سرگردان و تورم کاهش یافته، اشتغال افزایش یابد و از طرف دیگر، باعث شود مدیریت بهتر شده، ثروت سرمایه‌گذاران افزون گردد.

از طرفی نقش دولت در ترویج و تنظیم توسعه اقتصادی به‌عنوان مسئله بسیار مهمی شناخته شده است. به عقیده محققین<sup>۵</sup>، یکی از راه‌هایی که دولت می‌تواند به طور قابل توجهی بر روی استراتژی مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارد، دخالت مستقیم در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت است. مداخله دولت در تقریباً تمام کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه وجود دارد و به نظر می‌رسد جایگزین بخش خصوصی است. اقتصادهای در حال گذار و در حال توسعه در مقایسه با اقتصادهای توسعه‌یافته احتمال بیشتری دارد که ناکارایی و شکست بازار را تجربه کنند. از این‌رو، مداخله دولت می‌تواند به افزایش بهره‌وری تخصیص منابع اقتصادی کمک کند. با این حال، در اقتصادهای در حال توسعه از آنجایی که احتمالاً اهداف دولتی از اهداف بازار محور جدا هستند، مداخلات دولت می‌تواند به عوض به دست آوردن منافع اقتصادی، نه تنها در سطح بازار، بلکه در سطح شرکت منجر به عدم تخصیص بهینه منابع شود. اگرچه مداخله دولت به وضوح پیامدهای مهمی برای توزیع منابع در سطح شرکت و انواع مختلف تخصیص سرمایه‌گذاری دارد (اساساً از طریق تغییر در سیاست دولتی یا تأثیر مستقیم بر محیط سازمانی)، تحقیقات کمی در مورد تأثیر دخالت دولت بر تخصیص سرمایه‌گذاری شرکت‌ها انجام شده است (هاو و لو<sup>۶</sup>، ۲۰۱۸).

سرمایه‌گذاری در منابع طبیعی مانند نفت، گاز طبیعی و معادن می‌تواند به کسب مزایای انحصاری منجر شود. با این حال، دولت در سراسر جهان، از جمله ایران، معمولاً مقررات بسیار دقیق و گسترده‌ای برای هرگونه سرمایه‌گذاری در منابع طبیعی دارند.

<sup>1</sup> Claessens et al.

<sup>2</sup> Houston et al.

<sup>3</sup> Piotroski & Zhang

<sup>4</sup> Pan & Tian

<sup>5</sup> Chen et al. 2011a; Cohen, Coval, and Malloy, 2011; Julio and Yook, 2012; Lin and Wong, 2013

<sup>6</sup> Hao and Lu

علاوه بر این، مداخله دولت در تخصیص منابع طبیعی، به ویژه در یک اقتصاد گذار، به راحتی منجر به رفتارهایی مثل معاملات خودی‌ها و حتی فساد آشکار می‌شود (هاو و لو، ۲۰۱۸).

دولت ممکن است گاهی جهت دستیابی بهتر به اهداف اجتماعی و اقتصادی خود ترجیح دهد در سهام سایر بنگاه‌ها سرمایه‌گذاری نماید. به عنوان مثال، طبق پژوهش چن و یانگ<sup>۷</sup> (۲۰۱۰)، سرمایه‌گذاری دولت در شرکت‌های محلی چین که از مشکلات عملیاتی و مالی رنج می‌بردند، منجر به کاهش فشار بیکاری در منطقه شد و به این ترتیب ثبات اقتصادی و اجتماعی محلی را تقویت کرد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری در صنایع خاصی که در سیاست دولت ارجح هستند، به افزایش اندازه اقتصاد و رقابت کلی بازار کمک می‌کند.

در ایران، دولت از طریق مالکیت قابل توجه و کنترل، نقش مهمی در فعالیت‌های تجاری ایفاء می‌کند. اگرچه شرکت‌های خصوصی (غیردولتی) در حال افزایش هستند اما نفوذ دولت در بخش خصوصی در طول روند خصوصی‌سازی به شدت مشاهده می‌شود. همچنین شرکت‌های دولتی هنوز هم نقش مهمی در تقریباً همه منابع اقتصادی مهم، به ویژه در صنایعی مانند منابع طبیعی، خدمات، حمل‌ونقل و زیرساختها دارند. لذا با توجه به مطالب ارائه شده، سؤال پژوهش حاضر این است که آیا در ایران مداخله دولت بر تخصیص سرمایه‌گذاری شرکتها و کارایی تأثیر می‌گذارد؟ و آیا نوع مالکیت شرکت بر این ارتباط تأثیرگذار است یا خیر.

### اهداف تحقیق

هدف اصلی: بررسی تأثیر مداخله دولت در تخصیص سرمایه‌گذاری شرکتها و کارایی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران  
اهداف فرعی:

اول: بررسی ارتباط مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری.

دوم: بررسی تأثیر نوع مالکیت شرکت بر ارتباط بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری.

### فرضیه های تحقیق

اول: بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

دوم: نوع مالکیت شرکت بر ارتباط بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

### پیشینه پژوهش

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷)، در تحقیقی با عنوان "تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت" برای دستیابی به هدف پژوهش، ۱۱۰ شرکت از تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ انتخاب و با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی، فرضیه‌های پژوهش را مورد آزمون قرار دادند. بر اساس یافته‌های آن‌ها، ارتباطات سیاسی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا منابع مالی بیشتری به دست آورند، اما دسترسی به وام‌های تجاری نشئت گرفته از ارتباطات سیاسی، اعتبار مضاعفی ایجاد کرده و هزینه‌های مالی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، دخالت سیاستمداران ممکن است موجب تحریف در تخصیص منابع اجتماعی شده و به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و تضعیف عملکرد شرکت منجر شود.

رهنمای رودپشتی و محسنی (۱۳۹۷)، در تحقیقی با عنوان "ارتباطات سیاسی، سود نقدی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" نمونه آماری متشکل از ۱۱۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ بررسی کردند. یافته‌های تحقیق نشان داد که بین ارتباطات سیاسی و سود نقدی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. به عبارتی با افزایش ارتباطات سیاسی، سود نقدی تقسیمی افزایش می‌یابد. همچنین یافته‌های تحقیق بیانگر رابطه مثبت و معنی‌دار بین ارتباطات سیاسی و بازده سهام است. به عبارتی با افزایش ارتباطات سیاسی، بازده سهام

شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این نتایج دلالت بر این دارد که ارتباط سیاسی می‌تواند به‌عنوان عاملی مهم در زمینه سود نقدی و بازده‌های سهام در نظر گرفته شود.

مهربان پور و همکاران (۱۳۹۶)، در تحقیقی با عنوان " بررسی اثر روابط سیاسی شرکت‌ها بر بکارگیری معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته " ۸۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ بررسی نمودند و به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته در مجموعه داده‌های ترکیبی استفاده کردند. نتایج پژوهش نشان داد که روابط سیاسی، به‌طور معناداری موجب کاهش اعطای اعتبار و فروش غیرعادی به اشخاص وابسته می‌شود. همچنین، بر اساس شواهد تجربی به‌دست‌آمده، روابط سیاسی، مدیریت سود از طریق اعطای اعتبار غیرعادی به اشخاص وابسته را به‌طور معناداری کاهش می‌دهد. با این‌وجود، روابط سیاسی تأثیر معناداری بر مدیریت سود از طریق فروش غیرعادی به اشخاص وابسته ندارد.

اعتمادی و احمدی گورجی (۱۳۹۶)، در تحقیقی با عنوان " بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران " اطلاعات مالی ۱۳۵ شرکت ایرانی (۳۸ شرکت سیاسی، ۹۷ شرکت غیرسیاسی) و مدل رگرسیونی پانل برای دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ با نرم‌افزارهای **Stata** و **Eviews** مورد آزمون قرار دادند. یافته‌ها حاکی از آن است که ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مؤثر بوده و سبب کاهش محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها گشته است. نتایج پیامدهای عملی این پژوهش برای مدیران مالی جهت استفاده از این اطلاعات در تنظیم کردن سیاست‌های مالی و عملیاتی شرکت مهم است. همچنین برای سرمایه‌گذاران جهت ارزیابی وضعیت مالی شرکت‌های ایرانی و تصمیم‌گیری در رابطه با سرمایه‌گذاری‌های خود، مفید می‌باشد. یافته‌های این پژوهش نشان داد که ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر گذاشته و سبب کاهش محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها شده است.

هاو و لو (۲۰۱۸)، در تحقیقی با عنوان " تأثیر مداخله دولت در تخصیص سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و کارایی " دریافتند که دولت تمایل به دخالت در ترویج سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در دارایی‌های ثابت، سهام سایر شرکت‌های دولتی و منابع طبیعی مانند نفت، گاز طبیعی و معادن دارد، اما سرمایه‌گذاری‌های تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهد. مداخله دولت همچنین موجب خروج شرکت‌های خصوصی از سرمایه‌گذاری در منابع طبیعی می‌شود و این نشان می‌دهد که مداخله دولت باعث تخلف سرمایه‌گذاری و کاهش بهره‌وری سرمایه‌گذاری می‌شود.

مالول و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۸)، در تحقیقی با عنوان " تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد و ارزش شرکت‌های تونسی " انجام دادند. بر اساس نتایج به‌دست‌آمده، 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.

وانگ و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۷)، در تحقیقی با عنوان " بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت، ارتباطات سیاسی و گزارشگری مالی متقلبانه در چین " دریافتند که افزایش توانایی مدیریت به کاهش گزارشگری مالی متقلبانه منجر می‌شود. همچنین ارتباطات سیاسی در شرکت‌ها می‌تواند تأثیر توانایی مدیریت بر احتمال تقلب صورت‌های مالی را تضعیف کند. درنهایت شواهد آشکار کرد که چنین روابطی عمدتاً در شرکت‌های غیردولتی مصداق دارد.

لینگ و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۶)، در تحقیقی با عنوان " ارتباطات سیاسی، عملکرد و ارزش شرکت " نشان دادند که ارتباطات سیاسی به‌طور منفی با بازده دارایی‌ها مرتبط است. علاوه بر این، شرکت‌هایی که ارتباطات سیاسی قوی دارند، از طریق وام‌های بانکی بلندمدت تأمین مالی می‌شوند و به احتمال زیاد این شرکت‌ها بیش سرمایه‌گذار هستند. نتایج کلی نشان داد که رشد ارتباطات سیاسی می‌تواند موجب سرمایه‌گذاری پر ریسک برای شرکت شود.

8 Maaloul et al.

9 Wang et al.

10 Ling et al.

بنجامین و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۶)، در تحقیقی با عنوان "ارتباطات سیاسی، سرمایه‌گذاران نهادی و سود نقدی سهام در مالزی" یک نمونه تصادفی از ۲۴۵۸ مشاهده در مالزی برای دوره ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۹ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی تمایل دارند سود سهام کمتری توزیع کنند. در حالی که مالکان نهادی تمایل به پرداخت سود سهام بیشتر دارند.

کورجتا و استفان<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۴)، در تحقیقی با عنوان "بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ارزش شرکت"، به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر ارزش شرکت پرداختند. ایشان به این نتیجه رسیدند که ارتباط مثبت و معناداری بین ارتباطات دولتی و ارزش شرکت وجود دارد.

### روش تحقیق

این تحقیق از نظر روش از نوع تحقیق توصیفی-همبستگی به شمار می‌رود. به عبارت دیگر نوشته پیش رو به لحاظ معرفت‌شناسی از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی - کتابخانه‌ای می‌باشد.

### جامعه مورد نظر تحقیق

جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند می‌باشد.

### نمونه آماری

شرکت‌هایی انتخاب می‌شود که دارای ویژگی‌های زیر باشد:

۱. تاریخ پذیرش آنها در بورس قبل از سال ۱۳۹۲ و تا پایان سال ۱۳۹۶ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
۲. اطلاعات مورد نیاز آنها در دسترس باشد و سهام آنها مورد معامله مستمر قرار گرفته باشد.
۳. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.
۴. با توجه به ساختار مالی متفاوت شرکت‌های مالی، بانک‌ها و شرکت‌های واسطه‌گری، شرکت انتخابی مورد نظر نبایستی جزء این مؤسسات و نهادها باشد.

### فرضیه‌های تحقیق

- اول: بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- دوم: نوع مالکیت شرکت بر ارتباط بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

### مدل پژوهش

برای آزمون فرضیات مدل رگرسیونی زیر برآزش خواهد شد:

- اول: بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- دوم: نوع مالکیت شرکت بر ارتباط بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

$$(\Delta \text{Asset}_i / \text{Asset}_i)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Gov}_{it-1} + \beta_2 \text{Type}_{it-1} + \beta_3 \text{Gov}_{it-1} * \text{Type}_{it-1} + \beta_4 \text{Trans}_{it} + \beta_5 \text{CF}_{it-1} + \beta_6 \text{Lev}_{it-1} + \beta_7 \text{Div}_{it-1} + \beta_8 \text{Size}_{it-1} + \beta_9 \text{EBIT}_{it-1} + \beta_{10} \text{Own}_{it-1} + \beta_{11} \text{Dir}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. روش آماری مورد استفاده در این تحقیق روش داده‌های پانل می‌باشد. در ادامه ابتدا روش داده‌های پانل و آزمون‌های مربوط به آن تشریح می‌گردد. سپس آزمون‌های مربوط به معنی دار بودن کل مدل و معنی دار بودن متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. در آخر نیز پس از

11 Benjamin et al.

12 Georgeta & stefan

تشریح آزمون های مربوط به مفروضات رگرسیون کلاسیک، نحوه تصمیم گیری در مورد رد یا پذیرش فرضیه های تحقیق بیان می گردد. لازم به ذکر است در این مطالعه برای تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزارهای Eviews بهره گرفته شده است.

### آزمون فرضیه های تحقیق

فرضیه های تحقیق به شرح زیر است:

اول: بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

دوم: نوع مالکیت شرکت بر ارتباط بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه گذاری تأثیر دارد.

برای آزمون فرضیات مدل رگرسیونی زیر برازش خواهد شد:

$$(\Delta \text{Asset}_i / \text{Asset}_i)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Gov}_{it-1} + \beta_2 \text{Type}_{it-1} + \beta_3 \text{Gov}_{it-1} * \text{Type}_{it-1} + \beta_4 \text{Trans}_{it} + \beta_5 \text{CF}_{it-1} + \beta_6 \text{Lev}_{it-1} + \beta_7 \text{Div}_{it-1} + \beta_8 \text{Size}_{it-1} + \beta_9 \text{EBIT}_{it-1} + \beta_{10} \text{Own}_{it-1} + \beta_{11} \text{Dir}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

در مدل فوق متغیر وابسته درصد تغییر در انواع سرمایه گذاری در دارایی ها می باشد که شامل سه معیار به شرح زیر است؛

۱.  $\Delta \text{Fix} / \text{Fix}$  معیار سرمایه گذاری در دارایی ها ثابت

۲.  $\Delta \text{Eqi} / \text{Eqi}$  معیار سرمایه گذاری در سهام

۳.  $\Delta \text{NR} / \text{NR}$  معیار سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه

بدین ترتیب مدل فوق به سه مدل با متغیرهای وابسته به شرح معیارهای فوق تفکیک می شود که نتایج حاصل از برآورد آنها در ادامه ارائه خواهد شد.

در چارچوب داده های ترکیبی، ابتدا آزمون های انتخاب نوع روش بر آورد، انجام می شود. برای انتخاب از بین دو روش تخمین داده های یکپارچه و اثرات ثابت، آزمون چاو انجام می شود. جهت انجام این آزمون فرضیه صفر بر مبنای مدل داده های یکپارچه شده تنظیم می شود. در صورت رد این فرضیه، مدل اثرات ثابت پذیرفته می شود. در مرحله ی بعد، از آزمون هاسمن برای آزمون روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی استفاده می شود. نتایج این دو آزمون در جدول (۱) ارائه می شود.

جدول ۱: نتایج آزمون چاو و هاسمن			
نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اول			
آزمون چاو	۱۰۱۴۰۷۰۶	۰.۱۷۳۰	تأیید مدل داده های یکپارچه شده
مدل دوم			
آزمون چاو	۱۰۷۷۰۶۲۹	۰.۰۰۰۰	تأیید مدل داده های یکپارچه شده
آزمون هاسمن	۰.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰	تأیید مدل اثرات تصادفی
مدل سوم			
آزمون چاو	۲۰۲۵۱۲۶۴	۰.۰۰۰۰	تأیید مدل داده های یکپارچه شده
آزمون هاسمن	۰.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰	تأیید مدل اثرات تصادفی

همانطور که مشاهده می شود، سطح معناداری مدل اول بیشتر از ۵ درصد است، لذا مدل داده های یکپارچه شده تایید شده و آزمون هاسمن انجام نمی شود. سطح معناداری آزمون چاو مدل دوم و سوم، کمتر از ۵ درصد است، لذا روش اثرات ثابت پذیرفته می شود و با توجه به اینکه آماره آزمون هاسمن در سطح خطای ۵ درصد معنادار نمی باشد، برای برآورد مدل دوم و سوم از روش اثرات تصادفی استفاده خواهد شد.

نتایج برآورد مدل اول به روش داده های یکپارچه و مدل دوم و سوم به روش اثرات تصادفی در جداول زیر به ترتیب ارائه می شود.

جدول ۲: نتایج آزمون مدل اول			
متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
GOV	۰.۷۲۶۸	۳۵.۳۸۸۱	۰.۰۰۰۰
SOE	۰.۲۱۳۰	۱.۶۴۴۰	۰.۱۰۰۷
PROE	-۰.۰۹۲۳	-۰.۵۶۳۳	۰.۵۷۳۵
SOEGOV	۰.۸۱۱۰	۱۰.۰۰۳۵	۰.۰۰۰۰
PROEGOV	۰.۱۹۹۷	۰.۷۳۲۴	۰.۴۶۴۲
TRANS	-۰.۱۹۱۲	-۹.۸۸۷۰	۰.۰۰۰۰
CF	۰.۰۰۳۴	۰.۰۹۵۵	۰.۹۲۳۹
LEV	۰.۱۱۱۸	۶.۲۸۴۴	۰.۰۰۰۰
DIV	۰.۰۰۵۵	۰.۳۸۵۱	۰.۷۰۰۳
SIZE	۰.۰۳۱۳	۵.۳۳۴۱	۰.۰۰۰۰
EBIT	۰.۰۲۶۴	۰.۹۶۷۵	۰.۳۳۳۷
OWN	-۰.۰۹۹۸	-۱.۰۸۴۱	۰.۲۷۸۶
DIR	۰.۰۰۱۳	۰.۰۹۹۰	۰.۹۲۱۲
C	-۰.۴۷۵۸	-۵.۱۲۷۱	۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۷۰۸۱	
آماره دوربین واتسون		۲.۱۶۳۳	
آماره F		۱۶.۴۴۴۸	
احتمال		۰.۰۰۰۰	

برآورد مدل بر اساس روش تحقیق تشریح شده در این مطالعه، از رگرسیون ترکیبی استفاده شده و بر اساس نتایج آزمونهای چاو و هاسمن، مدل داده های یکپارچه شده استفاده شده است. برای آزمون معنی داری ضرایب متغیرهای مستقل از آماره t استیودنت و برای آزمون معنی دار بودن همزمان ضرایب تمام متغیرهای موجود در توضیح متغیر وابسته از آماره F استفاده می کنیم.

با توجه به نتایج به شرح جدول (۲) مشاهده می شود که مقدار معنی داری مربوط به آماره F که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می باشد، برابر ۰،۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد. به منظور آزمون عدم وجود خود همبستگی در مدل از آماره دوربین - واتسون (D-W) استفاده می شود. این آماره بر اساس یافته های جدول (۲) برابر ۲،۱۶۳۳ می باشد. چنانچه این آماره در بازه ۱،۵ تا ۲،۵ قرار بگیرد  $H_0$  آزمون یعنی عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می شود و در غیر اینصورت  $H_0$  رد می شود یعنی می توان پذیرفت که بین باقیمانده ها همبستگی وجود دارد. با توجه به آماره به دست آمده می توان پذیرفت که در این مدل همبستگی مثبت و منفی وجود ندارد. همان طور که در جدول (۲) نشان داده شده ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰،۷۰۸۱ درصد می باشد که نشان می دهد حدود ۷۰٪ درصد از تغییرات متغیر سرمایه گذاری در دارایی ثابت، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است.

**بررسی فرضیه اول (ارتباط مداخله دولت و سرمایه گذاری در دارایی ثابت):**

بر اساس نتایج گزارش شده در جدول (۲)، احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل GOV (معیار مداخله دولت) کمتر از ۰,۰۵ و برابر ۰,۰۰۰ می باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه گذاری در دارایی ثابت داشته و با توجه به ضریب آنکه برابر ۰,۷۲۶۸ بدست آمده، این رابطه مستقیم می باشد. یعنی هرچه دخالت دولت افزایش یابد، سرمایه گذاری در دارایی ثابت نیز افزایش می یابد.

### بررسی فرضیه دوم (تاثیر نوع مالکیت شرکت بر ارتباط مداخله دولت و سرمایه گذاری در دارایی ثابت):

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل SOE (مالکیت دولتی) و همچنین PROE (مالکیت خصوصی)، بیشتر از ۰,۰۵ می باشد، لذا این متغیرها ارتباطی با سرمایه گذاری در دارایی ثابت ندارند.

جهت بررسی فرضیه دوم ارتباط حاصل ضرب متغیرها نوع مالکیت و مداخله دولت مورد توجه است. براین اساس؛ احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل SOEGOV (مالکیت دولتی \* معیار مداخله دولت) کمتر از ۰,۰۵ و برابر ۰,۰۰۰ می باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه گذاری در دارایی ثابت داشته و با توجه به ضریب آنکه برابر ۰,۸۱۱۰ بدست آمده، این رابطه مستقیم می باشد. یعنی هرچه میزان مالکیت دولتی در شرکتهایی که تحت دخالت دولت هستند افزایش یابد، سرمایه گذاری در دارایی ثابت نیز افزایش می یابد.

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل PROEGOV (مالکیت خصوصی \* معیار مداخله دولت) بیشتر از ۰,۰۵ می باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه گذاری در دارایی ثابت نداشته و میزان مالکیت خصوصی در شرکتهایی که تحت دخالت دولت هستند تاثیری بر تغییرات سرمایه گذاری در دارایی ثابت ندارد.

حال به بررسی ارتباط متغیرهای مستقل با سرمایه گذاری در سهام می پردازیم.

جدول ۳: نتایج آزمون مدل دوم			
متغیر	ضریب	آماره $t$	سطح معنی داری
GOV	۰.۲۹۹۴۷۸	۸.۹۶۱۹۱۷	۰.۰۰۰۰
SOE	۰.۴۴۵۹۳۵	۱.۲۰۵۳۵۵	۰.۲۲۸۶
PROE	-۰.۱۶۴۲۲۱	-۱.۷۲۱۱۱۸	۰.۰۸۵۶
SOEGOV	۰.۷۶۸۲۶۰	۸.۲۱۶۷۶۹	۰.۰۰۰۰
PROEGOV	-۰.۰۸۹۹۴۴	-۰.۰۸۵۱۲۲	۰.۹۳۲۲
TRANS	-۰.۳۶۲۰۷۳	-۹.۱۸۴۶۶۲	۰.۰۰۰۰
CF	۰.۵۰۱۸۰۶	۳.۶۰۰۷۳۲	۰.۰۰۰۳
LEV	۰.۰۵۱۱۸۶	۰.۳۰۶۷۸۴	۰.۷۵۹۱
DIV	۰.۰۰۸۴۲۶	۰.۱۵۶۵۷۴	۰.۸۷۵۶
SIZE	۰.۱۲۵۷۵۹	۳.۱۱۷۸۶۹	۰.۰۰۱۹
EBIT	-۰.۱۸۷۲۹۵	-۱.۱۲۸۳۳۹	۰.۲۵۹۶
OWN	-۰.۰۰۱۰۴۷	-۱.۱۰۸۲۹۲	۰.۲۶۸۲
DIR	-۰.۱۷۱۶۵۷	-۸.۹۲۵۶۱۸	۰.۰۰۰۰
C	-۱.۳۵۴۴۳۸	-۲.۳۸۸۳۶۸	۰.۰۱۷۲
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۷۲۷۶۰۳	
آماره دوربین واتسون		۲.۲۹۰۶۹۶	
آماره F		۱۸.۲۲۲۱۸	
احتمال		۰.۰۰۰۰۰۰	



برآورد مدل بر اساس روش تحقیق تشریح شده در این مطالعه، از رگرسیون ترکیبی استفاده شده و بر اساس نتایج آزمونهای چاو و هاسمن، مدل اثرات تصادفی استفاده شده است. برای آزمون معنی‌داری ضرایب متغیرهای مستقل از آماره  $t$  استیودنت و برای آزمون معنی‌دار بودن هم‌زمان ضرایب تمام متغیرهای موجود در توضیح متغیر وابسته از آماره  $F$  استفاده می‌کنیم. با توجه به نتایج به شرح جدول (۳) مشاهده می‌شود که مقدار معنی‌داری مربوط به آماره  $F$  که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر  $0.0000$  بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. به‌منظور آزمون عدم وجود خود همبستگی در مدل از آماره دوربین - واتسون ( $D-W$ ) استفاده می‌شود. این آماره بر اساس یافته‌های جدول (۳) برابر  $2.290696$  می‌باشد. چنانچه این آماره در بازه  $1.5$  تا  $2.5$  قرار بگیرد  $H_0$  آزمون یعنی عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می‌شود و در غیر اینصورت  $H_0$  رد می‌شود یعنی می‌توان پذیرفت که بین باقیمانده‌ها همبستگی وجود دارد. با توجه به آماره به دست آمده می‌توان پذیرفت که در این مدل همبستگی مثبت و منفی وجود ندارد. همان‌طور که در جدول (۳) نشان داده شده ضریب تعیین تعدیل شده برابر  $0.727603$  درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود  $72\%$  درصد از تغییرات متغیر سرمایه‌گذاری در سهام، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است.

#### بررسی فرضیه اول (ارتباط مداخله دولت و سرمایه‌گذاری در سهام):

بر اساس نتایج گزارش شده در جدول (۳)، احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل GOV (معیار مداخله دولت) کمتر از  $0.05$  و برابر  $0.000$  می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی‌داری با سرمایه‌گذاری در سهام داشته و با توجه به ضریب آن که برابر  $0.299478$  بدست آمده، این رابطه مستقیم می‌باشد. یعنی هرچه دخالت دولت افزایش یابد، سرمایه‌گذاری در سهام نیز افزایش می‌یابد.

#### بررسی فرضیه دوم (تأثیر نوع مالکیت شرکت بر ارتباط مداخله دولت و سرمایه‌گذاری در سهام):

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل SOE (مالکیت دولتی) و همچنین PROE (مالکیت خصوصی)، بیشتر از  $0.05$  می‌باشد، لذا این متغیرها ارتباطی با سرمایه‌گذاری در سهام ندارند.

جهت بررسی فرضیه دوم ارتباط حاصل ضرب متغیرها نوع مالکیت و مداخله دولت مورد توجه است. براین اساس؛ احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل SOEGOV (مالکیت دولتی \* معیار مداخله دولت) کمتر از  $0.05$  و برابر  $0.000$  می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی‌داری با سرمایه‌گذاری در سهام داشته و با توجه به ضریب آن که برابر  $0.768260$  بدست آمده، این رابطه مستقیم می‌باشد. یعنی هرچه میزان مالکیت دولتی در شرکت‌هایی که تحت دخالت دولت هستند افزایش یابد، سرمایه‌گذاری در سهام نیز افزایش می‌یابد.

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل PROEGOV (مالکیت خصوصی \* معیار مداخله دولت) بیشتر از  $0.05$  می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی‌داری با سرمایه‌گذاری در سهام نداشته و میزان مالکیت خصوصی در شرکت‌هایی که تحت دخالت دولت هستند تأثیری بر تغییرات سرمایه‌گذاری در سهام ندارد.

حال به بررسی ارتباط متغیرهای مستقل با سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه می‌پردازیم.

جدول ۴: نتایج آزمون مدل سوم			
متغیر	ضریب	آماره $t$	سطح معنی‌داری
GOV	-۰.۰۰۸۲۲۳	-۱.۱۳۴۳۳۳	۰.۲۵۷۰
SOE	-۰.۸۲۵۸۴۰	-۱.۴۰۹۱۰۷	۰.۱۵۹۳
PROE	-۰.۱۴۵۳۶۴	-۱.۴۷۷۰۷۶	۰.۱۴۰۱
SOEGOV	-۰.۱۷۲۰۵۹	-۵.۱۵۱۹۴۳	۰.۰۰۰۰
PROEGOV	۰.۰۱۹۶۹۱	۱.۵۶۸۷۰۴	۰.۱۱۷۱
TRANS	۰.۰۲۶۵۲۶	۳.۵۹۷۶۶۷	۰.۰۰۰۰۳

۰.۳۱۵۰	-۱.۰۰۵۷۰۴	-۰.۱۴۵۳۵۷	CF
۰.۰۰۵۴	۲.۷۹۵۶۹۰	۰.۱۵۴۶۸۳	LEV
۰.۵۶۵۵	۰.۵۷۵۰۱۸	۰.۰۶۲۶۳۱	DIV
۰.۰۰۰۰	-۹.۱۴۴۷۵۷	-۰.۳۱۳۹۹۸	SIZE
۰.۱۶۴۲	۱.۳۹۲۹۴۵	۰.۱۴۱۸۸۶	EBIT
۰.۰۰۰۰	۸.۱۴۷۱۳۵	۰.۷۶۹۰۰۶	OWN
۰.۰۱۷۱	-۲.۳۸۹۵۶۳	-۰.۲۲۲۱۸۰	DIR
۰.۲۷۱۲	۱.۱۰۱۳۶۷	۰.۸۲۶۹۰۱	C
۰.۷۲۱۵۱۲	ضریب تعیین تعدیل شده		
۲.۲۸۴۴۳۹	آماره دوربین واتسون		
۱۷.۴۷۴۰۷	آماره F		
۰.۰۰۰۰۰۰	احتمال		

برآورد مدل بر اساس روش تحقیق تشریح شده در یافته های تحقیق، از رگرسیون ترکیبی استفاده شده و بر اساس نتایج آزمونهای چاو و هاسمن، مدل اثرات تصادفی استفاده شده است. برای آزمون معنی داری ضرایب متغیرهای مستقل از آماره  $t$  استیودنت و برای آزمون معنی دار بودن همزمان ضرایب تمام متغیرهای موجود در توضیح متغیر وابسته از آماره F استفاده می کنیم.

با توجه به نتایج به شرح جدول (۴) مشاهده می شود که مقدار معنی داری مربوط به آماره F که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می باشد، برابر ۰.۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد. به منظور آزمون عدم وجود خودهمبستگی در مدل از آماره دوربین - واتسون (D-W) استفاده می شود. این آماره بر اساس یافته های جدول (۴) برابر ۲,۲۸۴۴۳۹ می باشد. چنانچه این آماره در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار بگیرد  $H_0$  آزمون یعنی عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می شود و در غیر این صورت  $H_0$  رد می شود یعنی می توان پذیرفت که بین باقیمانده ها همبستگی وجود دارد. با توجه به آماره به دست آمده می توان پذیرفت که در این مدل همبستگی مثبت و منفی وجود ندارد. همان طور که در جدول (۴) نشان داده شده ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰,۷۲۱۵۱۲ درصد می باشد که نشان می دهد حدود ۷۲٪ درصد از تغییرات متغیر سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است.

#### بررسی فرضیه اول (ارتباط مداخله دولت و سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه):

بر اساس نتایج گزارش شده در جدول (۴)، احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل GOV (معیار مداخله دولت) بیشتر از ۰,۰۵ می باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه ندارد. یعنی هرچه دخالت دولت افزایش یابد، سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه تغییر نمی یابد.

#### بررسی فرضیه دوم (تاثیر نوع مالکیت شرکت بر ارتباط مداخله دولت و سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه):

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل SOE (مالکیت دولتی) و همچنین PROE (مالکیت خصوصی)، بیشتر از ۰,۰۵ می باشد، لذا این متغیرها ارتباطی با سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه ندارند.

جهت بررسی فرضیه دوم ارتباط حاصل ضرب متغیرها نوع مالکیت و مداخله دولت مورد توجه است. برای این اساس؛ احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل SOE GOV (مالکیت دولتی \* معیار مداخله دولت) کمتر از ۰,۰۵ و برابر ۰,۰۰۰ می باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه داشته و با توجه به ضریب آن که برابر ۰,۱۷۲۰۵۹ - بدست آمده، این رابطه معکوس می باشد. یعنی هرچه میزان مالکیت دولتی در شرکتهایی که تحت دخالت دولت هستند افزایش یابد، سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه کاهش می یابد.

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل PROEGOV (مالکیت خصوصی \* معیار مداخله دولت) بیشتر از ۰,۰۵ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه نداشته و میزان مالکیت خصوصی در شرکت‌هایی که تحت دخالت دولت هستند تاثیری بر تغییرات سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه ندارد.

### نتیجه گیری

#### فرضیه اول

بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

#### ارتباط مداخله دولت و سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت:

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل GOV (معیار مداخله دولت) کمتر از ۰,۰۵ و برابر ۰,۰۰۰ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه گذاری در دارایی ثابت داشته و با توجه به ضریب آن که برابر ۰,۷۲۶۸ بدست آمده، این رابطه مستقیم می‌باشد. یعنی هرچه دخالت دولت افزایش یابد، سرمایه گذاری در دارایی ثابت نیز افزایش می‌یابد.

#### ارتباط مداخله دولت و سرمایه‌گذاری در سهام:

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل GOV (معیار مداخله دولت) کمتر از ۰,۰۵ و برابر ۰,۰۰۰ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه گذاری در سهام داشته و با توجه به ضریب آن که برابر ۰,۲۹۹۴۷۸ بدست آمده، این رابطه مستقیم می‌باشد. یعنی هرچه دخالت دولت افزایش یابد، سرمایه گذاری در سهام نیز افزایش می‌یابد.

#### ارتباط مداخله دولت و سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه:

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل GOV (معیار مداخله دولت) بیشتر از ۰,۰۵ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه ندارد. یعنی هرچه دخالت دولت افزایش یابد، سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه تغییر نمی‌یابد.

به طور خلاصه مداخله دولت منجر به افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت و سهام می‌شود اما تاثیری بر سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه ندارد.

مداخله دولت، عملکرد شرکت را از طریق کانال‌های مختلفی همچون تسهیل دسترسی به وام‌های بانکی و مواد اولیه، مقررات آسان و پرداخت مالیات سبک‌تر، بهبود می‌بخشد. در نتیجه شرکتها جریان نقد آزاد بیشتری در اختیار دارند تا در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار دهند و همچنین فرصتهای بیشتری نیز برای سرمایه‌گذاری در داراییهای ثابت و سهام در اختیار دارند. به نظر می‌رسد که در ایران دولت تمایل دارد سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت را افزایش دهد. سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت منجر به تحریک رشد اقتصادی می‌شود، زیرا سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت تأثیر مستقیم بر رشد تولید ناخالص داخلی در کوتاه مدت، از طریق خرید ماشین‌آلات و تجهیزات و ساخت‌وساز زیرساخت‌ها دارد. اما با توجه به عدم شفافیت این شرکتها و عدم نظارت کافی بر عملکرد آنها، افزایش سرمایه‌گذاری می‌تواند منجر به کاهش کارایی گردد.

همچنین سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکتها به آنها کمک می‌کند تا به اهداف اجتماعی و اقتصادی خود دست یابند. به عنوان مثال، سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌هایی که از مشکلات اقتصادی و عملیاتی رنج می‌برند به کاهش فشارهای بیکاری کمک خواهد کرد و از این طریق ثبات اقتصادی و اجتماعی را تقویت می‌کند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری در صنایع خاص منجر به افزایش مقیاس دولت، و افزایش نفوذ دولت در صنایع خاص می‌شود.

با این حال مداخله دولت در ایران تاثیری بر سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه ندارد. سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه در بین شرکت‌های ایرانی بسیار کم است، و به ویژه با توجه به اینکه یک سرمایه‌گذاری بلند مدت و زمان تحقق عواید آن نامعلوم می‌باشد، جذابیتی برای شرکتها ندارد.

نتایج حاصل از این تحقیق با نتایج تحقیق هاو و لو (۲۰۱۸)، بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷) و اعتمادی و احمدی گورجی (۱۳۹۶)، مطابقت دارد.

## فرضیه دوم

نوع مالکیت شرکت بر ارتباط بین مداخله دولت و تخصیص سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

**تأثیر نوع مالکیت شرکت بر ارتباط مداخله دولت و سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت:**

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل SOEGOV (مالکیت دولتی \* معیار مداخله دولت) کمتر از ۰,۰۵ و برابر ۰,۰۰۰ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت داشته و با توجه به ضریب آن که برابر ۰,۸۱۱۰ بدست آمده، این رابطه مستقیم می‌باشد. یعنی هرچه میزان مالکیت دولتی در شرکتهایی که تحت دخالت دولت هستند افزایش یابد، سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت نیز افزایش می‌یابد.

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل PROEGOV (مالکیت خصوصی \* معیار مداخله دولت) بیشتر از ۰,۰۵ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت نداشته و میزان مالکیت خصوصی در شرکتهایی که تحت دخالت دولت هستند تأثیری بر تغییرات سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت ندارد.

**تأثیر نوع مالکیت شرکت بر ارتباط مداخله دولت و سرمایه‌گذاری در سهام:**

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل SOEGOV (مالکیت دولتی \* معیار مداخله دولت) کمتر از ۰,۰۵ و برابر ۰,۰۰۰ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه‌گذاری در سهام داشته و با توجه به ضریب آن که برابر ۰,۷۶۸۲۶۰ بدست آمده، این رابطه مستقیم می‌باشد. یعنی هرچه میزان مالکیت دولتی در شرکتهایی که تحت دخالت دولت هستند افزایش یابد، سرمایه‌گذاری در سهام نیز افزایش می‌یابد.

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل PROEGOV (مالکیت خصوصی \* معیار مداخله دولت) بیشتر از ۰,۰۵ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه‌گذاری در سهام نداشته و میزان مالکیت خصوصی در شرکتهایی که تحت دخالت دولت هستند تأثیری بر تغییرات سرمایه‌گذاری در سهام ندارد و

**تأثیر نوع مالکیت شرکت بر ارتباط مداخله دولت و سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه:**

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل SOEGOV (مالکیت دولتی \* معیار مداخله دولت) کمتر از ۰,۰۵ و برابر ۰,۰۰۰ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه داشته و با توجه به ضریب آن که برابر ۰,۱۷۲۰۵۹- بدست آمده، این رابطه معکوس می‌باشد. یعنی هرچه میزان مالکیت دولتی در شرکتهایی که تحت دخالت دولت هستند افزایش یابد، سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه کاهش می‌یابد.

احتمال آماره  $t$  متغیر مستقل PROEGOV (مالکیت خصوصی \* معیار مداخله دولت) بیشتر از ۰,۰۵ می‌باشد، لذا این متغیر ارتباط معنی داری با سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه نداشته و میزان مالکیت خصوصی در شرکتهایی که تحت دخالت دولت هستند تأثیری بر تغییرات سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه ندارد.

به طور خلاصه مالکیت دولتی در شرکتهای تحت مداخله دولت منجر به افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت و سهام می‌شود اما سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهد.

اما مالکیت خصوصی در شرکتهای تحت مداخله دولت تأثیری بر سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت، سهام و تحقیق و توسعه ندارد.

شرکت‌هایی که در یک اقتصاد گذار به سر می‌برند، بیشتر در دارایی‌های ثابت و سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند و این‌گرایش مستقیماً به نفوذ دولت وابسته است. همچنین فرض بر این است که بسیاری از شرکت‌های دولتی تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و سهام برای افزایش احتمال پاداش مالی و ارتقاء سیاسی دارند.

با توجه به عدم اطمینان و طول زمان مورد نیاز برای تحقق درآمد سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، مالکان دولتی که در پی دستیابی به عملکرد اقتصادی کوتاه مدت هستند، تمایل به کاهش سرمایه‌گذاری شرکت در تحقیق و توسعه دارند.

همچنین به دلیل حضور نداشتن مالک انفرادی و خصوصی بانگیزه کافی برای نظارت بر رفتار مدیران در شرکتهای تحت حمایت سیاسی دولت، ارزیابی عملکرد شرکت و نظارت بر رفتار مدیران، بسیار کم‌رنگ است.

نتایج حاصل از این تحقیق با نتایج تحقیق هاو و لو (۲۰۱۸)، مطابقت و با نتایج تحقیق علی نژاد ساروکلائی و همکاران (۱۳۹۵)، مغایرت دارد.

### منابع فارسی

۱. ابراهیمی کردلر، علی و شهریار، علیرضا. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین هزینه های سیاسی و محافظه کاری (فرضیه سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی. شماره ۴.
۲. اعتمادی، حسین؛ احمدی گورجی، جلیل (۱۳۹۶). بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه گذاری و کاهش محدودیت های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۹ (۲)، ۴-۲۳.
۳. اکبرنژاد، جمال و عظیمی، جواد و محمدزاده، حیدر و روشن ضمیر، علیرضا. (۱۳۹۳). مالکیت دولتی و آثار و پیامدهای آن بر سرمایه فکری. پژوهش حسابداری ۱۲. ۴۸-۶۲.
۴. پیرایش، رضا و اشتری، اسماعیل. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین چرخش حسابرسان و ساختار مالکیت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسی. شماره ۶۶.
۵. تقی زاده خانقاه، وحید و زینالی، مهدی. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت ها بر کارایی سرمایه گذاری و نوآوری. فصلنامه حسابداری سلامت. ۱-۲۷.
۶. خوزین، علی و طالب نیا، قدرت اله و گرکز، منصور و بنی مهد، بهمن. (۱۳۹۷). بررسی اثر ساختار مالکیت بر توسعه سطح گزارشگری پایداری. حسابداری مدیریت. صفحه ۱-۱۳.
۷. دریائی، عباسعلی و شهرابی، فاطمه (۱۳۹۷). نقش تعدیل گر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت. پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی. ۱۱۱-۱۴۲.
۸. رهنمای رودپشتی، فریدون و محسنی، عبدالرضا (۱۳۹۷). ارتباطات سیاسی، سود نقدی و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. دوره ۱۰. شماره ۳۸.
۹. رئیسی اردلی، غلامعلی و خاشعی، مهدی و خیراندیش، نفیسه. (۱۳۹۵). بهینه سازی سبد سهام بر مبنای مدل بلک - لیترمن با در نظر گرفتن دیدگاه سرمایه گذار به صورت اعداد فازی. دولتی - وزارت علوم، تحقیقات، و فناوری - دانشگاه صنعتی اصفهان - دانشکده مهندسی صنایع.
۱۰. زلقی، حسن و منصور، کفسان، (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین مالکیت دولتی و کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت، تبریز، موسسه آموزش عالی علم و فن آوری شمس.
۱۱. ساعدی، رحمان و دستگیر، محسن. (۱۳۹۶). تاثیر ضعف کنترل های داخلی و شکاف سهامداران کنترلی بر کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی. ۱۷-۳۸.
۱۲. عباس زاده، سردار و حاجیه رجبی، فرجاد و شاوردیانی، شادی. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین روابط سیاسی و میزان سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین المللی پژوهشهای کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.
۱۳. مهربان پور، محمدرضا؛ جندقی قمی، محمد؛ محمدی، منصور (۱۳۹۶). بررسی اثر روابط سیاسی شرکت ها بر به کارگیری معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته. حسابداری ارزشی و رفتاری، ۲ (۳)، ۱۴۷-۱۶۸.
۱۴. نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیأت مدیره بر کارایی فنی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابرسی. شماره ۱۲.
۱۵. نیکومرام، هاشم؛ بنی مهد، بهمن؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ کیائی، علی (۱۳۹۲). دیدگاه اقتصاد سیاسی و مدیریت سود. حسابداری مدیریت، ۶ (۳)، ۳۱-۴۳.

۱۶. وکیلی فرد، حمیدرضا و شیرازیان، زهرا. (۱۳۹۲). تاثیر افق سرمایه گذاری روی تخصیص دارایی بین استراتژی های رشدی و ارزشی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تجزیه و تحلیل موجک. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. ۱۳۱-۱۴۸.
۱۷. یونس، بادآورنهندی و صلاح الدین، قادری و بهشتی نهنندی، رضا. (۱۳۹۲). تاثیر شفافیت اطلاعات حسابداری بر ناکارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش ها و سیاست های اقتصادی، شماره ۶۸.

## منابع لاتین

1. Al-Hadi, A., Hasan, M.M., Taylor, G., Hossain, M. (2017). Market Risk Disclosures and Investment Efficiency: International Evidence from the Gulf Cooperation Council Financial Firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28 (3), 349-393.
2. Barth, J.; Caprio, G. & R. Levine (2006), *Rethinking Bank Regulation: till Angels Govern*, Cambridge University Press
3. Chen, Y.Y. and M.N. Young, (2010), Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principal-Principal Perspective, *Asia Pacific Journal of Management* 27, 523-539.
4. Hao, Y. & Lu, J. (2018). The impact of government intervention on corporate investment allocations and efficiency: Evidence from China. *Financial Management*, 47(2), 383-419.
5. Jacint Jordana & David Levi Faur (2004), *The Politics of Regulation in the Age of Governance*, in Jacint Jordana and David Levi Faur (eds.), *The Politic of Regulation: Institutions and Regulatory Reforms for the Age of Governance*, Edwards Elgar, P. 8.
6. Lee, W. Wang, L. (2017). Do political connections affect stock price crash risk? Firm-level evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48 (3), 643-676.
7. Ling, L. Zhou, X. Ling, Q. Song, P. & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18 (August), 328-333.
8. 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.
9. Samuel Jebaraj Benjamin, Mazlina Mat Zain, Effiezal Aswadi Abdul Wahab, (2016) Political connections, institutional investors and dividend payouts in Malaysia, *Pacific Accounting Review*, Vol. 28 Iss: 2, pp. 153 – 179.
10. Wang, Z. Chen, M.H. Chin, CH.L. Zheng, Q. (2017). Managerial ability, political connections, and fraudulent financial reporting in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36 (2), 141-162.