فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، شماره سی و سوم، زمستان ۱۳۹۹- صفحات ۱۴۳-۱۲۱

ارزیابی نقش سرمایه‌گذاری در تسهیلات شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته‌شده در بورس تهران

نوع مقاله: ترویجی

محمدتقی کبیری[۱]
طیبه غریبی[۲]
سهیلا شریف خفری[۳]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۴/۱۷ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۲/۰۴

چکیده

سرمایه‌گذاری در تسهیلات در بازار درحال‌توسعه و نوظهور کشور ما می‌تواند اثرات مثبتی در تأمین مالی از طریق وام بانکی برای شرکت‌های کوچک و بزرگ به همراه داشته باشد. هدف از اجرای پژوهش حاضر، ارزیابی نقش سرمایه‌گذاری در تسهیلات شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته‌شده در بورس تهران بوده است. تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی بوده و متکی بر طرح تحقیق پس‌رویدادی به انجام رسیده است. در این پژوهش تعداد ۱۱۷ شرکت فعال و پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفت. آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه با الگوی داده‌های ترکیبی انجام گرفت. تحلیل‌ها نشان داد که سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر هر چهار متغیر وابسته پژوهش یعنی هزینه تسهیلات، اندازه تسهیلات اعتباری، کیفیت اطلاعات حسابداری مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری و عملکرد شرکت مبتنی بر معیار کیوتوبین تأثیر مثبت داشته است.

کلمات کلیدی: سرمایه‌گذاری در تسهیلات، هزینه تسهیلات، اندازه تسهیلات اعتباری، کیفیت حسابرسی، عملکرد شرکت
طبقه‌بندی JEL: G0 ,G20 ,G21 ,M19

[۱] استادیار گروه حسابداری دانشگاه لرستان Kabiri.m@lu.ac.ir
[۲] دانشجوی دکترا دانشگاه آزاد واحد خمین (نویسنده مسئول) Tayebe.gharibi1941@gmail.com
[۳] دانشجوی دکترا دانشگاه آزاد واحد خمین S_ava2115@yahoo.com

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

مقدمه

محدودیت‌های تأمین مالی در بنگاه‌ها در مراحل رشد به‌عنوان مسأله‌ای مشترک تلقی شده و ممکن است منجر به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری شود. چنین محدودیت‌هایی برای شرکت‌های کوچک و متوسط بسیار جدی‌تر از بنگاه‌های بزرگ است. از منظر تقاضا برای منابع مالی، شرکت‌های کوچک و متوسط در پاسخ به نیاز مالی برای رشد سریع خود تقاضای ملموسی برای بودجه و تأمین منابع مالی داشته که با درآمد حفظ‌شده یا سایر ابزارهای داخلی قابل تطبیق نیست. از منظر عرضه نیز، تأمین‌کنندگان مالی نظیر اعتباردهندگان و بانک‌ها به‌دلیل ریسک‌های زیاد و عدم موفقیت در ارتباط با شرکت‌های کوچک و متوسط، سرمایه‌گذاران با تحمل ریسک پایین، بودجه لازم را برای شرکت‌های کوچک و متوسط تأمین نمی‌کنند. علاوه بر این، بازارهای سهام و اوراق بهادار برای مشارکت شرکت‌های کوچک و متوسط نیاز به آستانه خیلی زیادی دارند. به‌دلایلی چون: عدم تقارن اطلاعاتی، سهمیه‌بندی اعتباری می‌توان شرکت‌های کوچک و متوسط را در بازارهای پولی و تخصیص وام از یکدیگر متمایز کرد. در راستای جلوگیری از استفاده هرگونه استراتژی رقابتی در شرکت‌های بزرگ در بازار، محدودیت‌های تأمین مالی جدی برای شرکت‌های کوچک و متوسط ممکن است باعث بی‌ثباتی شدید جریان نقدینگی و عدم توفیق یا شکست در کسب و کارها شود. به‌نظر می‌رسد نسخه سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی یکی از معدود ابزارهای مؤثر برای کاهش یا مرتفع ساختن محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط به حساب آید (چن و زو[1]، ۲۰۰۹).

معمولاً شرکت‌های کوچک و متوسط در سراسر جهان برای اهداف بقا و توسعه با محدودیت‌های تأمین مالی روبه‌رو هستند. بانک‌ها می‌توانند منبع اصلی تأمین مالی خارجی شرکت‌های کوچک و متوسط باشند. با این‌حال، بانک‌ها با توجه به شرایط عدم اطمینان در ارتباط با عملکرد و بازده آتی بسیاری از شرکت‌های کوچک و متوسط، در قیاس با وام‌های شرکت‌های بزرگ، کمتر در معرض خطر نکول وام‌ها بوده و هزینه‌ها و نرخ بهره بالاتری را نیز به ازای تسهیلات دریافتی توسط شرکت‌های کوچک و متوسط شارژ می‌کنند (وو و شو[2]، ۲۰۲۰).

پس از بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸، تغییراتی در نظام اقتصاد جهانی به وقوع پیوست که از آن جمله می‌توان به تغییر جایگاه چین به‌عنوان دومین اقتصاد بزرگ جهان، رشد بازارهای سرمایه در کشورهای درحال‌توسعه و آزادسازی‌های اقتصادی اشاره کرد. بر این اساس در کشورهای فعال در بازار نوپای سرمایه مثل چین، شرکت‌های کوچک و متوسط به‌عنوان تأمین‌کننده مهم

[1] Chen, Y.S., Zhu, C
[2] Wu, L., Xu, L

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

اشتغال و رشد اقتصادی در کشور، در معرض محدودیت‌های مالی قابل ملاحظه‌ای قرار گرفتند (گو و همکاران[1]، ۲۰۱۶).

بخش بانکی ناکارآمد و زیرساخت‌های اقتصادی ضعیف ممکن است، در یک مرحله خاص، مانع رشد و توسعه شود. در اقتصادهای نوپا، بانک‌ها بیشترین وام را به شرکت‌های بزرگ دولتی اختصاص داده و تریلیون‌ها دلار وام معوق و حتی سوخت‌شده را بر خود تحمیل می‌کنند. باوجود گسترش سریع بازار سرمایه در کشورهای رو به رشد و مصداق بازارهای نوپای سرمایه، هنوز هم بازار سهام مکمل بخش بانکی خود به‌شمار می‌رود. با این وجود، سرمایه‌گذاری در تسهیلات از لحاظ تاریخی منجر به گسترش سریع و ایفای نقش‌های فزاینده در بازار سرمایه می‌شود (وو و زو، ۲۰۱۸).

به‌عنوان مصداقی از سرمایه‌گذاری بانک‌ها در شرکت‌ها می‌توان به عملکرد چین در سال‌های اخیر اشاره نمود. دولت چین به طرز خلاقانه‌ای طرح "محاسبه تأمین مالی از تلفیق سرمایه و بدهی" را در سال ۲۰۱۵ تصویب و ابلاغ کرده و خواستار همکاری بین بانک‌ها و شرکت‌های حقوقی شد. شرکت‌های سرمایه‌گذارای و بانک‌ها به ترتیب سرمایه‌گذاری‌های در حقوق صاحبان سهام و وام‌های تجاری را به شرکت‌های کوچک و متوسط ارائه می‌دهند. این طرح در سطح گسترده، ممکن است انتظار داشته باشد مشارکت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در وام‌های بانکی، زیرساخت‌های مالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط در سیستم قانونی مستقر خود بهبود بخشند. با این وجود نکته جالب این است که این طرح حتی در چارچوب چین نیز پشتوانه نظری ندارد (وو و شو ۲۰۲۰).

هدف از پژوهش حاضر پاسخ به دو سؤال اساسی است که تا چه حد مشارکت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در اخذ تسهیلات بانکی به بهبود شرایط دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به تسهیلات بانکی منجر می‌شود؟ همچنین تا چه حد مشارکت شرکت‌های سرمایه‌گذاری در اخذ تسهیلات بانکی به بهبود کارآیی در توزیع وام‌های بانکی بین شرکت‌های کوچک و متوسط منجر می‌شود؟

۱. مبانی نظری

در این بخش از تحقیق حاضر به ارائه مبانی نظری، شواهد تجربی و مبتنی بر آن بیان یک چارچوب نظری به منظور تبیین فرضیه‌های تحقیق، اقدام شده است:

۱-۱. پشتوانه سرمایه‌گذاری و دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به تسهیلات بانکی

مزیت اطلاعاتی که شرکت‌های کوچک و متوسط در قبال بانک‌ها دارند، قابل توجه است. اغلب

[1] Gou, Q., Huang, Y.P., Xu, J.G

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

شرکت‌های کوچک و متوسط با مالکیت خصوصی اداره شده و وضعیت یا عملکرد مالی کمتر شفافی را دارند. چنین عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان مالی خارجی را دلسرد کند. حتی اگر شرکت‌های کوچک و متوسط اطلاعات مورد درخواستی را به بانک‌ها فاش کنند، می‌تواند این اطلاعات ناقص یا گمراه‌کننده باشد. بنابراین عدم تقارن اطلاعاتی منجر به انتخاب و تصمیم‌گیری نامطلوب در اعطای تسهیلات یا سرمایه‌گذاری می‌شود. از یک طرف، شرکت‌های کوچک و متوسط تمایل دارند تسهیلاتی را برای سرمایه‌گذاری در معرض خطر خود وام بگیرند تا به کنترل ضررهای احتمالی کمک کرده و در عین حال تمام پتانسیل‌های سودآوری را حفظ کنند. از طرف دیگر، شرکت‌های کوچک و متوسط باید مبادرت به بازپرداخت اصل و بهره تسهیلات دریافتی کرده و در صورت عدم بازپرداخت اقساط، امکان و اعتبار خود را برای دریافت تسهیلات آتی از دست می‌دهند (برونز و فلیچر[1]، ۲۰۰۸).

علاوه بر این، شرکت‌های کوچک و متوسط ممکن است به طور داوطلبانه از طریق مواردی چون پنهان‌کاری اطلاعاتی، دست‌کاری اطلاعات و مدیریت سود مبادرت به تشدید عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و دیگر ذی‌نفعان نظیر بانک‌ها و سرمایه‌گذاران نموده و خطرات اخلاقی را برای عملکرد بانک‌ها به وجود آورند. در نتیجه، بانک‌ها باید در تصمیم‌گیری‌های خود در زمینه اعطای وام از ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و اعتبارسنجی آنها بهره گیرند. اکثر بانک‌ها برای تصمیم‌گیری در زمینه اعطای تسهیلات به شرکت‌های کوچک و متوسط، به اطلاعات قابل اندازه‌گیری "سخت" مانند ارزیابی‌های مالی اعتماد دارند. شیوه‌های معمول در اعطای تسهیلات نشان می‌دهد که بانک‌ها معمولاً در قبال وام از تضمین‌ها یا وثایقی چون املاک و مستغلات، پول نقد و دارایی‌های نقدینگی دیگر مطالبه می‌کنند که در این صورت علاوه بر اطلاعات عملکردی نیاز با اطلاعاتی در قبال این دارایی‌ها یا اخذ ضمانت‌هایی در این زمینه هستند. بانک‌ها در راستای کاهش هزینه‌های نمایندگی در زمینه عدم تقارن اطلاعاتی در ارتباط با شرکت‌های کوچک و متوسط، علاوه بر اطلاعات صدرالذکر، همچنین به اطلاعات "نرم" جمع‌آوری شده از طریق تماس‌های مداوم و متکی بر "روابط اعتباری" تکیه کرده و در مجموع هدف از این روابط یا اطلاعات در اعتبارسنجی‌ها، حداکثرسازی سودآوری و منافع بانک‌ها است (وردکرز و استیجورز[2]، ۲۰۰۶).

سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانک‌ها از ناحیه شرکت‌های سرمایه‌گذار، ممکن است موانع خاصی که بر سر راه اعطای تسهیلات به شرکت‌های کوچک و متوسط وجود دارد را از بین ببرد. از جمله این موانع که تشدیدکننده محدودیت‌های مالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط می‌باشند را

[1] Bruns, V., Fletcher, M
[2] Voordeckers, W., Steijvers

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

می‌توان به شرح موارد ذیل برشمرد (بک و همکاران[1] ۲۰۰۸):

۱) سرمایه‌گذاران در تسهیلات می‌توانند به بانک‌ها یا دیگر اعتباردهندگان و حتی سرمایه‌گذاران دیگر اطمینان دهند که شرکت‌های کوچک و متوسط از وضعیت عملکردی کیفیت گزارش‌گری مطلوبی برخوردار هستند. ادبیات تحقیق نشان می‌دهد که در کشورهای رو به رشد و بازارهای سرمایه نوپایی چون چین، بانک‌ها محدود به شیوه‌های سنتی برای گرفتن وثیقه و اعطای تسهیلات بوده و بر این اساس متمایز با شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار و فعالیت‌های بیمه‌ای هستند. بر این اساس استراتژی سرمایه‌گذاری در تسهیلات می‌تواند گزینه مؤثری در کاستن از محدودیت‌های تأمین مالی باشد.

۲) اعطای وام‌های بانکی ممکن است به صاحبان شرکت‌های کوچک و متوسط، ازجمله سرمایه‌گذاران در تسهیلات بانکی کمک کند تا از طریق تأمین مالی خارجی، بدون رقابت با منافع سهام‌داران سود بیشتری کسب کنند. چنین سرمایه‌گذارانی می توانند به‌عنوان تضمین‌کنندگان و حامیان مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در زمینه جذب تسهیلات بانکی عمل کنند.

۳) مشارکت در سرمایه‌گذاری ممکن است مدیریت و عملکرد شرکت‌های کوچک و متوسط را بهبود بخشد. علاوه بر این سرمایه‌گذاران در تسهیلات بانکی به‌عنوان سهام‌داران شرکت، ممکن است کیفیت عملکرد شرکت‌های کوچک و متوسط را در جنبه‌های مختلفی نظیر اعمال مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و حسابداری یا گزارش‌گری مالی که برای دسترسی به وام‌های بانکی مفید هستند، ارتقاء دهند.

لذا بر پایه مبانی نظری، شواهد تجربی و استدلال منطقی عنوان‌شده به شرح فوق می‌توان اولین فرضیه تحقیق را بر پایه ارتباط بین سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی و سطح دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به تسهیلات یا وام‌های بانکی و به شرح ذیل تبیین گردیده است:

فرضیه اول: سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر هزینه تسهیلات، تاثیر مثبت دارد.

۱-۲. پشتوانه سرمایه‌گذاری و کارآیی اعطای تسهیلات

همان‌طور که در سطور بالا گفته شد، پشتوانه سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی ممکن است هر دو اطلاعات "سخت" و "نرم" را برای دسترسی به وام‌های بانکی برای شرکت‌های کوچک و متوسط بهبود بخشد. به‌عبارت دیگر، پشتوانه سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی علاوه بر ایفای نقش ضامن

[1] Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Peria, M

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

وام، می‌تواند به ارزیابی و نظارت بر ریسک‌های وام بانکی کمک کرده و همچنین کارآیی بانک‌ها را در تخصیص مناسب وام و مدیریت ریسک‌های اعتباری، بسیار بهبود بخشد. با این‌حال، وام‌های پشتیبانی‌شده از ناحیه سرمایه‌گذاری در تسهیلات ممکن است در معرض انتقاداتی نیز باشد. در مواردی که دست‌یابی به تسهیلات بانکی و دیگر منابع مالی با فساد یا تبانی همراه است، بانک‌ها ممکن است وام‌های رابطه‌ای را بدون ارزیابی عملکرد یا وضعیت اعتباری وام‌گیرنده یا مدیریت ریسک حداقلی به متقاضی تخصیص دهند. چنین وام‌های بانکی ممکن است نتواند عملکرد شرکت‌های کوچک و متوسط را بهبود بخشیده و حتی گاهی اوقات محدودیت‌های نرم‌افزاری بودجه و تأمین مالی را تشدید کرده که برای ثبات سیستم مالی و رشد اقتصادی مضر است. با توجه به مشکلات ناشی از فساد و تبانی در کشورهای درحال‌توسعه، وام‌های دارای برخورداری از پشتوانه سرمایه‌گذاری در تسهیلات ممکن است به‌عنوان وسیله جدیدی در زمینه فساد و اختلاس نیز مورد استفاده قرار گرفته و علاوه بر شکل‌گیری و توسعه بنگاه‌های با عملکرد ضعیف، منجر به گسترش وام‌های نکول‌شده یا اقساط معوق در بانک‌ها شوند. بنابراین، بر پایه مبانی نظری، شواهد تجربی و استدلال منطقی عنوان‌شده می‌توان دومین فرضیه تحقیق را بر پایه ارتباط بین پشتوانه سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی و پی‌آمدهای اقتصادی آن ازجمله عملکرد مالی شرکت‌های کوچک و متوسط تکیه دارد، به شرح ذیل تبیین کرد:

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر اندازه تسهیلات اعتباری، تاثیر مثبت دارد.

۱-۳. مکانیسم اساسی سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی

همان‌طور که پیش از این عنوان شد، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران عالیه در شرکت‌ها و دیگر ذی‌نفعان به‌ویژه اعتباردهندگان، دلیل اصلی عدم تمایل بانک‌ها در زمینه عدم اعطای تسهیلات به شرکت‌های کوچک و متوسط است. بنابراین، یکی از مسأله‌های اصلی مورد بررسی در این مطالعه بررسی آن است که: پشتوانه سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی تا چه حد می‌تواند عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیریت عالیه شرکت‌های متقاضی وام و بانک‌ها و موانع دسترسی بهتر به وام‌های بانکی در شرکت‌های کوچک و متوسط را به طور مؤثر کاهش دهند. تأثیر سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر عدم‌تقارن اطلاعاتی را می‌توان از طریق هر دو دسته اطلاعات "سخت" و "نرم" مورد بررسی قرار داد. ادبیات تامین مالی مورد نیاز اعتباردهندگان نشان می‌دهد که مهم‌ترین اطلاعات "سخت" برای وام‌های بانکی مربوط به‌صورت‌های مالی بنگاه‌های بیان‌گر وضعیت و عملکرد مالی اعتبارگیرندگان است. دسترسی به اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا برای سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در زمینه عملکرد و وضعیت مالی وام‌گیرنده یا سرمایه‌پذیر، برای اعتبارسنجی در

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

زمینه تخصیص منابع مالی امری ضروری است. ادبیات تحقیق بر پایه شواهد تجربی به‌دست‌آمده از پژوهش‌های پیشین، نشان می‌دهد که بین سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی و سطح استفاده از مکانیزم‌های مدیریت سود در بازارهای توسعه‌یافته همبستگی منفی وجود دارد. علاوه بر این یافته‌های به‌دست‌آمده از برخی از پژوهش‌ها نشان می‌دهد که بین سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی و کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌های وام‌گیرنده، همبستگی مثبت وجود دارد (وو و شو، ۲۰۲۰).

با این‌حال، در راستای نیل به اهداف عالی، سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی همچنین ممکن است بر مدیریت سود بیشتر شرکت‌ها، به هنگام عرضه اولیه سهام این شرکت‌ها در بازار سرمایه تاثیر مثبت داشته باشد. از آنجاکه رژیم‌های عرضه اولیه سهام دربرخی از کشورها نظیر چین با کنترل شدیدی از ناحیه دولت همراه بوده است، مرسوم است که شرکت‌های درگیر در عرضه اولیه سهام جهت ایجاد تقاضای خرید و جاذبه سرمایه‌گذاری به مدیریت سود و دست‌کاری گزارش‌های مالی متوسل می‌شوند. باوجود ویژگی‌های شرکت‌های فعال در بازار سرمایه شرکت‌های درحال‌توسعه، می‌توان انتظار داشت که سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر سطح حاکمیت شرکتی و کیفیت اطلاعات حسابداری این شرکت‌ها تأثیر مثبت داشته باشد. ممکن است بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، متأثر از سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی، با اشکال و دشواری همراه باشد. چرا که شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس باید از اصول و استانداردهای اجباری پذیرفته‌شده حسابداری پیروی کرده و با تعیین قوانین داخلی کامل، حداقل معیارها را رعایت کنند. در مقایسه، شرکت‌های کوچک و متوسط غیرفعال در بورس معمولاً قوانین داخلی ناقص و حسابداران کمتر آموزش دیده‌ای دارند (وو و شو، ۲۰۲۰).

شرکت‌های سرمایه‌گذاری که اقدام به سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی شرکت‌های کوچک و متوسط می‌نمایند باید حسابرسان داخلی و حسابرسان خارجی را منصوب کرده و قوانین داخلی را برای اطمینان از موفقیت شرکت‌های کوچک و متوسط در سال‌های پس از عرضه اولیه سهام را به وجود آورند. تلاش سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی می‌تواند بر سطح دسترسی به اطلاعات بهتر و با کیفیت بالاتر حسابداری برای شرکت‌های کوچک و متوسط، تأثیر مثبت داشته باشد. بنابراین، بر پایه مبانی نظری عنوان گردیده، شواهد تجربی ارائه شده و استدلال منطقی طرح‌شده می‌توان فرضیه سوم تحقیق را در زمینه ارتباط بین سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی و کیفیت اطلاعات حسابداری سخت شرکت‌های کوچک و متوسط و به شرح ذیل عنوان نمود:

فرضیه سوم: سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر کیفیت اطلاعات حسابداری، تأثیر مثبت دارد.

اطلاعات "نرم" ممکن است نقش مهمی در دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به منابع مالی از

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

جمله وام‌های بانکی ایفا کند (برگر و اودل[1] ۱۹۹۰)

بر همین اساس، در تاریخ ۲۱ آوریل ۲۰۱۶، کمیسیون تنظیم مقررات بانکی چین، وزارت علوم و فناوری و بانک خلق چین به‌طور مشترک دستورالعمل گسترش سرمایه‌گذاری تلفیقی بدهی-سهام را برای شرکت‌های نوآورانه را در قالب یک بخشنامه تدوین و ابلاغ کردند.

رهنمود بالا نشان می‌دهد که برخی از بانک‌های چینی با تصویب قانون‌گذاران، شرکت‌های تابعه خود را مبتنی بر سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی به‌وجود آورده‌اند که ممکن است کانال‌های خوبی برای انتقال اطلاعات غیرمالی بین بانک‌ها و شرکت‌های کوچک و متوسط و کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی باشد. بنابراین، شرکت‌هایی که مبادرت به سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی می‌کنند می‌توانند تا حدودی نقش‌های مشابهی را در قیاس با همتایان خود در کشورهای توسعه‌یافته به‌عنوان سرمایه‌گذاران بلندمدت و ارائه‌دهندگان بودجه راهبردی به همراه بانک‌های اصلی اعتباردهنده ایفا نمایند (هلمن و همکاران[2]، ۲۰۰۷).

استراتژی سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی ممکن است مقدار قابل‌توجهی از اطلاعات "نرم" را به بانک‌ها منتقل کنند. با این حال، اندازه‌گیری کیفیت و اعتبارسنجی اطلاعات "نرم" می‌تواند دشوار باشد. در این تحقیق فرض شده است که اطلاعات "نرم" از طریق سطح در دسترس بودن و شرایط اعتباری قابل پیمایش و اندازه‌گیری است. از آنجا که وام‌های بانکی محدود به شرایطی مانند اعتبار بدون وثیقه بوده و از طریق وثیقه‌ها یا ضمانت‌نامه یا هر دو روش، تضمین می‌شود. بانک‌ها در صدور وام اعتباری بدون وثیقه، ریسک‌های بیشتری را به همراه داشته و این کار را تنها با اطمینان از ایمنی وام با اطلاعات کافی در مورد اعتبار وام‌گیرندگان انجام می‌دهند.

ظاهراً، صورت‌های مالی شرکت‌های کوچک و متوسط نمی‌توانند اطلاعات "سخت" کافی برای تحقق این هدف را ارائه دهند. علاوه بر این، قابلیت اطمینان چنین "اطلاعات سخت" هنوز نیاز به تأیید توسط "اطلاعات نرم" دارد. بنابراین، دلیل خوبی وجود دارد که فرض بر این باشد که بانک‌ها وام‌های اعتباری را بدون وثیقه را فقط هنگامی تخصیص می‌دهند که اطلاعات "نرم" کافی در اختیار داشته باشند. برهمین مبنا چهارمین فرضیه تحقیق باتوجه به مبانی نظری عنوان‌شده، شواهد تجربی مرتبط و استدلال منطقی بیان شده، براساس ارتباط بین پشتوانه سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی و کیفیت اطلاعات "نرم" در شرکت‌های کوچک و متوسط و به صورت زیر تبیین گردیده است:

فرضیه چهارم: سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر عملکرد شرکت، تاثیر مثبت دارد.

---

[1] Berger, A.N., Udell, G.F

[2] Hellmann, T., Laura, L., Puri, M

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

ژو و لین[1](۲۰۲۰) طی پژوهش خود به بررسی نقش سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی را مبتنی بر نمونه‌ای از شرکت‌های کوچک و بزرگ پذیرفته‌شده در بورس چین باتوجه به تسهیلات دریافتی مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان داد که ضمانت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و به تعبیری سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی می‌تواند دسترسی به وام‌های بانکی، به‌ویژه وام‌های کوتاه‌مدت، را با هزینه‌های کمتر و وام‌های بدون وثیقه را به‌طور مؤثر بهبود بخشد. در این تحقیق فرض بر این بود که سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی شرکت‌های کوچک و متوسط می‌تواند بر عملکرد مالی آنها نیز تأثیر مثبت دارد. یافته‌های پژوهش ژو و شو (۲۰۲۰) نشان داد که سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی شرکت‌ها می‌تواند عدم‌تقارن اطلاعاتی بین بانک‌ها و شرکت‌های کوچک و متوسط را هم در بعد اطلاعات "سخت" صورت‌های مالی با کیفیت بهتر و هم در بعد اطلاعات "نرم" مشتمل بر شرایط اعتباری شرکت‌های کوچک و متوسط کاهش می‌دهد. با بهبود شرایط تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط و افزایش کارآیی بانک‌ها در زمینه تخصیص وام، طرح تأمین سرمایه بدهی می‌تواند الگوی جدید و معنی‌داری در راستای تقویت زیرساخت‌های مالی بازارهای سرمایه نوظهور باشد.

انتظار می‌رود با توجه به شکل‌گیری بانک‌های جدید خصوصی و نیز خصوصی‌شدن برخی از بانک‌های دولتی و در نتیجه شدت سطح رقابت در سطح صنعت بانکی، دستاوردهای این تحقیق بتواند در راستای بهبود عملکرد بانکی کمک کند. چرا که در استراتژی سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی از یک طرف، بانک‌ها باید در شیوه اعطای تسهیلات، ریسک اعتباری را بهتر مدیریت کنند. از سوی دیگر، توسعه عمقی بازارهای پولی و مالی در بازارهای نوپا نیاز به اعطای تسهیلات بیشتر بانکی به شرکت‌های کوچک و متوسط و تضعیف شیوه‌های بانکی مافیایی دارد. نهایتاً، مطالعه توسعه زیرساخت‌های مالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط در بازارهای سرمایه کشورهای کمتر توسعه‌یافته‌ای چون ایران و تأثیر اجرای طرح سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی، می‌تواند مرجع مفیدی برای بحث‌های مربوط به سیاست‌گذاری‌های آتی در زمینه توسعه بازارهای پولی و مالی در کشورهای مزبور باشد.

۴-۱. پیشینه تحقیق

جیانگ و همکاران[2] (۲۰۱۴) دریافتند که شرکت‌های پشتیبانی‌شده توسط سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر در مقایسه با شرکت‌های دیگر سریع‌تر رشد می‌کنند. علاوه بر این، نویسندگان گزارش

[1] Xu, L., Lin, C.T
[2] Jiang, P., Cai, C.X., Keasey, K., Wright, M., Zhang, Q

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

می‌نمایند که شرکت‌های پشتیبانی شده توسط VC با احتمال کمتری در ۴ سال اول پس از شروع سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر شکست می‌خورند. گو و همکاران (۲۰۱۶) با استفاده از داده‌های سرشماری آمریکا، بهره‌وری کل عوامل شرکت‌های پشتیبانی شده توسط VC را با سایر شرکت‌ها مقایسه نموده‌اند. نویسندگان دریافتند که شرکت‌های حمایت شده توسط VC از نظر بهره‌وری از سایر شرکت‌ها برترند و این برتری به‌دلیل پروژه‌های غربالگری پیشین و نظارت‌های پسین VC است. وو و ژو (۲۰۱۸) در مطالعه‌ای با استفاده از روش خود رگرسیون برداری با داده‌های تابلویی، به بررسی اثر توسعه مالی بر سرمایه‌گذاری به صورت پویا با داده‌های ۳۶ کشور پرداختند و نتیجه گرفتند که تأمین منابع مالی نقش ویژه‌ای در افزایش موجودی سرمایه و رشد اقتصادی دارد. سجودی و همکارن (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر تأمین مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر بر سود شرکت‌های دانش‌بنیان مستقر در پارک علم و فناوری استان آذربایجان شرقی پرداخت. داده‌های پژوهش با استفاده از پرسش‌نامه جمع‌آوری و برای تحلیل داده‌ها از روش پانل دیتا به کمک نرم‌افزار STATA استفاده شده است. مطابق یافته‌ها مشخص شده که دو متغیر تسهیلات صندوق سرمایه‌گذاری ریسک‌پذیر و اندازه شرکت، تأثیر مثبت و معنی‌داری بر سود شرکت دارند درحالی‌که متغیرهای وام از بانک‌های تجاری، عمر و نیز سرمایه انسانی شرکت، اثری معنی‌دار بر سود شرکت‌ها ندارند. همچنین هزینه‌های تحقیق و توسعه اثر منفی بر سودآوری دارند اما باتوجه به اینکه این متغیر بلافاصله اثرگذار نبوده و اثرگذاری آن با وقفه ظهور می‌یابد ممکن است نتایج آن طی چند سال آینده دیده شود که باتوجه به دوره کوتاه این مطالعه نمی‌توان عنوان نمود که این متغیر به طور قطع اثر منفی بر سودآوری دارد. تاری (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر تسهیلات اعطایی بانک‌ها در قالب تسهیلات تکلیفی و غیرتکلیفی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در بخش‌های صنعت و معدن و کشاورزی پرداخته است که مشخص شود تا چه حد لازم است برای توسعه سرمایه‌گذاری در این بخش‌ها چنین تسهیلاتی پرداخته شود. نتایج به‌دست‌آمده حاکی از آن است که اگر در مدل سرمایه‌گذاری، متغیرهای تسهیلات تکلیفی و غیرتکلیفی به تنهایی به‌کار گرفته شوند، ضرایب بی‌معنی خواهد شد و درصورتی‌که حجم کل تسهیلات در نظر گرفته شود، ضریب حجم کل تسهیلات (مجموع تسهیلات تکلیفی و غیرتکلیفی) معنی‌دار خواهد بود. در نتیجه، آنچه بر سرمایه‌گذاری در دو بخش تأثیر گذار است، حجم اعتبارات است. این موضوع بیان می‌کند که به‌دلیل حجم محدود اعتبارات کنترل‌شده، سیاست‌های کنترل اعتباری با هدف تأثیرگذاری بر بخش‌های اقتصادی تأثیر قابل‌توجهی بر بخش‌های اقتصادی ندارد. غفاری و همکاران (۱۳۹۳) براساس دیدگاه مکینون و شاو[1] (۱۹۹۸) تأثیر افزایش نرخ سود

[1] Megginson, W.L., Weiss, K.A

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

تسهیلات بانکی بر سرمایه‌گذاری و تولید در اقتصاد ایران را مورد بررسی قرار دادند. برای این کار ابتدا یک الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی نیوکینزی (DSGE) برای اقتصاد ایران طراحی شد. این الگو شامل چهار بخش خانوار، بنگاه، بانک‌های تجاری، دولت و بانک مرکزی است. پس از آن، افزایش نرخ سود تسهیلات بانکی به‌عنوان شوک وارده به مدل اعمال گردید. نتایج نشان داد، در اثر افزایش نرخ سود تسهیلات بانکی، حجم سپرده‌های بانکی افزایش می‌یابد اما سرمایه‌گذاری، تسهیلات بانکی و تولید ناخالص داخلی بدون نفت کاهش یافته و به زیر مقدار بلندمدت خود کشیده می‌شوند. از این‌رو افزایش نرخ سود تسهیلات بانکی نه تنها رشد اقتصادی را افزایش نمی‌دهد بلکه باعث کاهش رشد اقتصادی می‌گردد. بنابراین، فرضیه مکینون شاو در اقتصاد ایران رد می‌شود. تشکینی و همکاران (۱۳۹۵) به ارزیابی تأثیر سیاست‌های اعتباری بر سرمایه‌گذاری زیربخش‌های اصلی اقتصاد ایران است. به این منظور از روش رگرسیون به‌ظاهر نامرتبط (SUR) برای برآورد تابع سرمایه‌گذاری سه بخش کشاورزی، صنعت و معدن و خدمات در سال‌های ۹۱-۱۳۵۲ استفاده شده و براساس یافته‌های به‌دست‌آمده، «میزان دسترسی به تسهیلات بانکی» برای بخش‌های تولیدی نظیر کشاورزی و به‌ویژه صنعت و معدن اهمیت بسیاری در تحریک سرمایه‌گذاری داشته و در مقابل، نرخ سود تسهیلات تأثیری بر میزان سرمایه‌گذاری در بخش‌های اقتصادی ندارد. از این‌رو، برخی پیشنهادها همچون تقویت بانک‌های توسعه‌ای (مانند بانک صنعت و معدن) از طریق افزایش سرمایه این بانک‌ها، توسعه مالی برای تسهیل جریان تأمین مالی به بخش‌های تولیدی، کنترل تورم برای کاهش اثرات مخرب آن بر عرضه و تقاضای تسهیلات و جلوگیری از اثرات جانشینی بین تخصیص منابع بخش دولتی و خصوصی عنوان شده است.

پژوهش حاضر می‌تواند در راستای توسعه ادبیات مربوط به تحول در استراتژی‌های اعطای تسهیلات بانکی به شرکت‌های کوچک و بزرگ در بازارهای نوظهور مؤثر واقع شود. بررسی ادبیات تحقیق نشان می‌دهد که به ندرت پژوهشی تجربی در زمینه سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی در بازارهای نوپای سرمایه به انجام رسیده است. این استراتژی سرمایه‌گذاری در کشورهای توسعه‌یافته می‌تواند سرمایه‌گذاری کافی را برای شرکت‌های کوچک و متوسط فراهم کرده و کمبودهای احتمالی در زمینه اخذ وام‌های بانکی را جبران نماید. کشورهایی چون چین اجازه داده‌اند که در سال‌های اخیر سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی شکل گرفته و رشد کند. با این‌حال، بانک‌های حاکم بر سیستم مالی در بازارهای نوپای سرمایه، محدود به فعالیت‌های سنتی اعتبارسنجی و تخصیص اعتبار شده و استراتژی سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی به‌تازگی شکل گرفته است. انجام این تحقیق برای اولین بار در ایران انجام پذیرفته و لذا به توسعه ادبیات رو به رشد ادبیات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی شرکت‌های کوچک و متوسط کمک می‌کند. بررسی

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

ادبیات تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری گرایش مثبتی به سرمایه‌گذاری در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی به‌خصوص در مواردی که بانک‌ها در اعطای تسهیلات کمتر به شرکت‌های متوسط و کوچک تمایل نشان می‌دهند، ندارند. علاوه بر این، کمبود زیرساخت‌های مالی برای شرکت‌های کوچک و متوسط در کشورهای درحال‌توسعه‌ای چون ایران وجود دارد.

۲. فرضیه های تحقیق

برپایه مبانی نظری، شواهد تجربی و استدلال منطقی عنوان‌شده به شرح بند قبل می‌توان فرضیه‌های تحقیق را به‌صورت زیر تبیین نمود:

فرضیه اول: سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر هزینه تسهیلات، تاثیر مثبت دارد.

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر اندازه تسهیلات اعتباری، تأثیر مثبت دارد.

فرضیه سوم: سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر کیفیت اطلاعات حسابداری، تأثیر مثبت دارد.

فرضیه چهارم: سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر عملکرد شرکت، تأثیر مثبت دارد.

۳. روش تحقیق

پژوهش حاضر از لحاظ هدف از نوع پژوهش‌های نظری- کاربردی است. همچنین، این پژوهش از لحاظ ماهیت توصیفی- همبستگی (رگرسیون چندگانه) و از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی و مبتنی بر اطلاعات گذشته است که براساس اطلاعات مندرج درصورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون خطی چندگانه و برای تجزیه و تحلیل نهایی به منظور واکاوی داده‌ها از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۷ استفاده شده است. جامعه آماری در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که به‌لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد. همچنین، در طی دوره مورد بررسی ۱۳۹۰ تا پایان ۱۳۹۷ تغییر سال مالی نداشته و اطلاعات مالی آن قابل‌دسترس باشد. علاوه بر این جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها، مؤسسه‌های مالی) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشد. زیرا، افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت این نوع شرکت‌ها متفاوت است. نهایتاً این که اطلاعات مورد نیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد. با اعمال این شرایط تعداد ۱۱۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفت.

تحقیق حاضر مبتنی بر یک طرح پس رویدادی و متکی بر داده‌های تاریخی عملکردی شرکت‌های کوچک و متوسط به انجام رسیده و چارچوب کلی تعریف، اندازه‌گیری و روابط بین

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

متغیرها و به تعبیری مدل تحقیق آن بر پایه ادبیات تحقیق به ویژه وو و شو (۲۰۲۰)، تبیین گردیده است. مدل‌های چهارگانه (متغیرهای مستقل و کنترلی یکسان بوده و به عبارتی مدل پژوهش برای چهار متغیر وابسته هزینه تسهیلات، اندازه تسهیلات اعتباری، کیفیت حسابداری و عملکرد مالی شرکت به اجرا در آمده است) مورد استفاده در آزمون فرضیات به شرح زیر بوده است:

$$Bankcost_{it} = \beta_0 + \beta_1 VC_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 Quickratio_{it} + \beta_6 FA_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Creditloan_{it} = \beta_0 + \beta_1 VC_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 Quickratio_{it} + \beta_6 FA_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Q_Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 VC_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 Quickratio_{it} + \beta_6 FA_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\mathrm{DA}_{it} = \beta_0 + \beta_1 VC_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 Quickratio_{it} + \beta_6 FA_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر(های) وابسته

هزینه تسهیلات: این متغیر با نماد Bankcost نشان داده شده و به‌عنوان هزینه وام‌های بانکی تعریف شده و بر مبنای نسبت هزینه بهره شرکت در ارتباط با وام‌های بانکی دریافتی شرکت‌های کوچک و متوسط به مجموع وام‌های شرکت تعریف شده است.

اندازه تسهیلات اعتباری: این متغیر با نماد Creditloan نشان داده شده و عبارت از مبلغ مجموع وام‌های بدون وثیقه در شرکت تحت بررسی است که بر مجموع دارایی‌ها تقسیم شده و برای اندازه‌گیری اندازه وام‌های بدون وثیقه تخصیص داده شده و سطح دسترسی شرکت‌های کوچک و متوسط به تسهیلات بانکی بدون وثیقه مورد استفاده قرار گرفته است.

کیفیت حسابداری: در این تحقیق برای اندازه‌گیری کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت‌های کوچک و متوسط از DA به‌عنوان متغیر کیفیت حسابداری با سنجه اقلام تعهدی اختیاری استفاده شده است. ارزش DA بالاتر نشان‌دهنده مدیریت سود بیشتر و کیفیت پایین‌تر اطلاعات حسابداری است. در این پژوهش اقلام تعهدی اختیاری بر مبنای اقلام تعهدی کل و با استفاده از مدل پایه‌ای کازنیک[1] (۱۹۹۹) به صورت زیر محاسبه شده است. بدین منظور، ابتدا اقلام تعهدی کل از طریق فرمول زیر برآورد شده است:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} - \frac{\Delta RA_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta OCF_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

[1] Kasznik

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

TA_{it} = اقلام تعهدی کل.

A_{it-1} مجموع دارایی‌های شرکت در یک سال قبل از سال مورد نظر (ابتدای دوره سال مورد نظر).

α = ضریب ثابت.

ΔREV_{it} = تغییرات در فروش شرکت نسبت به سال قبل.

ΔRA_{it} = تغییرات در مطالبات شرکت نسبت به سال قبل.

PPE_{it} = خالص ارزش دفتری اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت در سال مورد نظر.

ΔOCF_{it} = تغییرات در جریانات نقدی عملیاتی شرکت نسبت به سال قبل.

پس از محاسبه اقلام تعهدی کل و جایگذاری آن در مدل برآوردی زیر، اقلام تعهدی اختیاری از طریق فرمول زیر برآورد خواهد شد:

$$DA_{it} = \varepsilon_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - \left(\hat{\alpha}_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} - \frac{\Delta RA_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \hat{\alpha}_4 \frac{\Delta OCF_{it}}{A_{it-1}} \right)$$

$DA_{it} = \varepsilon_{it}$ = اقلام تعهدی اختیاری. با توجه به اینکه DA بزرگ‌تر به معنای کیفیت پایین‌تر اطلاعات حسابداری است عکس این مقدار به‌عنوان کیفیت حسابرسی در نظر گرفته شده است.

عملکرد مالی شرکت: در این تحقیق از Q_Tobin به‌عنوان سنجه عملکرد مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در بازار سرمایه استفاده شده است. ادبیات تحقیق نشان می‌دهد که در برخی از پژوهش‌ها از سنجه‌هایی چون بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام، ممکن است بیش از حد بر نتایج حسابداری عملکرد مالی کوتاه‌مدت متمرکز شده و واکنش بازار سرمایه به عملکرد مالی شرکت را نادیده گرفته و برای اندازه‌گیری رشد سریع و متوسط شرکت‌های کوچک و متوسط مناسب نباشد.

متغیر مستقل

سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی: در این پژوهش سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی که با نماد VC نمایش داده شده بر مبنای لگاریتم طبیعی مبلغ تسهیلات بانکی دریافتی در سال جاری بیان شده است.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

متغیرهای کنترلی:

علاوه بر متغیرهای وابسته و مستقل، متغیرهای کنترلی زیر در مدل‌های پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است:

ساختار مالی: این متغیر با نماد Lev نشان داده شده و از تقسیم مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها در پایان دوره محاسبه شده است.

بازده دارایی‌ها: این متغیر با نماد ROA نشان داده شده و از تقسیم سود خالص بر جمع دارایی‌ها محاسبه شده است.

بازده سرمایه: این متغیر با نماد ROE نشان داده شده و از تقسیم سود خالص بر ارزش دفتری سهام در پایان دوره محاسبه شده است.

نسبت آنی: این متغیر با نماد Quickratio نشان داده شده و از تقسیم دارایی‌های آنی(دارایی جاری منهای موجودی‌ها) بر جمع بدهی‌های جاری محاسبه شده است.

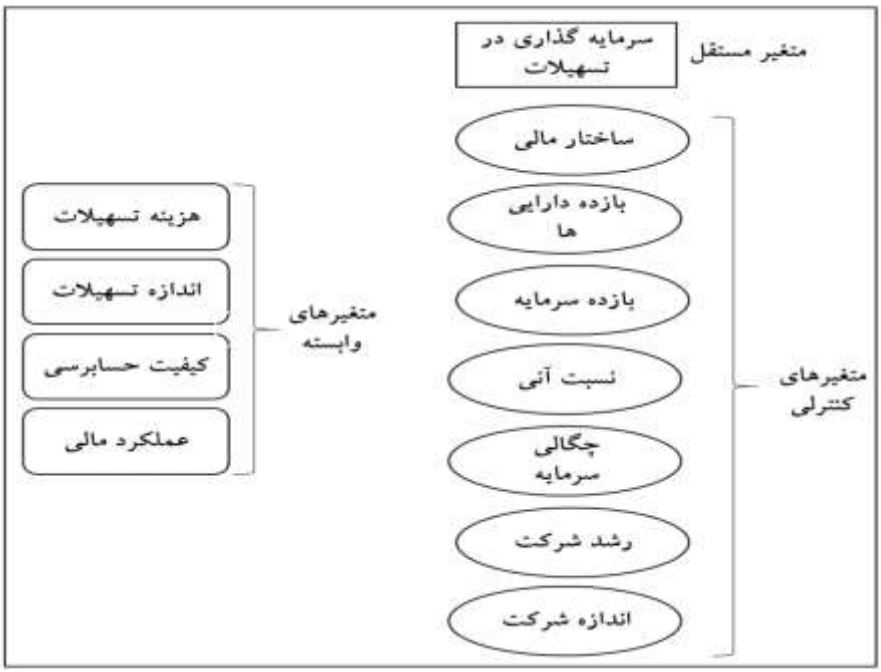
چگالی سرمایه: این متغیر با نماد FA نشان داده شده و از تقسیم جمع دارایی‌های ثابت مشهود بر جمع دارایی‌ها محاسبه شده است.

رشد شرکت: این متغیر با نماد Growth نشان داده شده و به صورت تغییر در درآمد عملیاتی شرکت نسبت به دوره قبل محاسبه شده است.

اندازه شرکت: این متغیر با نماد Size نشان داده شده و به صورت لگاریتم جمع دارایی‌ها در ابتدای دوره در نظر گرفته شده است.

علاوه بر این مدل مفهومی پژوهش نیز در شکل شماره ۱ ارائه شده است:

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

منبع: یافته‌های تحقیق

۴. یافته‌های تحقیق

۴-۱. یافته‌های توصیفی

روش‌های آمار توصیفی برای سازمان‌دهی و خلاصه کردن داده‌ها به‌کار برده می‌شوند تا آنها به‌صورت معنی‌داری قابل‌درک و ارتباط باشند. غالباً مفیدترین و در عین حال اولین قدم در سازمان‌دهی داده‌ها مرتب کردن داده‌ها است و سپس استخراج شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای پژوهش پس از غربال‌گری و حذف داده‌های پرت در جدول شماره ۱ ارائه شده است. میانگین سودآوری با سنجه بازده دارایی‌ها برابر با ۰/۱۳ است که نشان‌دهنده میزان استفاده از دارایی‌های شرکت‌ها برای کسب سود است. میانگین رشد شرکت برابر با ۰/۲۶ و حاکی از آن است که تغییر در درآمدهای عملیاتی برای شرکت‌ها به‌صورت میانگین در حدود ۰/۲۶ رشد داشته است و این موضوع حکایت از افزایش درآمدها دارد. میانگین ساختار مالی برابر با ۰/۵۷ است و حاکی از آن است که نسبت بدهی‌ها شرکت به مجموع دارایی‌های شرکت‌های

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

نمونه حدود ۰/۵۷ است. میانگین عملکرد مالی ۱/۶۷ بوده و نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه با توجه به معیار کیوتوبین از عملکرد نسبتاً مناسبی برخوردار هستند. هزینه تسهیلات با انحراف معیار ۰/۰۸ کمترین پراکندگی را از خود نشان داده که بیانگر این است که تقریباً کلیه شرکت‌های مورد بررسی از هزینه تسهیلات یکسانی از بانک‌ها برخوردار بوده‌اند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

مولفه	مشاهدات	کمینه	بیشینه	میانگین	میانه	انحراف معیار
هزینه تسهیلات	۹۳۶	۰/۰۱	۰/۷۱	۰/۲۲	۰/۲۰	۰/۰۸
اندازه تسهیلات	۹۳۶	۰/۰۱	۰/۹۹	۰/۱۸	۰/۱۴	۰/۱۵
کیفیت حسابرسی	۹۳۶	۰/۰۱	۰/۶۸	۰/۰۹	۰/۰۷	۰/۰۸
عملکرد مالی	۹۳۶	۰/۶۵	۵/۰۵	۱/۶۷	۱/۴۸	۰/۷۰
سرمایه‌گذاری در تسهیلات	۹۳۶	۲/۳۰	۱۷/۹۳	۱۱/۸۷	۱۱/۹۵	۱/۹۹
ساختار مالی	۹۳۶	۰/۱۴	۰/۹۹	۰/۵۷	۰/۵۹	۰/۱۸
بازده دارایی‌ها	۹۳۶	-۰/۲۴	۰/۶۲	۰/۱۳	۰/۱۰	۰/۱۲
بازده سرمایه	۹۳۶	-۱/۹۵	۰/۹۶	۰/۲۷	۰/۲۶	۰/۲۷
نسبت آنی	۹۳۶	۰/۰۱	۳/۰۹	۰/۱۹	۰/۰۸	۰/۳۴
چگالی سرمایه	۹۳۶	۰/۰۱	۰/۷۹	۰/۲۴	۰/۱۹	۰/۱۶
رشد شرکت	۹۳۶	-۰/۸۹	۲۶/۹۲	۰/۲۶	۰/۱۸	۰/۹۶
اندازه شرکت	۹۳۶	۱۰/۱۷	۱۹/۷۷	۱۴/۱۶	۱۴/۰۶	۱/۳۹

منبع: یافته‌های تحقیق

۴-۲. آزمون پیش‌فرض‌ها

ابتدا وضعیت توزیع متغیرها از نظر نرمال بودن مورد بررسی قرار گرفته است، بدین منظور از آزمون کولموگروف-اسمیرونوف استفاده شده است. نتایج آزمون نرمال بودن متغیرها در جدول شماره ۲ ارائه شده است. براساس جدول چنین استنباط می‌گردد که از میان متغیرهای پژوهش تنها متغیر اندازه شرکت از توزیع نرمال برخوردار بوده که آن هم به‌دلیل ماهیت اندازه‌گیری آن یعنی لگاریتم‌گیری بوده است (مقادیر سطوح معناداری کمتر از پنج درصد بوده است).

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

جدول ۲. آزمون بررسی نرمال بودن متغیرها

متغیر	تعداد	آماره (K-S)	سطح معناداری
هزینه تسهیلات	۹۳۶	۷/۹۰۰	۰/۰۰۰
اندازه تسهیلات	۹۳۶	۹/۲۶۰	۰/۰۰۰
کیفیت حسابرسی	۹۳۶	۳/۲۴۹	۰/۰۰۰
عملکرد مالی	۹۳۶	۳/۱۴۱	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاری در تسهیلات	۹۳۶	۱۱/۲۲۷	۰/۰۰۰
ساختار مالی	۹۳۶	۳/۱۸۵	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۹۳۶	۴/۶۶۲	۰/۰۰۰
بازده سرمایه	۹۳۶	۳/۳۸۵	۰/۰۰۰
نسبت آنی	۹۳۶	۲/۲۵۸	۰/۰۰۵
چگالی سرمایه	۹۳۶	۵/۴۸۵	۰/۰۰۰
رشد شرکت	۹۳۶	۳/۴۴۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۹۳۶	۰/۹۳۰	۰/۳۵۳

منبع: یافته‌های تحقیق

در ادامه جهت تعیین الگوی مناسب پژوهش از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شد که نتایج حاصل از آن در جدول شماره ۳ ارائه شده است. آماره F لیمر دارای خطای کمتر از ۵ ٪ است. از این رو، برای هر چهار الگوی رگرسیونی پژوهش الگوی داده‌های ترکیبی در نظر گرفته شد. نتایج حاصل از آزمون هاسمن نیز روش اثرات ثابت را برای تخمین الگو تأیید می‌کند. از دیگر پیش فرض‌های مورد نیاز برای تخمین مدل رگرسیونی، بررسی همسانی واریانس جملات خطای الگو است. درصورت وجود ناهمسانی میان واریانس‌ها اعتبار مدل رگرسیونی با تردید خواهد شد. بدین منظور از آزمون بروش پاگان گادفری بهره گرفته شده که نتایج حاصل از این آزمون برای مدل رگرسیونی مورد استفاده پژوهش در جدول شماره ۴ ارائه شده است. با توجه به نتایج این جدول می‌توان همسانی واریانس‌ها را برای مدل‌های پژوهش پذیرفت.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

جدول ۳. آزمون انتخاب الگوی تحلیل داده‌ها

آزمون	مدل	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
F لیمر	۱	F	۳/۶۰۱	(۱۱۶/۸۱۱)	۰/۰۰۰
	۲		۴/۲۵۸	(۱۱۶/۸۱۱)	۰/۰۰۰
	۳		۳/۳۶۲	(۱۱۶/۸۱۱)	۰/۰۰۰
	۴		۴/۴۴۵	(۱۱۶/۸۱۱)	۰/۰۰۰
هاسمن	۱	x^2	۲۰/۸۲۹	۸	۰/۰۰۰
	۲		۲۶/۳۶۲	۸	۰/۰۰۰
	۳		۲۹/۷۸۴	۸	۰/۰۰۰
	۴		۳۵/۳۳۲	۸	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

جدول ۴. آزمون همسانی واریانس‌ها

مدل	فرض صفر	آماره	معنی داری	نتیجه آزمون
۱	واریانس‌ها همسان هستند	۳/۶۹۵	۰/۳۵۱	فرض صفر پذیرفته می شود
۲	واریانس‌ها همسان هستند	۳//۲۵۶	۰/۳۹۱	فرض صفر پذیرفته می شود
۳	واریانس‌ها همسان هستند	۳/۳۰۸	۰/۳۷۹	فرض صفر پذیرفته می شود
۴	واریانس‌ها همسان هستند	۳/۰۰۵	۰/۴۷۸	فرض صفر پذیرفته می شود

منبع: یافته‌های تحقیق

۴-۳. آزمون فرضیات

نتایج آزمون فرضیات پژوهش در جدول شماره ۵ ارائه شده است. مطابق با نتایج ارائه‌شده در این جدول، سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر هر چهار متغیر وابسته پژوهش یعنی هزینه تسهیلات، اندازه تسهیلات اعتباری، کیفیت اطلاعات حسابداری مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری و عملکرد شرکت مبتنی بر معیار کیوتوبین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت (۰/۳۳۱، ۰/۴۳۶، ۰/۲۳۸ و ۰/۰۰۱) داشته‌اند. سطح معناداری متناظر برای آنها نیز به ترتیب ۳/۲۹۲، ۳/۳۲۸۹، ۳/۶۲۵ و ۴/۷۴۶۶ است. از آنجا که سطوح معناداری متغیر سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی برای هر چهار مدل کمتر از ۵ درصد بوده در نتیجه معناداری اثرگذاری سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی بر متغیرهای وابسته چهارگانه پذیرفته می‌شود. این بدین معناست که سرمایه‌گذاری بیشتر در تسهیلات بانکی منجر به افزایش هزینه تسهیلات می‌شود که این امری

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

بدیهی بوده و از قبل نیز چنین انتظاری داشتیم. همچنین باتوجه به مدل دوم، با بالا رفتن سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی در شرکت‌ها، اندازه تسهیلات اعتباری نیز افزایش می‌یابد. این بدان معناست که شرکت‌ها برای تأمین مالی خود بیشتر به وام‌های بانکی روی می‌آورند. بنابر نتایج به‌دست‌آمده از مدل سوم، افزایش سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی منجر به افزایش عملکرد شرکت می‌شود. در توجیه این مطلب می‌توان گفت که افزایش تسهیلات، بالا رفتن قدرت نقدینگی و سرمایه در گردش شرکت را به‌دنبال داشته و سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌های سودآور را به‌دنبال داشته و از این طریق عملکرد مالی شرکت را افزایش می‌دهد. در نهایت، براساس مدل چهارم، سرمایه‌گذاری در تسهیلات بانکی با افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری یا کیفیت حسابرسی همراه خواهد بود. ضرایب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که به ترتیب در مدل‌های چهارگانه پژوهش، ۳۲/۸۹، ۳۱/۹۵، ۳۱/۶۸ و ۳۲/۸۴ درصد از تغییرات متغیرهای وابسته هزینه تسهیلات، اندازه تسهیلات اعتباری، عملکرد مالی و کیفیت اطلاعات حسابداری به وسیله متغیرهای مدل قابل تبیین است. آماره دوربین- واتسون برای مدل های یاد شده، ۲/۱۳۰، ۲/۱۰۱، ۲/۴۱۰ و ۲/۱۲۵ بوده و از آنجا که این آماره‌ها در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته نشان دهنده عدم خودهمبستگی بین جملات خطاهای مدل است. آماره F و سطح معنی‌داری متناظر با این مدل‌ها به ترتیب برابر با ۳/۴۲۳(۰/۰۰۰)، ۳/۳۰۳(۰/۰۰۰)، ۴/۳/۲۶۸(۰/۰۰۰) ۳/۲۸۹(۰/۰۰۰) بوده و از آنجا که سطح معناداری نزدیک به صفر و کمتر از پنج درصد است معنی‌داری کل مدل پژوهش پذیرفته می‌شود. نهایتاً این که آماره مربوط به آزمون خودهمبستگی سریالی و سطح معناداری متناظر با این آزمون به ترتیب برابر با ۱/۶۲۵، ۱/۸۸۲، ۱/۷۸۵، ۱/۶۶۵ و ۰/۲۰۵، ۰/۲۱۴، ۰/۲۳۱، ۰/۳۳۱ بوده است. از آنجا که سطح معناداری این آزمون بیشتر از پنج درصد بوده فرض صفر آزمون مشتمل بر عدم وجود خودهمبستگی سریالی بین متغیرهای مدل پژوهش پذیرفته می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش (متغیر وابسته عدم تقارن اطلاعاتی)

	Bankcost	Creditloan	Q_Tobin	DA
β_0	۰/۱۸۳	-۰/۲۹۸	۰/۲۶۹	۰/۲۷۷
VC	۰/۳۳۱*	۰/۴۳۶*	۰/۲۳۸*	۰/۰۰۱*
LEV	۰/۰۹۴**	۰/۰۸۶**	۰/۰۹۷**	۰/۱۰۳**
ROA	-۰/۱۸۷*	-۰/۲۷۹**	-۰/۳۵۵**	-۰/۵۷۱**
ROE	-۰/۲۳۱**	-۰/۰۴۹*	-۰/۰۳۷*	-۰/۱۸۲*
QUICKRATIO	-۰/۱۲۱*	-۰/۱۱۱*	-۰/۲۹۶**	-۰/۳۳۳**

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

FA	۰/۰۰۶**	۰/۰۰۶**	۰/۰۰۲**	۰/۰۰۱**
GROWTH	۰/۱۹۲*	۰/۲۷۶*	۰/۲۸۰*	۰/۲۴۷*
SIZE	۰/۲۹۲*	۰/۱۹۸*	۰/۲۹۷*	۰/۲۸۲*
ضریب تعیین	۰/۳۵۱۷	۰/۳۴۳۵	۰/۳۴۱۲	۰/۳۴۲۶
R^2 تعدیل شده	۰/۳۲۸۹	۰/۳۱۹۵	۰/۳۱۶۸	۰/۳۲۸۴
آزمون فیشر	۳/۴۲۳*	۳/۳۰۳*	۳/۲۶۸*	۳/۲۸۹*
دوربین واتسون	۲/۱۳۰	۲/۱۰۱	۲/۴۱۰	۲/۱۲۵

* معنادار در سطح ۱ درصد ** معنادار در سطح ۵ درصد *** معنادار در سطح ۱۰ درصد

منبع: یافته‌های تحقیق

۵. نتیجه‌گیری

انتظار می‌رود که سرمایه‌گذاری در تسهیلات در بازار درحال‌توسعه و نوظهور کشور ما بتواند اثرات مثبتی در تأمین مالی از طریق وام بانکی برای شرکت‌های کوچک و بزرگ ایفا نماید. از منظر شرکت های کوچک و بزرگ، پشتیبانی از سرمایه‌گذاری در تسهیلات، دسترسی آنها به وام‌های بانکی را از طریق وام‌های بزرگتر، کاهش هزینه‌های استقراض و دسترسی بهتر به وام‌های بدون وثیقه بهبود می‌بخشد. از منظر بانک‌ها نیز، پشتیبانی از سرمایه‌گذاری در تسهیلات باعث افزایش کارایی آنها در تخصیص وام از طریق کاهش نرخ پیش‌فرض و پیامدهای اقتصادی پیشرفته می‌شود. همچنین برپایه نتایج تحقیق حاضر در ارتباط با سازوکارهای اساسی می‌توان انتظار داشت که حمایت از سرمایه‌گذاری در تسهیلات، عدم تقارن اطلاعاتی بین بانک‌ها و شرکت‌های کوچک و بزرگ را کاهش می‌دهد. توسعه سرمایه‌گذاری در تسهیلات به شرکت‌های کوچک و بزرگ کمک می‌کند تا قوانین حسابداری داخلی را بهبود داده و صورت‌های مالی آنها را استاندارد کند. حمایت از سرمایه‌گذاری در تسهیلات همچنین به اعتبارپذیری و افزایش اعتبار شرکت‌ها در برنامه‌های تأمین مالی کمک می‌کند. به‌عبارت دیگر، افزایش حمایت از سرمایه‌گذاری در تسهیلات، اطلاعات سخت و نرم لازم را برای دسترسی به وام‌های بانکی برای شرکت‌های کوچک و بزرگ بهبود می‌بخشد.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

منابع

۱. تاری، فتح‌اله (۱۳۹۸). "اثر تسهیلات بانکی بر سرمایه‌گذاری بخش‌های صنعت و معدن و کشاورزی"، نشریه اقتصاد و تجارت نوین، دوره ۱۴، شماره ۶، صص ۱-۲۴.

۲. تشکینی، احمد؛ حیدری، حسن و شفیعی، افسانه (۱۳۹۵). "تجزیه و تحلیل آثار سیاست اعتباری بر سرمایه‌گذاری زیربخش‌های اقتصاد ایران"، فصلنامه پژوهشنامه‌ی بازرگانی دوره ۲۰، شماره ۸۰، صص ۲۳-۴۳.

۳. سجودی، سکینه؛ محمدزاده، پرویز و فاتح، امیر (۱۳۹۹). "بررسی تأمین مالی از صندوق‌های ریسک پذیر بر سودآوری شرکت‌های دانش بنیان"، فصلنامه‌ی علمی پژوهشی سیاست علم و فناوری، دوره ۱۲، شماره ۴۶، صص ۲۹-۴۰.

۴. غفاری، هادی؛ سعادت مهر، مسعود و رنجبر فلاح، محمدرضا (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر افزایش نرخ سود تسهیلات بانکی بر رشد اقتصادی ایران در قالب یک الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی نیوکینزی"، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد مقداری، دوره ۱۰، شماره ۱، صص ۱-۳۱.

5. Baker, M., Gompers, P., 2003. The determinants of board structure at the initial public offering. J. Law Econ. 46 (2), 569–598.
6. Ball, R., Shivakumar, L., 2008. Earnings quality at initial public offerings. J. Account. Econ. 45 (2-3), 324–349.
7. Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Peria, M., 2008. Bank Financing for SMEs around the World: Drivers, Obstacles, Business Models and Lending Practices. World Bank Policy Research Working Paper, No. 4785.
8. Berger, A.N., Hasan, I., Zhou, M.M., 2009. Bank ownership and efficiency in China: What will happen in the world's largest nation? J. Bank. Financ. 33 (1), 113–130.
9. Berger, A.N., Udell, G.F., 1990. Collateral, loan quality and bank risk. J. Monet. Econ. 25 (1), 21–42.
10. Bruns, V., Fletcher, M., 2008. Banks' risk assessment of Swedish SMEs. Ventur. Cap. 10 (2), 171–194.
11. Chen, Y.S., Zhu, C., 2009. Political connection, institutional environment and capital investment of listed companies. J. Financ. Econ. 12, 27–39.
12. Gou, Q., Huang, Y.P., Xu, J.G., 2016. Does ownership matter in access to bank credit in China? Eur. J. Financ. 3 (1), 1–23.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

13. Hellmann, T., Laura, L., Puri, M., 2007. Building relationships early: banks in venture capital. Rev. Financ. Stud. 21 (2), 513–541.
14. Jiang, P., Cai, C.X., Keasey, K., Wright, M., Zhang, Q., 2014. The role of venture capitalists in small and medium-sized enterprise initial public offerings: evidence from China. Int. Small Bus. J. 32 (6), 619–643.
15. Kaplan, S., Stromberg, P., 2003. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts. Rev. Econ. Stud. 70 (2), 281–315.
16. Lee, P.M., Wahal, S., 2004. Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs. J. Financ. Econ. 73 (2), 375–407.
17. Liu, Q., Lu, Z., 2007. Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: a tunnelling perspective. J. Corp. Financ. 13 (5), 881–906.
18. Megginson, W.L., Weiss, K.A., 1991. Venture capitalist certification in initial public offerings. J. Finance 46 (3), 879–903. Stiglitz, J., Weiss, A., 1981. Credit rationing in markets with imperfect information. Am. Econ. Rev. 71 (3), 393–410.
19. Voordeckers, W., Steijvers, T., 2006. Business collateral and personal commitments in SME lending. J. Bank. Financ. 30 (11), 3067–3086.
20. Wu, L., Xu, L., 2018. Grandstanding and new stock speculation: evidence from private venture capitals in China. Aust. Econ. Pap. 57 (3), 363–375.
21. Xu, L., Lin, C.T., 2007. Can Chinese banks compete after accession to WTO? J. Asian Econ. 18 (6), 883–903.

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]

[Downloaded from mieaoi.ir on 2026-11-17]