

بررسی یکپارچگی دولت و بهره‌وری سرمایه گذاری شرکت (مطالعه موردی: شرکت های جین درا، وانفو لیک، بن لینا، یو وانگ)

عزیز گرد^۱، رضا شکرابی^۲

^۱ استادیار حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

^۲ دانشجوی کارشناسی ارشد، رشته حسابداری-آموزش محور، دانشگاه پیام نور واحد غرب تهران، ایران

چکیده

ما رابطه بین صحت دولت و کارایی سرمایه گذاری شرکت ها را در چارچوب اصلاحات عمیق و تقویت سیستم اعتباری اجتماعی در چین بررسی می کنیم. ما دریافتیم که یکپارچگی دولت به طور مثبت با بازده سرمایه گذاری شرکت های ذکر شده در چین ارتباط دارد. یکپارچگی دولت به صورت منفی با شرکت های تحت سرمایه گذاری ارتباط دارد، اما ناچیز می باشد و شرکت ها مجبور به سرمایه گذاری بیش از حد می شوند. یکپارچگی بیشتر دولت باعث سرمایه گذاری کم در شرکت های غیر دولتی می شود، اما این رابطه در شرکت های دولتی قابل توجه نیست. علاوه بر این، متوجه می شویم که رابطه منفی بین یکپارچگی دولت و سرمایه گذاری کم سرمایه تنها برای شرکت های صنایع که سیاست های حمایتی دولت را دریافت می کنند، قابل توجه است. این تحقیق در مورد سرمایه گذاری های شرکتی با اتخاذ چشم انداز یکپارچگی دولت و ادبیات درباره یکپارچگی دولت و پیامدهای اقتصادی آن می باشد. مطالعه ما همچنین شواهد تجربی را در سطح میکرو نشان می دهد که تقویت یکپارچگی دولت، تحول اقتصادی چین را ارتقا خواهد داد.

واژه‌های کلیدی: یکپارچگی دولت، بهره‌وری سرمایه، انواع مالکیت سهام، حمایت از سیاست های صنعتی.

۱. مقدمه

در سال های اخیر، چین از لحاظ اقتصادی توسعه یافته است، یکپارچگی به طور فزاینده ای در سیستم به ارزش اجتماعی و افزایش علاقه به محققان و سیاست گذاران تبدیل شده است. هجدهمین گزارش کنگره ملی حزب کمونیست چین (CPC) نشان می دهد که آموزش و پرورش و دولت به حل مشکلات جدی اخلاقی می پردازند و ضروری است که یکپارچگی دولت، یکپارچگی اقتصادی، اعتبار اجتماعی و اعتبار قضایی را افزایش دهیم. علاوه بر این، سومین جلسه عمومی کمیته مرکزی حزب کمونیست کارگری از مردم و دولت برای ایجاد یک سیستم اعتباری صحیح اجتماعی جهت تشویق رفتار اخلاقی، مجازات غیرقانونی، ترویج تحول حکومت، شدت کاهش معاونت اداری و تایید تصمیم گیری دولت، انجام معقول تر و تلاش برای یک دولت شفاف کمک می گیرد. نخست وزیر چین نخست وزیر کی کیانگ لی در نشست اجرایی شورای دولتی تأکید کرد که وعده ای برای دولت دارد. برای دولت مهم است که بنیان خود را حفظ کند، زیرا سرمایه گذاران خارجی و شهروندان تصمیم می گیرند در مناطق محلی سرمایه گذاری کنند. این در صورتی است که آن ها به سیاست های دولت اعتقاد داشته و آن را قابل اعتماد در نظر بگیرند (ژانگ، ۲۰۱۵).

یک دولت با یکپارچگی در یک محیط سرمایه گذاری خوب، برای توسعه اقتصادی محلی ضروری است و با آن کمک می کند. در برخی مطالعات، روابط بین رفتار سرمایه گذاری شرکت ها و نهادهای رسمی مانند نظارت قانونی، کنترل دولتی یا ارزیابی رسمی مورد بحث قرار گرفته است (به عنوان مثال، شیلیر و ویشنی، ۱۹۹۴؛ لا پورتا و همکاران، ۱۹۹۸؛ لی و ژو، ۲۰۰۵؛ یانگ و هو، ۲۰۰۷) با این حال (چن و همکاران، ۲۰۱۳) تأکید می کنند، محققانی که در سیستم رسمی تمرکز می کنند باید توجه داشته باشند که کشورهای دارای سیستم های حقوقی مشابه ممکن است تفاوت های زیادی در زمینه های توسعه اجتماعی و اقتصادی داشته باشند که مسئولین مربوطه توسط نظام رسمی تعریف نشده است. کشورهایی که در معرض تغییرات اقتصادی و یا کشورهای دارای سیستم های رسمی نامناسب هستند، باید توجه به نفوذ سیستم غیررسمی (گریف، ۱۹۹۴؛ نورث، ۲۰۰۵) پرداخت شود. با توجه به تغییرات اقتصادی چین، محققان محدود به مطالعه سیستم رسمی که توسط چین جذب و بهبود یافته اند، مسائل اجتماعی و اقتصادی چین را به خوبی نمی دانند (آن و همکاران، ۲۰۰۵؛ چن و همکاران، ۲۰۱۳) آن ها باید سیستم های غیر رسمی را که بیش از هزاران سال پیش شکل گرفته اند را در نظر بگیرند و نفوذ وسیع در جامعه چینی داشته باشند (آن و همکاران، ۲۰۰۵؛ چن و همکاران، ۲۰۱۳). امروزه چین برای تقویت یکپارچگی دولت تلاش می کند و برای ایجاد یک دولت شفاف، یکپارچگی دولت، به عنوان یک سیستم غیر رسمی که نقش مهمی در توسعه چین دارد، جذابیت بیشتری را از سوی محققان جذب می کند.

بطور محدود، یکپارچگی یک ویژگی رفتاری است. با این حال، به طور کلی، یکپارچگی بخشی از فرایند تعاملات طولانی مدت افراد است. تعریف یکپارچگی به عنوان ارزش اصلی سوسیالیسم چینی، "یکپارچگی صداقت و اعتماد است". این یک قانون اخلاقی است که برای صد ها سال به تصویب رسیده است. علاوه بر این، اگر سیاست ها پایدار نباشد و یا کارکنان رسمی ناکارآمد باشند، دولت نمی تواند تعهد خود را برای محافظت از منافع شرکت ها انجام دهد و شرکت ها اعتماد خود را به دولت از دست می دهند به طور کلی، یکپارچگی بالاتر دولت، به این معنی است که دولت می تواند تعهد خود را برای محافظت از منافع سرمایه گذاران و در نتیجه برآورده سازی انتظارات شرکت ها از بازده سرمایه گذاری را تضمین کند. این مشاهدات سوالات متعددی را مطرح می کند. رابطه ی بین یکپارچگی دولت و رفاه سرمایه گذاری شرکت چیست؟ آیا رابطه بین یکپارچگی دولت و سرمایه گذاری کم سرمایه بین یکپارچگی دولت و سرمایه گذاری بیش از حد متفاوت است؟ ادامه این مقاله به شرح زیر است. بخش ۲، بازبینی ادبیات را ارائه می دهد. بخش ۳ آنالیز نظری و فرضیه ها را فراهم می کند. طرح تحقیق و منابع داده ها در بخش ۴ ارائه شده است و نتایج آزمایشات و تحلیل های تجربی در بخش ۵ ارائه شده است. نتایج ما در بخش ۶ بحث شده است.

۲. مرور بررسی ادبیات

چنانلی و همکاران در سال (۲۰۰۰) دریافت که عموم مردم به شدت از فعالیت های دولت حمایت می کنند زیرا در این زمان اعتماد عمومی به دولت بالا است. کیم (۲۰۰۵) و کوپر و همکاران (۲۰۰۸) دریافتند که اعتماد عموم مردم به دولت می تواند به طور موثر مقابله با اختلافات بین دولت و مردم را کاهش دهد. (روتستین و تثرل، ۲۰۰۸) بر اساس نظریه موسسات عادلانه دولت استدلال می کنند که یکپارچگی دولت با کیفیت دولت ارتباط نزدیک دارد. پارک و بلنکین سوپ (۲۰۱۱) دریافتند که در کره جنوبی رابطه بین فساد و رضایت عمومی به طور گسترده ای تحت تأثیر شفافیت دولت و یکپارچگی دولت قرار دارد (کریستنسن و لگرید، ۲۰۰۵).

برخی مطالعات رفتار سرمایه گذاری شرکت ها را از دیدگاه عدم تقارن اطلاعات مرتبط می کند که مربوط به کیفیت اطلاعات حسابداری یا شفافیت شرکت ها است و استدلال می کند که عامل تأثیر گذار بر کارایی سرمایه گذاری شرکت ها مشکل سازمانی است که باعث عدم تقارن اطلاعات میان سرمایه گذاران و مدیران می شود؛ بنابراین، اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا می تواند باعث کاهش کارایی سرمایه گذاری شرکت شود عدم تقارن اطلاعات (به عنوان مثال هالی و پالپو ۲۰۰۱، بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶) و افزون بر آن، افزایش شفافیت شرکت ها همچنین می تواند عدم تقارن اطلاعات را کاهش داده و در نتیجه موجب بهبود کارایی سرمایه گذاری شرکت ها شود. (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۹)

برخی مطالعات از چین نه تنها بر مشکلات سازمانی، عدم تقارن اطلاعات و کیفیت اطلاعات حسابداری تمرکز می کنند، بلکه بر مدیریت شرکت، دخالت دولت و محیط خارجی نیز تمرکز می کنند. برای تأثیر مشکلات شرکت در بهره وری سرمایه گذاری شرکت ها، (تونگ و لو، ۲۰۰۵) دریافتند که تامین مالی بدهی های شرکت ها می تواند سرمایه گذاری بیش از حد ناشی از مشکلات سازمان را کاهش دهد، اما ممکن است منجر به سرمایه گذاری کم شود. نتایج مطالعات در مورد اثرات حکمرانی شرکت در کارایی سرمایه گذاری متفاوت است. برخی بر این باورند که حاکمیت شرکتی خوب به بهبود بهره وری سرمایه گذاری کمک می کند. (وی و لیو، ۲۰۰۷) دریافتند که پیشرفت در ساختار حکومتی و محیط حکومت داری می تواند سرمایه گذاری های دولتی را برای سرمایه بیش از حد مهار کند. (لی و همکاران، ۲۰۱۱) نشان می دهد که بهبود کیفیت کنترل های داخلی می تواند سرمایه گذاری نامناسب را مهار کند. هر دوپانگ و همکاران (۲۰۱۰) و ژانگ و لو (۲۰۱۲)، از تأثیر مثبت حکمرانی شرکت در بهره وری سرمایه گذاری حمایت می کنند. با این حال، دیگران به نتایج متفاوت دست یافته اند. (لیو، ۲۰۰۶) معتقد است که اثر مهار حاکمیت شرکتی بر ناکارآمدی سرمایه گذاری قابل توجه نیست. (یو و تیان، ۲۰۰۹) دریافتند که کیفیت بالا کنترل داخلی به طور موثر سرمایه گذاری نامناسب را مهار نمی کند. (جیان و همکاران، ۲۰۱۱). در نتیجه، اگر چه برخی از مطالعات به بررسی یکپارچگی دولت پرداخته اند و بهره وری سرمایه گذاری شرکت ها از دیدگاه های مختلف مورد مطالعه قرار گرفته است، مطالعات اندکی تأثیر یکپارچگی دولت را در رفاه سرمایه گذاری شرکت ها مورد بررسی قرار داده اند. چطور یکپارچگی دولت مربوط به کارایی سرمایه گذاری شرکت است؟ آیا این رابطه در شرکت هایی با انواع مختلف مالکیت سهام متفاوت است؟ این سوالات باید پاسخ داده شوند؛ بنابراین، با بررسی رابطه بین صحت دولت و بهره وری سرمایه گذاری شرکت، مطالعه ما نه تنها به ادبیات در مورد یکپارچگی دولت و پیامدهای اقتصادی آن (به ویژه یکپارچگی دولت در زمینه تغییرات اقتصادی چینی) کمک می کند، بلکه به ادبیات غنی سازی سرمایه گذاری شرکت ها کمک می کند.

۳. آنالیز نظری و فرضیه

مردم با آرامش و لذت از حقوق برابر، مایلند قدرت خود را به یک سازمان برسانند که قدرت خود را مطابق با میل عمومی می پذیرد (لک، ۱۶۹۰) این راهی است که دولت در حال شکل گیری است (لاک، ۱۶۹۰) مردم قدرت خود را به دولت می دهند و در عوض دولت از منافع خود مانند زندگی، آزادی و اموال محافظت می کند. به طور مشابه، نظریه قرارداد اجتماعی نشان می دهد که به عنوان یک کشور توسط افراد ایجاد قرارداد با یک دولت، مردم استادان واقعی قدرت دولت (روسو، ۱۷۶۲) هستند.

دولت به عنوان یک عامل اجرایی قدرت، به نام مردم، برای دفاع از ثروت خود، قدرت عمومی را صادر می کند (روسو، ۱۷۶۲) هنگامی که دولت قدرت را به عنوان نماینده مردم اعمال می کند، به خدمت عموم مردم، برای محافظت از منافع مردم و برآورده کردن انتظارات عمومی از طریق روش های مختلف وعده داده می شود. در این سناریو، دولت یکپارچگی نداشته است، زیرا در انجام تعهداتی که به شرکت ها انجام داده است، موفق نبوده است و بنگاه ها نمی توانند بازده سرمایه گذاری بهینه را دریافت کنند. در این سناریو سرمایه گذاری شرکت ناکارآمد است. بر اساس این تحلیل، ما فرضیه f را ارائه می دهیم.

فرضیه ۱. هنگامی که یکپارچگی دولت بالاتر باشد، سرمایه گذاری شرکت ها کمتر ناکارآمد می باشد.

وقتی سیاست ها مبهم هستند یا مقامات دولتی، سیاست های خودسرانه را مرتکب می شوند، مالکیت ممکن است مورد بحث قرار گیرد. در صورتی که دولت نتواند تعهد خود برای ایجاد یک محیط پایدار را نادیده بگیرد، منافع شرکت های دولتی نقض می شود. یک دولت بدون یکپارچگی برای شرکت هایی که سعی در ایجاد انتظارات پایدار و دقیق در مورد محیط سرمایه گذاری آینده ایجاد می کند، مشکل ایجاد می کند. شرکت ها نمی توانند قضاوت دقیقی در مورد بازده مورد انتظار سرمایه گذاری در شرایط ناپایدار بدست آورند؛ بنابراین، یکپارچگی دولت باید اثر ناچیزی بر سرمایه گذاری بیش از حد داشته باشد. بر اساس این تحلیل، فرضیه دوم را پیشنهاد می کنیم.

فرضیه ۲. یکپارچگی دولت به صورت منفی با سرمایه گذاری های شرکت های کوچک است اما ناچیز به سرمایه گذاری بیش از حد شرکت می باشند.

ما بررسی می کنیم که آیا ارتباط بین یکپارچگی دولت و کارایی سرمایه گذاری شرکت برای انواع مختلف مالکیت سهام متفاوت است یا خیر. به طور خاص، ما به تفاوت در شرکت های دولتی (SOEs) و شرکت های غیر دولتی (non-SOEs) نگاه می کنیم. دولت، به عنوان سهامدار نهایی شرکت های دولتی، نقش مهمی در هدایت سرمایه گذاری خود ایفا می کند؛ بنابراین، رفتار سرمایه گذاری شرکت های دولتی بیشتر نشان دهنده اراده دولت است. همانطور که کسب و کارها با سیاست های دولت گرا می شوند، شرکت های دولتی دارای وظایف فراوانی مانند حل مشکلات استخدامی، حفظ ثبات اجتماعی، افزایش درآمد مالی و همکاری با استراتژی های توسعه ملی هستند (لین و همکاران، ۲۰۰۴). بر اساس این تحلیل، ما یک فرضیه سوم را پیش رو داریم.

فرضیه ۳. رابطه منفی بین یکپارچگی دولت و سرمایه گذاری ناکافی شرکت در شرکت های غیردولتی نسبت به شرکت های دولتی برجسته تر است.

۴. طراحی پژوهش و منبع داده

۴-۱. انتخاب نمونه و منبع داده

ما با جمعیت شرکت های غیر مالی چینی که در بازار سهام A در سال های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۴ ذکر شده اند شروع کردیم، شرکت هایی با راه کارهای خاص حذف می شوند. داده های مربوط به یکپارچگی دولت از لحاظ نظرسنجی است که کمیسیون تنظیم مقررات اوراق بهادار چین (که بعدها به عنوان "CSRC" نامیده می شود) را از سپتامبر ۲۰۱۴ به شرکت های ثبت شده چینی در بورس اوراق بهادار شانگهای و شنژن ارسال شده است. هدف اصلی این بررسی، اجرای فعلی کنترل های داخلی در شرکت های ذکر شده است. در حال حاضر شرکت ها، رسانه ها و جامعه توجه بیشتری به صحت دولت در آن زمان داشتند و این ممکن است تأثیر مهمی در ساخت و اجرای کنترل های داخلی شرکت داشته باشد. این نظرسنجی دیدگاه های شرکت ها نسبت به سطح یکپارچگی دولت را مورد بررسی قرار داد. سؤال درباره یکپارچگی دولت، در برخورد با شرکت های دولتی،

شما چه مقدار درباره سطح یکپارچگی دولت فکر می کنید؟ ۱. بسیار کم ۲. کمی پایین ۳. خنثی ۴. کمی بالا ۵. بسیار زیاد. مدیران اجرایی در شرکت های ذکر شده باید در این بررسی به این سوال پاسخ دهند.

CSRC این پرسشنامه را به ۲۵۶۴ شرکت سهامی ذکر شده A ارسال کرد و ۲۱۷۳ پاسخ دریافت کرد که میزان پاسخ کلی آنها ۰.۸۵ درصد بود. به طور خاص، CSRC این پرسشنامه را برای ۹۷۰ شرکت که در هیئت مدیره اصلی بورس اوراق بهادار شانگهای فهرست شده بود ارسال کرد و ۷۴۸ پاسخ دریافت کرد که میزان پاسخ ۰.۷۷ درصد بود. CSRC این پرسشنامه را به ۴۷۹ شرکت که در صندوق اصلی بورس اوراق بهادار شنژن فرستاده شده اند ارسال کرد و ۴۱۱ پاسخ دریافت کرد که میزان پاسخ آن ۰.۸۶ درصد بود. CSRC این پرسشنامه را به ۷۲۳ شرکت که در هیئت مدیره کوچک و متوسط بورس اوراق بهادار شنژن فرستاده شده اند، ارسال کرد و ۷۰۲ پاسخ را دریافت کرد که میزان پاسخ ۰.۹۷ درصد بود. CSRC این پرسشنامه را به ۳۹۲ شرکت که در هیئت مدیره رشد بازار سرمایه (GEM) بود فرستاد و ۳۱۲ پاسخ دریافت کرد که نرخ پاسخ ۰.۸۰ درصد بود. ما از ANOVA برای تحلیل تنوع در یکپارچگی دولت بین استان های مختلف استفاده می کنیم.

۴-۲ طرح پژوهش

ما از مدل ۱ برای آزمون فرضیه هایمان استفاده می کنیم.

$$Abs_{it}/Overinv_{it}/Underinv_{it} = \beta_0 + \beta_1 Integrity_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Tq_{it} + \beta_5 Adm_{it} + \beta_6 Independentratio_{it} + \beta_7 Orec_Ratio_{it} + \beta_8 Dual_{it} + \beta_9 Bsize_{it} + Industry FE + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

در اینجا Integrity نشان دهنده سطح یکپارچگی دولت است که متغیر مستقل است. متغیر وابسته Abs، Overinv و Underinv نشان دهنده میزان سرمایه گذاری نامناسب، سرمایه گذاری بیش از حد و سرمایه کم است. به دنبال (زین و همکاران، ۲۰۰۷)، (فنگ و جیینگ، ۲۰۱۳) و (لی و همکاران، ۲۰۱۴)، ما کنترل برخی از متغیرها از جمله اندازه شرکت (اندازه)، اهرم (LOV)، فرصت سرمایه گذاری (Tq)، مدیریت نسبت هزینه (ADM)، نسبت سرمایه ای که توسط سهامداران بزرگ اشغال می شود (Orec_Ratio) را آوردیم. یک متغیر جادویی نشان دهنده این است که آیا موقعیت های رئیس و مدیرعامل توسط یک نفر (دوگانه)، نسبت مدیران مستقل (Independent ratio)، اندازه هیئت مدیره (Bsize) و اثرات ثابت شده آمده است.

جدول ۱: آمار توصیفی: تحت سرمایه گذاری گروه

پانل A: متوسط، ۰.۲۵٪ وابستگی، متوسط، ۰.۷۵٪ وابستگی					
متغیر	متوسط	۰.۲۵٪ وابستگی	متوسط	۰.۷۵٪ وابستگی	انحراف استاندارد
سرمایه کم	-۰.۱۲۰	-۰.۱۵۳	-۰.۰۸۴	-۰.۰۳۹	۰.۱۱۹
یکپارچگی	۰.۷۸۱	۰.۷۵۰	۰.۷۹۷	۰.۸۱۹	۰.۰۶۵
اندازه	۲۱.۶۸۰	۲۰.۷۸۰	۲۱.۵۳۰	۲۲.۴۲۰	۱.۳۲۳
اهرم	۰.۴۵۳	۰.۲۵۴	۰.۴۳۱	۰.۶۲۷	۰.۲۵۴
فرصت سرمایه گذاری	۳.۰۹۸	۱.۵۷۳	۲.۳۹۵	۳.۷۴۴	۲.۳۰۳
مدیریت نسبت هزینه	۰.۱۲۴	۰.۰۵۲	۰.۰۸۹	۰.۱۴۲	۰.۱۳۹

نسبت مستقل	۰.۳۷۳	۰.۳۳۳	۰.۳۳۳	۰.۴۲۹	۰.۰۵۳					
اندازه هیت مدیره	۲.۱۴۱	۱.۹۴۶	۲.۱۹۷	۲.۱۹۷	۰.۲۰۱					
نسبت Orec	۰.۰۲۰	۰.۰۰۴	۰.۰۰۹	۰.۰۲۱	۰.۰۳۴					
دو گانه	۰.۲۳۴	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۴۲۳					
پانل b: ماتریس ضریب هبستگی پیرسون										
	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰
سرمایه کم	۱									
یکپارچگی	***۰.۰۸۹	۱								
اندازه	***۰.۳۲۹	۰.۰۰۲	۱							
اهرم	***۰.۰۵۳	۰.۰۳۲	***۰.۳۳۴	۱						
فرصت سرمایه گذاری	-۰.۵۵۷ ***	۰.۰۰۳	-۰.۵۲۲ ***	-۰.۱۷۹ ***	۱					
مدیریت نسبت هزینه	-۰.۲۹۸ ***	-۰.۰۱۱	-۰.۳۶۹ ***	-۰.۱۶۹ ***	***۰.۳۸۸	۱				
نسبت مستقل	***-۰.۰۹۷	-۰.۰۱۵	**۰.۰۳۹	-۰.۰۱۷	***۰.۱۲۳	***۰.۰۷۶	۱			
اندازه هیت مدیره	***۰.۱۱۴	-۰.۰۴۲ **	***۰.۳۰۹	***۰.۱۷۶	-۰.۱۸۵ ***	-۰.۱۲۱ ***	-۰.۵۱۲ ***	۱		
نسبت Orec	***-۰.۱۲۳	-۰.۰۷۵ ***	-۰.۰۹۴ ***	***۰.۱۸۹	***۰.۱۳۸	***۰.۱۲۳	۰.۰۱۵	-۰.۰۱۵	۱	
دو گانه	***-۰.۰۶۸	**۰.۰۴۱	-۰.۱۵۷ ***	-۰.۱۵۶ ***	***۰.۰۸۵	***۰.۰۷۵	***۰.۱۳۱	-۰.۱۹۷ ***	-۰.۰۰۹	۱

* اهمیت آماری در سطح ۰.۱۰ درصد است.

** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۵ درصد است.

*** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۱ درصد است.

ما از روش های ریچاردسون (۲۰۰۶) برای اندازه گیری بهره وری سرمایه گذاری استفاده می کنیم. ریچاردسون (۲۰۰۶) استدلال می کند که هزینه های سرمایه گذاری شرکت شامل مخارج نگهداری سرمایه و سرمایه گذاری جدید پروژه می شود و باقی مانده هایی که توسط ایجاد یک مدل رگرسیون از سرمایه گذاری جدید پروژه با NPV مثبت می تواند به عنوان سرمایه گذاری غیرمنتظره مورد توجه قرار گیرد. در حال حاضر، بسیاری از نویسندگان، مانند (زین و همکاران، ۲۰۰۷، ژونگ و همکاران، ۲۰۱۰، لیوو وی، ۲۰۱۳، دو و همکاران، ۲۰۱۴)، روش ریچاردسون (۲۰۰۶) را برای ارزیابی کارایی سرمایه گذاری شرکت دنبال می کنند به طور خاص، مدل پذیرفته شده در مطالعه ما به شرح زیر است:

$$Inv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Tq_{it-1} + \alpha_2 Lev_{it-1} + \alpha_3 Cash_{it-1} + \alpha_4 Listage_{it-1} + \alpha_5 Size_{it-1} + \alpha_6 Return_{it-1} + \alpha_7 Inv_{it-1} + Industry FE + Year FE + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

به دنبال ریچاردسون (۲۰۰۶) ما از مدل ۲ برای اولین بار سرمایه گذاری بهینه شرکت را تخمین می زنیم. سپس سرمایه گذاری واقعی را معادل سرمایه گذاری تخمین زده شده به عنوان اندازه گیری سرمایه گذاری ناکارآمد در نظر می گیریم. ما نتایج سرمایه گذاری ناکارآمد را با استفاده از تمام نمونه ها در همان زمان، به عنوان شرکت های دولتی و غیر دولتی و روابط مختلف با دولت در نظر می گیریم (به عنوان مثال، چن و همکاران، ۲۰۱۱) بنابراین، ما سرمایه گذاری نامناسب برای شرکت های دولتی و غیردولتی و شرکت های متعلق به طور جداگانه تخمین می زنیم. اگر سرمایه گذاری ناکارآمد بیش از ۰ باشد، می توان آن را به عنوان سرمایه گذاری بیش از حد Overinv در نظر گرفت. اگر سرمایه گذاری ناکارآمد کمتر از ۰ باشد، می توان آن را به عنوان سرمایه گذاری نامناسب تحت عنوان Underinv مشاهده کرد. ما همچنین ارزش مطلق سرمایه گذاری ناکارآمد را که توسط Abs نمایش داده می شود آوردیم. یکی از بزرگترین ABS ها با بهره وری سرمایه گذاری کمتری همراه است. برای تعاریف همه متغیرهای در مدل ها ۱ و ۲ جدول ۲ را ببینید.

جدول ۲: آمار توصیفی: سرمایه گذاری بیش از حد گروه

پانل A: متوسط، ۰.۲۵٪ وابستگی، متوسط، ۰.۷۵٪ وابستگی										
متغیر	متوسط	۰.۲۵٪ وابستگی	متوسط	۷۵٪ وابستگی	انحراف استاندارد					
سرمایه کم	۰.۰۹۱	۰.۰۳۵	۰.۰۷۰	۰.۱۲۲	۰.۰۸۰					
یکپارچگی	۰.۷۸۵	۰.۷۵۴	۰.۷۹۷	۰.۸۱۶	۰.۰۶۰					
اندازه	۲۱.۸۴۰	۲۰.۹۲۰	۲۱.۶۵۰	۲۲.۵۳۰	۱.۲۹۷					
اهرم	۰.۴۰۹	۰.۲۲۶	۰.۳۹۵	۰.۵۷۴	۰.۲۲۸					
فرصت سرمایه گذاری	۲.۲۰۹	۱.۳۹۰	۱.۸۶۱	۲.۵۱۵	۱.۴۰۳					
مدیریت نسبت هزینه	۰.۰۹۸	۰.۰۵۰	۰.۰۷۹	۰.۱۱۸	۰.۰۹۷					
نسبت مستقل	۰.۳۷۲	۰.۳۳۳	۰.۳۳۳	۰.۴۲۹	۰.۰۵۴					
اندازه هیئت مدیره	۲.۱۵۳	۲.۰۷۹	۲.۱۹۷	۲.۱۹۷	۰.۱۹۳					
نسبت Orec	۰.۰۱۴	۰.۰۰۳	۰.۰۰۷	۰.۰۱۵	۰.۰۲۴					
دو گانه	۰.۲۹۴	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۴۵۵					
پانل b: ماتریس ضریب همبستگی پیرسون										
	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰
سرمایه کم	۱									
یکپارچگی	۰.۴۱	۱								
اندازه	۰.۰۶۸	۰.۱۸	۱							
اهرم	۰.۰۴۰	۰.۳۸	۰.۴۹۳	۱						
فرصت سرمایه گذاری	۰.۰۹۲	۰.۰۵۵	۰.۴۲۵	۰.۲۶۳	۱					
مدیریت نسبت هزینه	۰.۰۵۷	۰.۰۴۲	۰.۳۳۳	۰.۱۰۹	۰.۳۷۶	۱				
نسبت مستقل	۰.۰۰۲	۰.۰۵۲	۰.۰۲۴	۰.۰۰۳	۰.۰۱۸	۰.۰۰۷	۱			
اندازه هیئت	۰.۰۸۴	۰.۰۴۴	۰.۲۹۶	۰.۱۳۲	۰.۱۴۱	۰.۰۷۳	۰.۴۷۷	۱		

										مدیره
	۱	۰.۰۱۱	۰.۰۲۰	۰.۱۳۶ ***	۰.۰۶۱ ***	***۰.۲۳۶	۰.۰۳۱ **	-۰.۰۲۲۰	۰.۰۲۰	نسبت Orec
۱	۰.۰۴۹ ***_	***_۰.۱۶۲	***۰.۰۸۳	۰.۰۷۱ ***	۰.۱۳۷ ***	**_۰.۱۷۳	-۰.۲۳۹ ***	۰.۰۱۴	*۰.۰۳۳	دو گانه

* اهمیت آماری در سطح ۰.۱۰ درصد است.

** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۵ درصد است.

*** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۱ درصد است.

۵. آزمون تجربی و آنالیز

۱-۵ آمار توصیفی

ما ابتدا سرمایه گذاری نامناسب را با استفاده از مدل ۲ ارزیابی می کنیم. جدول ۴ و ۵ آمار توصیفی را برای گروه زیر با سرمایه گذاری کم و سرمایه گذاری بیش از حد گزارش می دهد. در پانل A جدول ۴ می بینیم که میانگین ارزش یکپارچگی دولت ۰.۷۸۱ است و وابستگی ۰.۲۵ و ۰.۷۵٪ به ترتیب ۰.۷۵۰ و ۰.۸۱۹ است که نشان می دهد تنوع در یکپارچگی دولت در گروه سرمایه گذاری کم است. نسبت متوسط مدیران مستقل به ترتیب ۰.۳۷۳ و ۰.۳۳۳ است که نشان می دهد نسبت های مدیران مستقل در شرکت ها با سرمایه گذاری کم تغییر می کند. میانگین مقدار دو گانه برابر با ۰.۲۳۴ است که نشان می دهد که هیت کدیره و مدیر عامل با یک نفر در ۴.۲۳٪ از شرکت های با سرمایه گذاری کمتر هستند. پانل B از جدول ۴ نشان می دهد که ضریب همبستگی بین سرمایه کم و سرمایه بیش از حد در سطح ۰.۰۰۱٪ برابر با (۰.۰۸۹) مثبت است به این معنی یکپارچگی بالاتر دولت با سرمایه گذاری های کمتر شرکت مرتبط است. میانگین ارزش یکپارچگی دولت در گروه سرمایه گذاری بیش از حد ۰.۷۸۵ است که بیشتر از میانگین ارزش یکپارچگی دولت در گروه سرمایه گذاری کم است. وابستگی ۰.۲۵٪ در Adm برابر با ۰.۰۵۰ و در وابستگی ۰.۷۵٪ در Adm برابر با ۰.۱۱۸ است. هزینه های اداری بین شرکت ها متفاوت است. علاوه بر این می بینیم که همبستگی منفی بین سرمایه بیش از حد و سرمایه کم وجود دارد. با این وجود آیا این رابطه پس از کنترل عوامل دیگر قابل توجه است؟ نیاز به آزمایش بیشتر در این مورد وجود دارد.

۲-۵ آنالیز تجربی

۱-۲-۵ یکپارچگی دولت و سرمایه گذاری ناکارآمد شرکت

ما از مدل ۱ برای تست اینکه چگونه یکپارچگی دولت بر کارایی سرمایه گذاری شرکت ها تأثیری می گذارد، استفاده می کنیم. آیا یکپارچگی دولت بر سرمایه گذاری کم و سرمایه گذاری بیش از حد تأثیری می گذارد؟

جدول ۳: یکپارچگی دولت و کارایی سرمایه گذاری شرکت ها

سرمایه گذاری بیش از حد	سرمایه گذاری کم	Abs	
۰.۰۳۵ (-۱.۱۶)	۰.۱۵۰ (۳.۶۰)	۰.۱۲ (۴.۱۰)	یکپارچگی
۰.۰۰۹ (-۴.۳۵)	۰.۰۰۴ (۱.۶۵)	۰.۰۰۴ (۲.۶۴)	اندازه
۰.۰۸۳ (۵.۹۰)	۰.۰۲۷ (۲.۳۴)	۰.۰۶۱ (۵.۷۳)	اهرم
۰.۰۰۸	۰.۰۲۹	۰.۰۲۷	فرصت سرمایه گذاری

(3.04)	(-16.55)	(15.36)	
-0.002 (-0.09)	-0.087*** (-3.66)	*** 0.083 (3.58)	مدیریت نسبت هزینه
0.007 (0.18)	* -0.109 (-1.93)	* 0.071 (1.86)	نسبت مستقل
-0.014 (-1.21)	-0.017 (-1.09)	-0.002 (-0.19)	اندازه هیت مدیره
-0.076 (-0.86)	-0.021 (-0.22)	-0.023 (-0.31)	نسبت Orec
0.003 (0.71)	-0.008 (-1.40)	0.005 (1.36)	دو گانه
*** 0.293 (5.32)	** -0.128 (-1.99)	*** 0.171 (3.56)	ثابت
بله	بله	بله	صنعت
2468	2364	4832	مشاهدات
0.041	0.314	0.210	Adj-r ²

نکته: ما آمار t در پرانتز زیر ضرایب را ارائه می کنیم که توسط خوشه بندی در سطح شرکت تعدیل می شود.

* اهمیت آماری در سطح ۰.۱۰ درصد است.

** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۵ درصد است.

*** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۱ درصد است.

نتایج در جدول ۶ نشان می دهد که ضریب انطباق در سطح ۰.۰۱٪ منفی و قابل توجه است، در حالی که متغیر وابسته سرمایه گذاری نامناسب است (ABS)، نشان می دهد که یکپارچگی دولت به طور معنی داری منفی و مرتبط با سرمایه گذاری نامناسب است. بدین معنی که شرکت ها سرمایه گذاری های ناکارآمدتری را در استان هایی که یکپارچگی دولت را بهتر می کنند کمتر سرمایه گذاری می کنند. فرضیه ۱ تایید شده است. در عین حال، می بینیم که ضریب انطباق در سرمایه کم در سطح ۰.۰۱٪ مثبت و معنی دار است که این بدان معنی است که یکپارچگی دولت همراه با سرمایه گذاری های کمتر شرکت است. با این حال، ضریب اطمینان در سرمایه بیش از حد منفی است، اما به طور آماری قابل توجه نیست؛ بنابراین، هیچ شواهد قانع کننده ای وجود ندارد که یکپارچگی دولت با سرمایه گذاری بیش از حد شرکت های ذکر شده مرتبط باشد.

۲-۲-۵ یکپارچگی دولت و سرمایه گذاری نامناسب: SOEs در مقابل غیر SOEs

برای بررسی اینکه چگونه یکپارچگی دولت بر بهره وری سرمایه گذاری شرکت هایی با انواع مختلف سهم مالکیت تأثیر می گذارد، ما نمونه ها را به SOE ها و غیر SOE ها تقسیم می کنیم و سپس مدل رگرسیون ۱ را به صورت جداگانه برای هر زیر نمونه اجرا می کنیم؛ که یکپارچگی دولت تنها دارای یک همبستگی منفی با سرمایه گذاری نامناسب در نمونه غیرانتفاعی است (ضریب برابر با -۰.۱۷۴ و در سطح ۰.۰۱٪ معنی دار است). ضریب انطباق در سرمایه گذاری کم در ضریب غیرعادی SOEs در سطح ۰.۰۱٪ به طور قابل توجهی مثبت است که نشان می دهد. یکپارچگی بالاتر دولت با سرمایه گذاری های کمتر از SOE ها مرتبط است. ضریب اطمینان در سرمایه گذاری بیش از حد منفی است، اما برای شرکت های غیر دولتی معنی دار نیست، به این معنی که یکپارچگی دولت به طور قابل توجهی با بیش از سرمایه گذاری غیر دولتی ارتباط ندارد. ما همچنین می بینیم که هیچ شواهدی برای حمایت از یک رابطه قابل توجه بین یکپارچگی دولت و سرمایه گذاری نامناسب برای SOEs وجود ندارد؛ به عبارت دیگر، رابطه بین یکپارچگی دولت و کارایی سرمایه گذاری شرکت ها برای انواع مختلف مالکیت سهام نیست. رابطه منفی بین یکپارچگی دولت و سرمایه گذاری کم شرکت ها بیشتر در غیر غربی ها دیده می شود که از فرضیه ۳ پشتیبانی می کند.

جدول ۴: یکپارچگی دولت و ناکارآمدی سرمایه گذاری شرکت ها: SOEs در مقابل غیر SOEs

SOEs			غیر SOEs			
سرمایه گذاری بیش از حد	سرمایه گذاری کم	Abs	سرمایه گذاری بیش از حد	سرمایه گذاری کم	Abs	
0.009 (0.32)	0.054 (1.18)	_0.020 (_0.69)	_0.054 (_1.22)	*** 0.199 (3.11)	_0.174 *** (_3.69)	یکپارچگی
_0.000 (_0.06)	*** 0.007 (3.11)	** _0.004 (_2.18)	*** _0.008 (_2.72)	_0.001 (_0.33)	_0.000 (_0.15)	اندازه
*** _0.060 (_3.16)	*** _0.109 (_7.57)	*** 0.073 (5.00)	*** 0.141 (8.92)	0.016 (0.92)	*** 0.060 (4.36)	اهرم
0.003 (0.60)	*** _0.034 (_12.03)	*** 0.033 (11.57)	*** 0.007 (2.48)	_0.026 *** (_11.65)	*** 0.025 (11.37)	فرصت سرمایه گذاری
0.010 (0.22)	_0.019 (_0.57)	** 0.073 (2.15)	0.001 (0.05)	_0.105 *** (_2.98)	*** 0.090 (2.96)	مدیریت نسبت هزینه
0.057 (1.13)	_0.054 (_1.02)	** 0.094 (2.35)	_0.002 (_0.04)	_0.145 (_1.62)	0.056 (0.92)	نسبت مستقل
0.004 (0.24)	_0.021 (_1.35)	0.014 (1.11)	_0.005 (_0.35)	_0.025 (_1.05)	0.001 (0.04)	اندازه هیئت مدیره
_0.022 (_0.12)	0.002 (0.03)	_0.024 (_0.27)	_0.141* (_1.74)	_0.053 (_0.36)	_0.050 (_0.49)	نسبت Orec
_0.009 (_1.57)	0.005 (0.56)	_0.007 (_1.09)	0.001 (0.20)	_0.003 (_0.46)	0.002 (0.38)	دو گانه
0.063 (0.94)	_0.075 (_1.09)	0.013 (0.25)	*** 0.248 (3.22)	_0.068 (_0.65)	* 0.147 (1.83)	ثابت
بله	بله	بله	بله	بله	بله	صنعت
923	925	1848	1545	1439	2984	مشاهدات
0.046	0.512	0.320	0.097	0.258	0.172	Adj-r ²

نکته: ما آمار t در پرانتز زیر ضرایب را ارائه می کنیم که توسط خوشه بندی در سطح شرکت تعدیل می شود.

* اهمیت آماری در سطح ۰.۱۰ درصد است.

** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۵ درصد است.

*** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۱ درصد است.

جدول ۵: یکپارچگی دولت و ناکارآمدی سرمایه گذاری شرکت ها: آنالیز پایدار I

سرمایه گذاری بیش از حد			سرمایه گذاری کم			Abs	
غیر SOEs	SOEs	تمام نمونه ها	غیر SOEs	SOEs	تمام نمونه ها		
_0.001 (_0.21)	_0.006 (_1.09)	_0.005 (_1.34)	** 0.018 (2.42)	0.000 (0.07)	** 0.012 (2.05)	_0.007 ** (_2.02)	یکپارچگی
0.002 (0.79)	*** _0.008 (_3.47)	_0.002 (_1.53)	0.005 (1.49)	0.001 (0.69)	* 0.004 (1.81)	* _0.002 (_1.80)	اندازه
0.013 (1.07)	*** 0.116 (6.52)	*** 0.041 (3.85)	_0.068 *** (_3.99)	0.016 (1.16)	*** _0.038 (_3.37)	0.056 *** (6.02)	اهرم

0.003 (1.04)	** 0.009 (2.07)	0.004 (1.47)	_ 0.026 *** (_13.02)	*** _0.032 (_12.65)	*** _0.028 (_16.89)	0.028 *** (16.85)	فرصت سرمایه گذاری
0.031 (1.14)	_ 0.042 (_1.01)	_ 0.017 (_0.73)	_ 0.049 (_1.51)	_ 0.071** (_2.45)	_ 0.055** (_2.31)	0.062 *** (2.83)	مدیریت نسبت هزینه
_ 0.004 (_0.10)	* 0.080 (1.72)	0.034 (1.10)	* _ 0.126 (_1.72)	_ 0.029 (_0.58)	_ 0.058 (_1.20)	0.075 *** (2.41)	نسبت مستقل
_ 0.013 (_0.96)	0.018 (1.30)	_ 0.000 (_0.00)	_ 0.034 (_1.63)	_ 0.002 (_0.15)	* _ 0.025 (_1.73)	0.010 (1.14)	اندازه هیت مدیره
*** _ 0.201 (_3.31)	_ 0.070 (_0.43)	** _ 0.157 (_2.25)	_ 0.068 (_0.57)	_ 0.089 (_0.79)	_ 0.102 (_1.02)	0.035 (0.51)	نسبت Orec
0.002 (0.42)	_ 0.000 (_0.05)	0.004 (1.21)	_ 0.004 (_0.73)	_ 0.006 (_0.61)	_ 0.003 (_0.62)	0.003 (0.82)	دو گانه
0.061 (1.10)	**0.124 (2.17)	** 0.100 (2.54)	0.015 (0.18)	_ 0.031 (_0.57)	_ 0.013 (_0.23)	0.005 (0.14)	ثابت
بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله	صنعت
1545	923	2468	1439	925	2364	4832	مشاهدات
0.0288	0.0982	0.0406	0.396	0.439	0.389	0.260	Adj-r ²

نکته: ما آمار t در پرانتز زیر ضرایب را ارائه می کنیم که توسط خوشه بندی در سطح شرکت تعدیل می شود.

* اهمیت آماری در سطح ۰.۱۰ درصد است.

** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۵ درصد است.

*** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۱ درصد است.

۳-۵ آنالیز ثبات

داده های مربوط به یکپارچگی دولت در مطالعه ما از یک نظرسنجی که به شرکت های ذکر شده توزیع می شود و اندازه گیری COS مدیران اجرایی در مورد صحت دولت محلی است. اگرچه ادراکات مدیران اجرایی ممکن است منجر به صحت واقعی دولت شود، این ادراک ها احتمالاً عامل تعیین کننده فعالیت های شرکتی است.

جدول ۶: یکپارچگی دولت و ناکارآمدی سرمایه گذاری شرکت ها: آنالیز پایدار II

سرمایه گذاری بیش از حد			سرمایه گذاری کم			Abs	
غیر SOEs	SOEs	تمام نمونه ها	غیر SOEs	SOEs	تمام نمونه ها		
_ 0.005 (_0.16)	0.024 (0.87)	0.020 (0.64)	* 0.032 (1.67)	0.024 (1.04)	** 0.051 (2.19)	* _ 0.037 (_1.73)	یکپارچگی
*** _ 0.009 (_5.02)	_ 0.000 (_0.21)	*** _ 0.011 (_5.68)	** _ 0.002 (_2.13)	*** 0.006 (4.45)	0.001 (1.19)	** _ 0.003 (_2.21)	اندازه
*** 0.065 (6.10)	_ 0.017 (_1.15)	*** 0.065 (5.39)	*** 0.025 (4.45)	*** _ 0.047 (_5.71)	*** _ 0.031 (_3.62)	** 0.020 (2.06)	اهرم
*** 0.004 (2.73)	0.003 (1.06)	** 0.006 (2.49)	*** _ 0.009 (_14.60)	*** _ 0.012 (_9.21)	*** _ 0.014 (_12.99)	*** 0.011 (9.74)	فرصت سرمایه گذاری
* _ 0.041 (_1.92)	_ 0.065 (_1.44)	*** _ 0.073 (_2.61)	_ 0.009 (_0.84)	0.028 (1.22)	_ 0.027 (_1.54)	0.017 (0.77)	مدیریت نسبت هزینه

نسبت مستقل	0.028 (1.13)	-0.006 (-0.23)	-0.016 (-0.64)	-0.004 (-0.22)	0.050 (1.28)	-0.010 (-0.24)	0.059 (1.55)
اندازه هیت مدیره	0.010 (1.47)	-0.011 (-1.52)	-0.010 (-1.28)	-0.002 (-0.32)	0.009 (0.74)	-0.004 (-0.30)	* 0.019 (1.72)
نسبت Orec	-0.036 (-0.67)	-0.038 (-0.72)	*** -0.121 (-2.67)	-0.021 (-0.63)	** -0.242 (-2.50)	-0.016 (-0.15)	-0.109 (-1.30)
دو گانه	-0.000 (-0.11)	-0.003 (-1.18)	-0.000 (-0.09)	-0.003 (-1.53)	-0.005 (-1.20)	-0.004 (-0.62)	-0.002 (-0.55)
ثابت	*** 0.092 (2.83)	* -0.055 (-1.67)	*** -0.121 (-3.15)	-0.019 (-0.69)	*** 0.227 (4.25)	0.080 (1.33)	*** 0.181 (3.35)
صنعت	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله
مشاهدات	5168	3019	1190	1829	2149	924	1215
Adj-r ²	0.081	0.191	0.318	0.199	0.058	0.189	0.071

نکته: ما آمار t در پرانتز زیر ضرایب را ارائه می کنیم که توسط خوشه بندی در سطح شرکت تعدیل می شود.

* اهمیت آماری در سطح ۰.۱۰ درصد است.

** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۵ درصد است.

*** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۱ درصد است.

۶. نتیجه گیری

یکپارچگی دولت ممکن است اثرات متفاوتی بر صنایع مختلف داشته باشد، زیرا تمام صنایع توسط سیاست های دولتی پشتیبانی نمی شود. سیاست های صنعتی سیاست هایی است که دولت برای هدایت سرمایه گذاری صنعتی، تنظیم ساختار اقتصاد، ارتقاء صنعت و دستیابی به اهداف اقتصادی استفاده می کند. در صنایع حمایت شده از سوی سیاست های صنعتی، سیاست های ترجیحی ارائه شده توسط دولت می تواند باعث تحریک این شرکت ها به منظور افزایش سرمایه گذاری خود به دلیل پتانسیل سود بزرگ شود؛ بنابراین، شرکت ها تحت تاثیر سیاست های صنعتی باید مایل به خرید بیشتر از موسساتی باشند که توسط سیاست های صنعتی پشتیبانی نمی شوند. به عنوان یکی از اصلی ترین تئوری های مالی مهم، سرمایه گذاری، بخش مهمی از توسعه شرکت ها و اقتصاد کلان است. مطالعات قبلی نشان می دهد که سرمایه گذاری نامناسب در شرکت های چین رایج است. بسیاری از مطالعات معتقدند سرمایه گذاری شرکت ها بستگی به دو نوع اصلی از درگیری های شرکت دارد. با این حال، بازارها در حال تبدیل شدن هستند (استولز، ۲۰۰۶) اختلاف بین دولت و شرکت ها نقش مهمی در تصمیم گیری های سرمایه گذاری شرکت ها ایفا می کند. به عنوان اعتماد روان کننده سیستم اجتماعی (آرو، ۱۹۷۴) دریکپارچگی دولت نیز می تواند تأثیر مهم و مثبتی بر سرمایه گذاری شرکت داشته باشد. با این حال، مطالعات اندکی از نظر سرمایه گذاری شرکت ها از منظر یکپارچگی دولت مورد بررسی قرار گرفته اند.

جدول ۷: یکپارچگی دولت و ناکارآمدی سرمایه گذاری شرکت ها: صنایع با سیاست های حمایتی در مقابل صنایع

با سیاست های غیر حمایتی

صنایع با سیاست های غیر حمایتی			صنایع با سیاست های حمایتی		
سرمایه گذاری بیش از حد	سرمایه گذاری کم	Abs	سرمایه گذاری بیش از حد	سرمایه گذاری کم	Abs
-0.080 (-0.50)	0.047 (0.66)	-0.081 (-0.84)	0.303 (0.70)	** 0.139 (2.29)	** -0.097 (-2.55)
0.002	-0.006	0.008	-0.045	*** 0.009	** -0.004

(0.22)	(-0.86)	(1.14)	(-1.29)	(2.59)	(-2.00)	
** 0.108 (2.34)	*** -0.097 (-3.13)	*** 0.100 (4.13)	0.438 (1.32)	*** -0.067 (-2.60)	*** 0.051 (3.84)	اهرم
0.014 (1.56)	*** -0.046 (-5.51)	0.041*** (6.19)	0.013 (0.49)	*** -0.034 (-9.80)	*** 0.026 (12.67)	فرصت سرمایه گذاری
-0.029 (-0.46)	** -0.240 (-2.08)	** 0.192 (2.16)	-0.382 (-0.99)	-0.056 (-1.13)	* 0.057 (1.76)	مدیریت نسبت هزینه
-0.033 (-0.26)	-0.068 (-0.81)	0.036 (0.42)	1.238 (1.09)	-0.108 (-1.51)	** 0.098 (2.27)	نسبت مستقل
-0.006 (-0.26)	-0.008 (-0.23)	0.004 (0.22)	-0.141 (-1.25)	-0.008 (-0.39)	-0.000 (-0.01)	اندازه هیت مدیره
** -0.219 (-2.38)	-0.070 (-0.59)	-0.111 (-1.41)	-3.325 (-1.21)	-0.086 (-0.56)	0.123 (1.07)	Orec نسبت
0.017 (0.71)	** -0.041 (-2.50)	* 0.026 (1.81)	-0.083 (-1.14)	0.011 (1.35)	-0.005 (-1.13)	دو گانه
0.052 (0.56)	* 0.236 (1.66)	* -0.183 (-1.87)	0.606 (1.32)	** -0.223 (-2.04)	** 0.122 (2.07)	ثابت
پله	پله	پله	پله	پله	پله	صنعت
1122	939	2061	1346	1425	2771	مشاهدات
-0.010	0.411	0.106	0.046	0.364	0.246	Adj-r ²

نکته: ما آمار t در پراتنز زیر ضرایب را ارائه می کنیم که توسط خوشه بندی در سطح شرکت تعدیل می شود.

* اهمیت آماری در سطح ۰.۱۰ درصد است.

** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۵ درصد است.

*** اهمیت آماری در سطح ۰.۰۱ درصد است.

این مطالعه شواهد تجربی نشان می دهد که یکپارچگی دولت می تواند کارآیی سرمایه گذاری شرکت را بهبود بخشد. ما نه تنها به غنی سازی ادبیات تجربی سرمایه گذاری های شرکتی، بلکه یک چشم انداز جدید برای تحقیق در این زمینه و عدم توجه به صحت دولت و عواقب اقتصادی آن می پردازیم. به طور خاص، این مطالعه سه بینش ارائه می دهد. اولاً ما باید نه تنها به دو نوع متداول اختلافات شرکت توجه کنیم، بلکه به اختلافات آژانس بین دولت و شرکت ها نیز باید توجه کرد. همانطور که دولت چین نقش مهمی در توسعه شرکت ها و در اقتصاد کلان دارد، یکپارچگی دولت نیز تأثیر بسزایی در بازار دولت دارد. دوم، غیر SOEها یک پلت فرم مهم برای اشتغال اجتماعی، نوآوری های تکنولوژیک و رشد اقتصادی هستند (آلن و همکاران، ۲۰۰۵) به عنوان یکپارچگی بالاتر دولت با سرمایه گذاری کمتر در شرکت های غیردولتی، توسعه یکپارچگی دولت اهمیت عملی دارد. سوم، دولت برای ایجاد یک محیط خارجی که برای سرمایه گذاری های عقلانی و کارآمد شرکت ها مناسب است، ضروری است. در جریان دوره اصلاحات در حال توسعه چین، دولت باید یکپارچگی خود را برای ایجاد یک محیط خوب سرمایه گذاری برای شرکت ها فراهم کند که پایداری برای توسعه اقتصادی را فراهم خواهد کرد.

منابع و ماخذ

1. Aggarwal, R.K., Samwick, A.A., 2006. Empire-builders and shirkers, investment, firm performance, and managerial incentives. *J. Corp.Finance* 12 (3), 489–515.
2. Chen, D.H., Hu, X.L., Liang, S.K., Xin, F., 2013. Religious tradition and corporate governance. *Econ. Res. J.* 59 (9), 71–84 (in Chinese).

3. Chen, S., Sun, Z., Tang, S., Wu, D., 2011. Government intervention and investment efficiency: evidence from China. *J. Corp. Finance* 17 (2), 259–271.
4. Christensen, T., Legreid, P., 2005. Trust in government: the relative importance of service satisfaction, political factors, and demography. *Pub. Perform. Manage. Rev.* 28 (4), 487–511.
5. CoopDou, H., Zhang, H.L., Lu, Z.F., 2014. Enterprise group, the big shareholders' supervision and over-investment. *Manage. World* 30 (7), 134–143 (in Chinese).
6. Du, W.S., 2010. Government credit: generated variable and realistic choice. *J. Chin. Acad. Gov.* 11 (4), 40–44 (in Chinese).
7. E, Z. H., 2005. The exploration of our government integrity problems. *Legal Forum* 20 (6), 91–95 (in Chinese).
8. Fan, B.N., Jiang, L., 2005. Countermeasure for the credit deficiency of local government in China. *J. Pub. Manage.* 2 (1), 18–23 (in Chinese).
9. Fan, B.N., Zhang, M., 2011. Literature review and prospect of government credit at home and abroad. *Soft Sci.* 25 (3), 1–7 (in Chinese).
10. Fan, G., Wang, X.L., Zhu, H.P., 2011. Neri index of marketization of China's provinces 2011 report. Economic Science Press, Beijing. Fang, H.X., Jin, Y.N., 2013. Corporate governance, internal control and inefficient investment: theoretical analysis and empirical evidences. *Account. Res.* 34 (7), 63–69 (in Chinese).
11. Graham, J.R., Harvey, C.R., Puri, M., 2013. Managerial attitudes and corporate actions. *J. Finance Econ.* 109 (1), 103–121.
12. Hou, Q.C., Jin, Q.L., Chen, M.R., 2015. Economic growth, government partiality and corporate performance: empirical analysis based on government and corporate agency problems. *Econ. Res. J.* 61 (1), 140–152 (in Chinese).
13. Hu, A.N., Zhou, Y., 2013. Revisiting the negative effects of Confucian culture on generalized trust: a study based on 2007 Chinese spiritual life survey. *Sociol. Stud.* 28 (11), 28–54 (in Chinese).
14. Huang, J., Deng, Y.H., 2012. Higher education and social trust: a study based on Chinese and British survey data. *Soc. Sci. China* 33 (11), 98–111.
15. Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *Am. Econ. Rev.* 76 (2), 323–329.
16. Jian, J.H., Yu, Z.F., He, P.L., 2011. Management compensation and the over-investment: the empirical evidence from China's A-Share. *Econ. Manage. J.* 33 (4), 87–95 (in Chinese).
17. Jin, Q.L., Kong, X., Hou, Q.C., 2012. Monetary policy, investment efficiency and equity value. *Econ. Res. J.* 58 (5), 96–106 (in Chinese).
18. Sheng, K., 2014. The debate on the lack and reconstruction of government integrity. *People's Tribune* 21 (2), 68–70 (in Chinese).
19. Shleifer, A., Vishny, R.W., 1994. Politicians and firms. *Q. J. Econ.* 109 (4), 995–1025.
20. Yu, K., Li, Z.G., Zhang, X.R., Xu, J.G., 2014. Investment efficiency puzzle: financial constraint hypothesis and monetary policy shock. *Econ. Res. J.* 60 (5), 106–120 (in Chinese).
21. Yu, Z.B., Tian, G.L., 2009. Empirical study on the function of internal control self-assessment: based on the perspective of accounting information and resource allocation efficiency. *J. Shanxi Finance Econ. Univ.* 31 (10), 110–118 (in Chinese).
22. Zhang, W.Y., 2002. Reputational foundation of the legal system. *Econ. Res. J.* 48 (1), 6–13 (in Chinese).
23. Zhang, W.Y., 2015. *Market and Government*. Northwestern University Press, Xi'an.

24. Zhang, C., Lv, W., 2009. Disclosure, information intermediary and over-investment. *Account. Res.* 30 (1), 60–65 (in Chinese).
25. Zhang, H.L., Lu, Z.F., 2012. The cash distribution, the corporate governance, and the over-investment: an investigation based on the state of the cash holdings of China's listed companies and their subsidiaries. *Manage. World* 28 (3), 141–150 (in Chinese).
26. Zhong, H.Y., Ran, M.S., Wen, S.X., 2010. Government intervention, insider control and corporate investment. *Manage. World* 16 (7), 98–108 (in Chinese).
27. Zhou, C.M., 2009. The influence of earnings quality on capital allocation efficiency and action mechanism. *Nankai Bus. Rev.* 12 (5), 109– 117 (in Chinese).
28. Zhu, J.G., Lu, Y., Yue, H., 2015. Can bank-connected directors effectively monitor? A study based on the perspective of the analysis of the industrial policy. *Manage. World* 36 (7), 143–157 (in Chinese).

Government integrity and corporate investment efficiency(case study: Jing Du, Wanfu Li, Bin Lin, Yu Wang)

Aziz Gard¹, Reza Shekarabi²

¹Assistant Professor of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran

²Graduate Student, Accounting and Educational Center, Payam Noor University, West of Tehran, Iran

Abstract

We explore the relation between government integrity and firms' investment efficiency in the context of China's deepening reforms and its strengthening the social credit system. We find that government integrity is positively associated with the investment efficiency of listed companies in China. Government integrity is negatively related to corporate underinvestment, but insignificantly related to corporate overinvestment. Higher government integrity reduces underinvestment in non-state-owned firms, but this relation is not significant in state-owned firms. Furthermore, we find that the negative relation between government integrity and underinvestment is only significant for firms in industries that receive supportive government policies. This study enriches research on corporate investment by adopting the perspective of government integrity, and supplements the literature on government integrity and its economic consequences. Our study also provides micro-level empirical evidence that strengthening government integrity will promote the economic transformation of China.

Keywords: Government integrity, Investment efficiency, Types of share ownership, Industrial policies support.
