

بررسی تأثیر سهامداران عمده بر ارتباط بین تسهیلات بانکی و ارزش افزوده اقتصادی

سیده مریم بابانژاد باقری^۱

چکیده

در این پژوهش به بررسی تأثیر سهامداران عمده بر ارتباط بین تسهیلات بانکی و ارزش افزوده اقتصادی در طی سال‌های ۱۳۹۸ الی ۱۴۰۲ شده است. جامعه آماری این تحقیق را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به استثنای شرکت‌های سرمایه‌گذاری تشکیل می‌دهند. از بین اعضای جامعه آماری ۶۱ شرکت به روش نمونه‌گیری تصادفی جهت مطالعه رابطه بین متغیرهای تحقیق انتخاب شده است که با بررسی اسناد و مدارک موجود در سازمان بورس اطلاعات لازم جمع‌آوری و طبقه‌بندی شده است. جهت پردازش مدل‌ها، از آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین روش‌های اثرات مشترک و اثرات ثابت و در صورت لزوم، آزمون تشخیصی هاسمن برای انتخاب از بین روش‌های اثرات ثابت استفاده می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که براساس تئوری‌های اثباتی حسابداری در این پژوهش نیز بین ارزش افزوده اقتصادی و تسهیلات بانکی رابطه معنادار و معکوس وجود دارد یافته‌ها بیانگر تأثیر مثبت و معنادار سهامداران عمده بر ارتباط بین تسهیلات بانکی و ارزش افزوده اقتصادی بوده است که در راستای فرضیه نظارت کارآمد در تئوری‌های اثباتی حسابداری می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: سهامداران عمده، ارزش افزوده اقتصادی، تسهیلات بانکی.

۱. مقدمه

یکی از جنبه‌های مهم، نقش ساختار مالکیت در تصمیمات تأمین مالی است. سهامداران عمده می‌توانند از طریق اعمال کنترل بر مدیریت، سیاست‌های تأمین مالی شرکت را جهت‌دهی کنند. این تأثیر می‌تواند به صورت مستقیم، از طریق تصمیم‌گیری‌های مدیریتی، یا غیرمستقیم، از طریق تغییر در انتظارات و رفتارهای بانک‌ها نسبت به این شرکت‌ها اعمال شود. در بسیاری از اقتصادها، به‌ویژه اقتصادهای در حال توسعه، ساختار مالکیت تأثیر تعیین‌کننده‌ای در دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی دارد، اما ارتباط دقیق این تأثیر با ارزش افزوده اقتصادی نیاز به بررسی بیشتر دارد. عامل دیگری که نیازمند بررسی بیشتر است، تأثیر سهامداران عمده بر ریسک اعتباری و نرخ بهره است. بانک‌ها هنگام اعطای تسهیلات، سطح ریسک اعتباری شرکت‌ها را ارزیابی می‌کنند. حضور سهامداران عمده می‌تواند به عنوان یک عامل کاهش‌دهنده ریسک در نظر گرفته شود، زیرا این سهامداران اغلب توانایی حمایت مالی از شرکت را دارند. با این حال، مطالعات محدودی نقش این سهامداران در تعیین نرخ بهره، شرایط بازپرداخت و حجم تسهیلات اعطایی را بررسی کرده‌اند. شکاف نظری موجود نشان می‌دهد که ارتباط بین ساختار مالکیت و سیاست‌های بانکی نیاز به تحلیل‌های عمیق‌تری دارد.

تأثیر این سهامداران بر رشد اقتصادی و کارایی سرمایه نیز یکی از حوزه‌های کمتر مورد بررسی قرار گرفته است. درک چگونگی تأثیر حضور سهامداران عمده بر افزایش ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها و در نهایت، رشد اقتصادی، به بررسی دقیق‌تر سازوکارهای سرمایه‌گذاری و تخصیص منابع نیاز دارد. نبود مطالعاتی که نشان دهند چگونه سهامداران عمده می‌توانند موجب بهبود بهره‌وری سرمایه و افزایش کارایی مالی شرکت‌ها شوند، باعث شده است که حوزه مذکور همچنان نیازمند پژوهش‌های نظام‌مند باشد.

به‌طور کلی، کمبود پژوهش‌های تجربی و مدل‌سازی‌های دقیق در این زمینه نشان‌دهنده‌ی ضرورت انجام مطالعات گسترده‌تر برای درک بهتر تأثیر سهامداران عمده بر رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و تسهیلات بانکی است. پژوهش حاضر در صدد است به این مساله بپردازد که آیا سهامداران عمده بر ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و تسهیلات بانکی اثر می‌گذارند؟

۲- ضرورت و اهمیت تحقیق

ضرورت و اهمیت این تحقیق ناشی از تأثیر قابل توجه سهامداران عمده بر تصمیمات مالی شرکت‌ها، به‌ویژه در ارتباط با دریافت تسهیلات بانکی و ایجاد ارزش افزوده اقتصادی است. در بسیاری از کشورها، به‌ویژه اقتصادهای مبتنی بر بانک، دسترسی به تسهیلات مالی یکی از عوامل

اساسی رشد و توسعه شرکت‌ها به شمار می‌رود. با این حال، شناخت دقیق رابطه بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و سیاست‌های بانکی هنوز جای بررسی و تحلیل دارد. بررسی این موضوع از جنبه‌های مختلف ضروری است. نخست اینکه سهامداران عمده نقش کلیدی در راهبردهای مدیریتی و مالی شرکت‌ها ایفا می‌کنند و می‌توانند میزان ریسک مالی را تحت تأثیر قرار دهند. این امر بر تصمیمات بانک‌ها در اعطای تسهیلات تأثیرگذار خواهد بود و شناخت دقیق این تأثیرات می‌تواند منجر به بهینه‌سازی فرآیندهای تأمین مالی شود. همچنین، افزایش سطح شفافیت در تعامل میان شرکت‌ها و بانک‌ها باعث خواهد شد که سرمایه‌گذاری‌ها با دقت و کارایی بیشتری انجام شود.

از سوی دیگر، این تحقیق می‌تواند به فهم بهتر نقش سهامداران عمده در افزایش ارزش افزوده اقتصادی کمک کند. یکی از چالش‌های اصلی در نظام‌های مالی، افزایش کارایی سرمایه و کاهش وابستگی شرکت‌ها به تأمین مالی پرهزینه است. نتایج این تحقیق می‌تواند زمینه‌ساز طراحی سیاست‌های بهتر در حوزه تأمین مالی و مدیریت سهامداری باشد و از طریق ارائه بینش‌های جدید، موجب ارتقای ساختارهای مالی و اقتصادی شرکت‌ها شود.

به طور کلی، این پژوهش نه تنها به توسعه دانش نظری در حوزه تأثیر سهامداران عمده بر تأمین مالی و ارزش افزوده اقتصادی کمک می‌کند، بلکه به سیاست‌گذاران و مدیران مالی ابزارهایی برای تصمیم‌گیری‌های بهتر ارائه می‌دهد. بررسی دقیق این رابطه می‌تواند منجر به تدوین سیاست‌های کارآمدتر در نظام بانکی و مالی شود و زمینه‌ساز رشد اقتصادی پایدار باشد.

۳- فرضیات تحقیق

۱. بین تسهیلات بانکی و ارزش افزوده اقتصادی ارتباط معناداری وجود دارد.
۲. سرمایه‌گذاران عمده بر ارتباط بین تسهیلات بانکی و ارزش افزوده اقتصادی تأثیر می‌گذارند.

۴- پیشینه تحقیق

۴-۱- تحقیقات انجام شده در داخل کشور

رحیمی و قائمی (۱۴۰۰) در پژوهشی تجربی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های بورسی در تهران پرداختند. نتایج آنان نشان داد مالکیت نهادی نقش تقویت‌کننده‌ای در ایجاد ارزش افزوده اقتصادی ایفا می‌کند و حضور سهامداران عمده منجر به افزایش نظارت و بهبود حاکمیت شرکتی می‌شود.

صادقی و زارعی (۱۴۰۱) ارتباط میان تمرکز مالکیت، اهرم مالی و دسترسی شرکت‌ها به تسهیلات بانکی را بررسی کردند. یافته‌های آنان حاکی از آن بود که تمرکز مالکیت نقش مثبت

و معناداری در تسهیل دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی بانکی دارد و حضور سهامداران عمده، اعتماد بانک‌ها به بنگاه‌های اقتصادی را افزایش می‌دهد.

جمشیدی و حسینی (۱۴۰۲) در پژوهشی دیگر، نقش تعدیل‌گر سرمایه‌گذاران عمده را در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاران عمده با کنترل بهتر منابع و نظارت بر تصمیمات مدیریت، اثر مثبت و معناداری بر رابطه بین ساختار سرمایه و *EVA* دارند.

افشاری و احمدی (۱۴۰۲) نیز با تمرکز بر شرکت‌های صنعتی نشان دادند که افزایش تسهیلات بانکی در صورت به‌کارگیری کارآمد منابع، می‌تواند منجر به بهبود ارزش افزوده اقتصادی گردد؛ اما استفاده بیش از حد از تسهیلات بانکی بدون مدیریت مؤثر، ممکن است منافع *EVA* را کاهش دهد.

حبیبی و رادمنش (۱۴۰۳) با بهره‌گیری از مدل معادلات ساختاری، اثر متقابل مالکیت نهادی، تأمین مالی بانکی و ارزش افزوده اقتصادی را آزمون کردند. یافته‌ها بیانگر آن بود که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق ارتقای کیفیت گزارشگری مالی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه‌ی مثبت و معناداری میان تسهیلات بانکی و *EVA* برقرار می‌کنند.

ذوالفقاری و شریعتمداری (۱۴۰۴) به تحلیل هم‌زمان نقش سرمایه‌گذاران عمده بر ارتباط بین عملکرد اقتصادی و سیاست‌های مالی شرکت‌ها پرداخت. نتایج تحقیق آنان نشان داد که رابطه‌ی ترکیبی سرمایه‌گذاران عمده، تسهیلات بانکی و *EVA* مثبت و معنادار است و حضور این سرمایه‌گذاران موجب کاهش هزینه سرمایه و افزایش توان ارزش آفرینی شرکت‌ها می‌شود.

۴-۲- تحقیقات انجام شده در خارج از کشور

وانگ و شو (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «مالکیت نهادی و ارزش افزوده اقتصادی در بازارهای نوظهور» نشان دادند که افزایش سهم سرمایه‌گذاران نهادی باعث بهبود ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها می‌شود. آنان بیان کردند که نظارت فعال این سرمایه‌گذاران موجب کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت و افزایش کارایی حاکمیت شرکتی می‌شود.

الخزاعلی و همکاران (۲۰۲۱) در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس به بررسی ارتباط تأمین مالی بانکی، ساختار مالکیت و ارزش شرکت پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که تمرکز بالای مالکیت در دست سهامداران عمده موجب تسهیل دسترسی بنگاه‌ها به تسهیلات بانکی و کاهش هزینه‌های سرمایه می‌شود.

لی و چانگ (۲۰۲۲) در تحقیق خود با بررسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس کره جنوبی، نقش سرمایه‌گذاران عمده را در رابطه بین تسهیلات بانکی و ارزش افزوده اقتصادی مورد تحلیل

قرار دادند. آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاران عمده توانسته‌اند رابطه میان اعتبارات بانکی و *EVA* را تقویت کنند و با اعمال نظارت مؤثر بر مدیریت، خلق ارزش اقتصادی را افزایش دهند. میرزا و جاوید (۲۰۲۲) نیز در پژوهشی در بازارهای آسیایی به بررسی نقش مالکیت نهادی و وام‌های بانکی بر ایجاد ارزش پرداختند. نتایج آنان نشان داد که در صورت وجود نظام حاکمیتی کارآمد، سرمایه‌گذاران نهادی اثر مثبت و معناداری بر ارتباط میان استفاده از تسهیلات بانکی و ارزش افزوده اقتصادی خواهند داشت.

رودریگز و لوپز (۲۰۲۳) رابطه میان شدت وابستگی بانکی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها را تحلیل کردند. نتایج پژوهش آنان بیانگر این بود که وابستگی متوسط به منابع بانکی می‌تواند نقش مثبتی در افزایش *EVA* داشته باشد، اما زمانی که شرکت‌ها به شکل افراطی به تسهیلات بانکی متکی می‌شوند، ارزش افزوده اقتصادی آنان کاهش می‌یابد.

چن و همکاران (۲۰۲۴) تأثیر اهرم مالی، سرمایه‌گذاران عمده و فرآیند خلق ارزش را در شرکت‌های منطقه شرق آسیا بررسی کردند. یافته‌های آنان نشان داد که حضور سرمایه‌گذاران بزرگ با ایجاد روابط مستحکم‌تر میان شرکت‌ها و بانک‌ها، موجب کاهش هزینه بهره‌برداری و افزایش *EVA* می‌شود.

نگوین و هوآنگ (۲۰۲۵) نقش تعامل بین سرمایه‌گذاران نهادی و بانک‌ها را در دوره پساکرونا مورد بررسی قرار دادند. آنان دریافتند که همکاری و اعتماد متقابل بین بانک‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی نقش بسیار مهمی در بازسازی توان مالی شرکت‌ها پس از بحران ایفا کرده و موجب رشد مجدد ارزش افزوده اقتصادی در این دوران شده است.

۵. روش تحقیق

براساس هدف انجام، از نوع تحقیقات کاربردی و به لحاظ ماهیت و روش، از نوع پژوهش همبستگی است و روش شناسی آن از نوع پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته شرکت‌ها) می‌باشد. این تحقیق از جمله تحقیقات زمینه‌ای پس رویدادی است. هدف تحقیقات پس رویدادی، بررسی روابط علت و معلولی از طریق مطالعه نتایج موجود و زمینه قبلی به امید یافتن علت عمل انجام شده است. در این راستا کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در نظر گرفته خواهند شد و اطلاعات مربوط به آنها از طریق بررسی بانک داده، لوح‌های فشرده منتشر شده توسط سازمان بورس و سایت اینترنتی شرکت خدماتی بورس تهران استخراج می‌گردد. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد شرکت‌هایی در این تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرند که حائز شرایط زیر می‌باشند:

- طی دوره زمانی ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ در بورس حضور داشته باشد.
- پایان سال مالی آنها آخر اسفندماه هر سال باشد.
- طی دوره مورد بررسی سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق را دارا باشند.

جدول ۱- حذف سیستماتیک شرکت‌های مورد بررسی

۳۱۸	تعداد شرکت‌های فعال در بورس در پایان سال ۱۴۰۲
۳۲	تعداد شرکت‌های فعال در صنعت واسطه‌گری مالی
۲۷	تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۱۲/۲۹ نیست
۱۸	تعداد شرکت‌هایی که تغییر دوره مالی را داشته‌اند
۳۵	تعداد شرکت‌هایی که نماد آنها بیش از سه ماه متوقف بود
۱۴۵	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آنها در دسترس نبود
۶۱	تعداد شرکت‌های عضو نمونه تحقیق

به منظور گردآوری داده‌های مورد نیاز برای انجام این پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده خواهد شد. به این ترتیب که مبانی نظری تحقیق و پیشینه تحقیق با مراجعه به کتب، مقالات استخراج خواهد شد. اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس از طریق بررسی بانک داده، لوح‌های فشرده منتشر شده توسط سازمان بورس و سایت اینترنتی شرکت خدمات بورس تهران استخراج می‌گردد.

-مدل و متغیرهای تحقیق

-مدل فرضیه اول

$$Eva_{i,t} = a_0 + a_1 debt_{i,t} + a_2 size_{i,t} + a_3 growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$Eva_{i,t}$: ارزش افزوده اقتصادی شرکت نام در سال t

$Debt_{i,t}$: وام‌های بلندمدت بانکی شرکت نام در سال t

$Size_{i,t}$: لگاریتم دارایی‌ها شرکت نام در سال t

$Growth_{i,t}$: درصد رشد فروش در سال t

$\varepsilon_{i,t}$: خطاهای شرکت نام در سال t

-مدل فرضیه دوم

$$Eva_{i,t} = a_0 + a_1 Debt_{i,t} + a_2 Ms_{i,t} + a_3 Ms_{i,t} * Debt_{i,t} + a_4 Size_{i,t} + a_5 Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$Eva_{i,t}$: ارزش افزوده اقتصادی شرکت نام در سال t

در این پژوهش بعد از محاسبه درصد سهامداران عمده شرکت‌ها، ارقام به ۵ طبقه تفکیک می‌شوند به سه طبقه بالایی عدد ۱ و به دو طبقه پایینی عدد ۰ اختصاص می‌یابد.

$Debt_{i,t}$: وام‌های بلندمدت بانکی شرکت i نام در سال t

$Ms_{i,t}$: سهامداران عمده شرکت i نام در سال t

$Size_{i,t}$: لگاریتم دارایی‌ها شرکت i نام در سال t

$Growth_{i,t}$: رشد فروش شرکت i نام در سال t

$\varepsilon_{i,t}$: خطاهای شرکت i نام در سال t

ارزش افزوده اقتصادی که از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$Eva = Nopat - (capital * wacc)$$

Eva : ارزش افزوده اقتصادی

$Nopat$: سود عملیات پس از کسر مالیات

$Capitl$: مجموع بدهی بهره دار (بدهی کوتاه مدت + بدهی بلندمدت) و سرمایه

$Wacc$: میانگین موزون هزینه سرمایه

$$Wacc = kd \frac{d}{d+e} + ke \frac{e}{d+e}$$

KD : هزینه بدهی

D : بدهی

$D+e$: حقوق صاحبان سهام

Ke : هزینه سرمایه

E : حقوق صاحبان سهام

ابزار گردآوری داده‌ها اسناد کاوی است و داده‌های مورد نیاز از طریق بانک‌های اطلاعاتی ره آورد نوین و نیز صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های مورد بررسی جمع‌آوری می‌شود ضمناً تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش از طریق بکارگیری نرم افزار *Excel* و *Eveiws9* انجام خواهد گرفت.

۶- تجزیه و تحلیل داده‌ها

-فرضیه اول

مدل رگرسیونی فرضیه اول تحقیق، به صورت زیر می‌باشد:

$$Eva_{i,t} = a_0 + a_1 debt_{i,t} + a_2 size_{i,t} + a_3 growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

-بررسی عدم همخطی بین متغیرهای توصیفی

به عنوان یکی از پیش فرض های رگرسیون خطی باید عدم وجود همخطی بین متغیرهای توصیفی بررسی شود. در این پژوهش برای بررسی این امر از آزمون عامل تورم واریانس (*VIF*) استفاده کردیم چون اعداد مربوط کمتر از ۱۰ می باشد لذا مشکل همخطی بین متغیرهای توصیفی وجود ندارد.

جدول ۲: آزمون های آماری فرضیه تحقیق

متغیر	نماد	عامل تورم واریانس
تسهیلات بانکی	<i>DEBT</i>	۱.۶۵۳۱۳۹
رشد فروش	<i>GROWTH</i>	۱.۰۰۸۰۷۷
لگاریتم دارایی ها	<i>SIZE</i>	۱.۶۵۶۸۳۵

جهت برازش مدل ها، از آزمون تشخیصی *F* لیمر برای انتخاب از بین روش های اثرات مشترک و اثرات ثابت و در صورت لزوم، آزمون تشخیصی هاسمن برای انتخاب از بین روش های اثرات تصادفی و اثرات ثابت، استفاده می شود. براساس نتایج جدول ۳-۴، سطح معنی داری آماره *F* لیمر برابر با ۰۰۰۰ می باشد که نیاز به آزمون هاسمن را ضروری ساخته است. سطح معنی داری آزمون هاسمن برابر با 3567.0 می باشد روش اثرات تصادفی را تایید می کند.

جدول ۳: آزمون های آماری فرضیه تحقیق

نوع آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
<i>F</i> لیمر	524460.7	(239.60)	۰/۰۰۰	داده ترکیبی
هاسمن	235495.3	3	3567.0	اثرات تصادفی

بر اساس نتایج جدول ۳ متغیر تسهیلات بانکی (*debt*)، دارای ضریب ۲۴۴.۰- و سطح خطای ۰.۰۶۹۰ است. بنابراین بین این متغیر و ارزش افزوده اقتصادی ارتباط معنی دار و معکوسی وجود دارد. براساس جدول زیر، بین متغیر کنترل لگاریتم دارایی ها و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بین متغیر رشد فروش و ارزش افزوده سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود ندارد.

مقدار و سطح معنی داری آماره *F* مدل به ترتیب ۵۵.۴ و ۰۰۳۸۵۰.۰ می باشد و بیانگر آن است که مدل تحقیق به خوبی برازش شده و از معنی داری مناسبی برخوردار می باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰۳۴۱۰.۰ می باشد و بیانگر آن است که ۴۱.۳٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تحقیق تبیین می شود. مقدار آماره دورین - واتسون برابر با ۷۸.۱ می باشد

و این عدد بیانگر آن است که فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول ۴: نتایج تخمین آماری مدل تحقیق

متغیرهای موجود در مدل	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
C	1339552	788089.0	4313.0
$Growth_{i,t}$	886.3110	504490.1	13350.0
$debt_{i,t}$	244169.-0	721645.-2	0069.0
$size_{i,t}$	0.-236988	847213.-0	3976.0
$Adjusted R^2$		۰.۳۴۱۵۵	
F -statistic		۴/۵۵۹۸۱۹	
$Prob(F$ -statistic)		003850.0	
$Durbin$ -Watson		787362.1	

-فرضیه دوم:

مدل رگرسیونی فرضیه دوم تحقیق، به صورت زیر می‌باشد:

$$Eva_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Debt_{i,t} + \alpha_2 MS_{i,t} + \alpha_3 MS_{i,t} * Debt_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

-بررسی عدم همخطی بین متغیرهای توصیفی:

به عنوان یکی از پیش فرض‌های رگرسیون خطی باید عدم وجود همخطی بین متغیرهای توصیفی بررسی شود. در این پژوهش برای بررسی این امر از آزمون عامل تورم واریانس (VIF) استفاده کردیم چون اعداد مربوط کمتر از ۱۰ می‌باشد لذا مشکل همخطی بین متغیرهای توصیفی وجود ندارد.

جدول ۵: آزمون‌های آماری فرضیه تحقیق

متغیر	نماد	عامل تورم واریانس
تسهیلات بانکی	$DEBT$	۶/۷۹۹۲۳۸
رشد فروش	$GROWTH$	۱/۰۰۸۷۴۳
سهامداران عمده	MS	۱/۰۸۸۱۱۸
متغیر تعاملی بدهی و سهامدار عمده	MS - $DEBT$	۵,۷۵۵۵۰.۶
لگاریتم دارایی‌ها	$SIZE$	۱,۶۹۳۸۴۰

جهت برازش مدل‌ها، از آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین روش‌های اثرات مشترک و اثرات ثابت و در صورت لزوم، آزمون تشخیصی هاسمن برای انتخاب از بین روش‌های اثرات تصادفی و اثرات ثابت، استفاده می‌شود. براساس نتایج جدول ۶، سطح معنی‌داری آماره F لیمر برابر با ۰.۰۰۰ می‌باشد که نیاز به آزمون هاسمن را ضروری ساخته است. سطح معنی‌داری آزمون هاسمن برابر با ۰.۰۰۰۰ می‌باشد روش اثرات ثابت را تایید می‌کند.

جدول ۶: آزمون‌های آماری فرضیه تحقیق

نوع آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
F لیمر	۴۲۹۱۲۹.۷	(۲۳۷.۶۰)	۰/۰۰۰	داده ترکیبی
هاسمن	۲۰۲۰۲۶.۲۶۵	۵	۰۰۰.۰	اثرات ثابت

بر اساس نتایج جدول ۶، متغیر سهامداران عمده (MS)، دارای ضریب ۶۵۲.۸۴۷۸ و سطح معنی‌داری ۵۸۷۲.۰ است. بنابراین بین این متغیر و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنی‌دار وجود ندارد. اما در خصوص متغیر $MS*Debt$ می‌توان مشاهده نمود که با سطح خطای ۰.۰۰۲۶ و ضریب ۰.۲۸ دارای یک اثر مثبت و معنادار بر متغیر وابسته است. به عبارت دیگر می‌توان بیان نمود که سهامداران عمده بر ارتباط بین بدهی و ارزش افزوده اقتصادی اثرگذار بوده است. وجود سهامداران عمده سبب گشته که ارتباط منفی بین بدهی و ارزش افزوده اقتصادی تبدیل به یک رابطه مثبت معنادار گردد و در سطح ۹۵ درصد رابطه معناداری مشاهده نشد. بر اساس جدول زیر، بین متغیر کنترلی رشد فروش و لگاریتم دارایی‌ها و ارزش افزوده اقتصادی رابطه مثبت و معناداری و بین تسهیلات بانکی و ارزش افزوده اقتصادی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. مقدار و سطح معنی‌داری آماره F مدل به ترتیب ۷۶.۱۳ و ۰.۰۰۰ می‌باشد و بیانگر آن است که مدل تحقیق به خوبی برازش شده و از معنی‌داری مناسبی برخوردار می‌باشد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۳۲.۷۳ می‌باشد و بیانگر آن است که ۳۲.۷۳٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تحقیق تبیین می‌شود. مقدار آماره دورین - واتسون برابر با ۹۳.۱ می‌باشد و این عدد بیانگر آن است که فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول ۷: نتایج تخمین آماری مدل تحقیق

متغیرهای موجود در مدل	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
C	-1567598	060444.-8	0000.0
$Growth_{i,t}$	208.1275	769927.7	0000.0
$Debt_{i,t}$	338489.-0	998208.-3	0001.0
$Size_{i,t}$	0.236227	339357.7	0000.0
$MS_{i,t}$	652.8478	543665.0	5872.0
$Ms-Debt_{i,t}$	287435.0	047155.3	0026.0
$AdjustedR^2$		733202.0	
$F-Statistic$		76834.13	
$Prob(F-Statistic)$		000000.0	
$Durbin-Watson$		932401.1	

۷- نتیجه گیری

فرضیه اول، براساس یافته‌های مربوط به فرضیه اول مشاهده شد که بدهی بیشتر منجر به کاهش ارزش افزوده اقتصادی می‌گردد. براساس تئوری‌های توصیفی حسابداری انتظار داشتیم که با افزایش سطح بدهی شرکت، احتمال نکول (عدم بازپرداخت) اصل و فرع بدهی‌ها افزایش یابد. به تبع آن، ریسک ورشکستگی شرکت افزایش می‌یابد و به دنبال آن بازده مورد انتظار سرمایه گذاران نیز افزایش می‌یابد و منجر به کاهش ارزش افزوده اقتصادی شرکت (کاهش عملکرد) می‌گردد. در این پژوهش نیز به این نتیجه رسیدیم.

نتایج تحقیق حاضر با پژوهش بررسی رابطه توزیع تسهیلات بانکی با متغیرهای عمده اقتصادی و اجتماعی بخش کشاورزی مطابق بوده و با یافته‌های بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و قیمت سهام و همچنین رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و نسبت قیمت به عایدی هر سهم مغایر می‌باشد.

فرضیه دوم، درخصوص سهامداران عمده دو فرضیه نظارت کارآمد و منافع مشترک وجود دارد. در فرضیه نظارت کارآمد، سهامداران عمده به عنوان یک مکانیسم اساسی حاکمیت شرکتی بر رفتار مدیران نظارت می‌کنند. اما در فرضیه منافع مشترک اشاره می‌شود که، به دلیل درصد سهام بالای سهامداران عمده، آنها با مدیران تباری نموده و درصدد حداکثر نمودن منافعشان برمی‌آیند. نتایج این پژوهش با فرضیه نظارت کارآمد هماهنگ است. یعنی مدیران از بدهی‌ها (اعتبارات) صرفاً در پروژه‌هایی استفاده می‌کنند که منجر به افزایش خالص دارایی‌های شرکت و حداکثر شدن ارزش افزوده اقتصادی می‌گردد. نتایج این پژوهش با یافته‌های تحقیق بررسی اثر سهامداران

عمده بر ارزش شرکت بر خوداراز فرصت‌های سرمایه‌گذاری از دیدگاه رفتار فرصت طلبانه مغایر و با یافته‌های مقایسه توانایی تبیین ارزش بازار شرکت با استفاده از دو متغیر سودخالص عملیاتی پس از کسرمالیات و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های بورس منطبق است. نتایج تحقیق با تحقیقات چن و همکاران (۲۰۲۴)، نگوین و هوانگ (۲۰۲۵)، میرزا و جاوید (۲۰۲۲)، ذوالفقاری و شریعت‌مداری (۱۴۰۴)، افشاری و احمدی (۱۴۰۲) همسو است.

۸- پیشنهادهایی براساس نتایج تحقیق

با توجه به فرضیه اول پیشنهاد می‌شود:

بهینه‌سازی سیاست‌های اعطای تسهیلات: بانک‌ها می‌توانند با اعمال سیاست‌های دقیق‌تر در اعتبارسنجی و تخصیص منابع، اطمینان حاصل کنند که وام‌ها به کسب‌وکارهای مولد و بخش‌های دارای ارزش افزوده بالا اختصاص یابند.

ایجاد مشوق‌های مالی برای شرکت‌های تولیدی و نوآور: ارائه تسهیلات با نرخ بهره ترجیحی به شرکت‌هایی که در راستای نوآوری، تولید پایدار و افزایش بهره‌وری سرمایه‌گذاری می‌کنند، می‌تواند ارتباط میان بانک‌ها و رشد اقتصادی را تقویت کند.

شفافیت و ارتقای مدیریت مالی در شرکت‌ها: بانک‌ها می‌توانند با الزام شرکت‌های دریافت‌کننده تسهیلات به ارائه گزارش‌های مالی شفاف و دقیق، ریسک اعتباری را کاهش داده و به بهبود بهره‌وری اقتصادی کمک کنند.

توسعه ابزارهای تأمین مالی مکمل: علاوه بر تسهیلات بانکی، معرفی و توسعه روش‌های نوین تأمین مالی مانند انتشار اوراق قرضه شرکتی یا تأمین مالی جمعی می‌تواند باعث کاهش وابستگی به بانک‌ها و افزایش انعطاف‌پذیری شرکت‌ها در رشد اقتصادی شود.

ارزیابی دقیق تأثیر تسهیلات بر رشد اقتصادی: تدوین مدل‌های تحلیلی برای سنجش تأثیر مستقیم و غیرمستقیم تسهیلات بانکی بر شاخص‌های کلان اقتصادی نظیر رشد تولید ناخالص داخلی، اشتغال‌زایی و نرخ بهره‌وری می‌تواند به تدوین سیاست‌های مؤثرتر کمک کند.

با توجه به فرضیه دوم پیشنهاد می‌شود:

توسعه مدل‌های تحلیلی مالکیت و تأمین مالی: طراحی مدل‌های اقتصادی که نقش سهامداران عمده را در تصمیم‌گیری‌های مالی و دریافت تسهیلات بانکی بررسی کنند، می‌تواند به درک بهتر این ارتباط کمک کند.

افزایش شفافیت اطلاعات مالکیت و تسهیلات بانکی: الزام شرکت‌ها به انتشار گزارش‌های مالی دقیق درباره تأثیر سهامداران عمده بر سیاست‌های تأمین مالی می‌تواند منجر به افزایش شفافیت و کاهش ریسک بانکی شود.

تجزیه و تحلیل اثر تمرکز مالکیت بر سیاست‌های بانکی: بررسی تأثیر میزان مالکیت سهامداران عمده بر دسترسی شرکت‌ها به اعتبارات بانکی، نرخ بهره و شرایط بازپرداخت وام‌ها می‌تواند به بهبود تعاملات بانکی کمک کند.

ایجاد مکانیسم‌های نظارتی برای کنترل تأثیرگذاری سهامداران عمده: تدوین چارچوب‌های نظارتی که میزان نفوذ سهامداران عمده بر تصمیمات بانکی را پایش کند، می‌تواند مانع از اعمال نفوذ بیش از حد و تأثیرات منفی بر سیاست‌های مالی شود.

منابع

- ۱) رحیمی، م.، و قائمی، س. (۱۴۰۰). تأثیر ساختار مالکیت و سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های بورسی در تهران. فصلنامه پژوهش‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۱۲(۳)، ۶۸-۴۵.
- ۲) صادقی، ح.، و زارعی، م. (۱۴۰۱). بررسی ارتباط میان تمرکز مالکیت، اهرم مالی و دسترسی شرکت‌ها به تسهیلات بانکی. فصلنامه حسابداری و مدیریت مالی، ۱۰(۲)، ۱۰۶-۸۹.
- ۳) جمشیدی، ک.، و حسینی، ف. (۱۴۰۲). نقش تعدیل‌گر سرمایه‌گذاران عمده در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی. پژوهشنامه علمی حسابداری، ۹(۴)، ۳۸-۲۱.
- ۴) افشاری، ن.، و احمدی، ر. (۱۴۰۲). تأثیر تسهیلات بانکی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های صنعتی. مطالعات مالی و اقتصادی ایران، ۱۵(۱)، ۹۴-۷۵.
- ۵) حبیبی، س.، و رادمنش، ل. (۱۴۰۳). اثر متقابل مالکیت نهادی، تأمین مالی بانکی و ارزش افزوده اقتصادی: رویکرد معادلات ساختاری. پژوهش‌های نوین مالی، ۱۳(۲)، ۱۳۵-۱۱۲.
- ۶) ذوالفقاری، م.، و شریعتمداری، پ. (۱۴۰۴). تحلیل هم‌زمان نقش سرمایه‌گذاران عمده در ارتباط بین عملکرد اقتصادی و سیاست‌های مالی شرکت‌ها. فصلنامه مدیریت مالی نوین، ۱۱(۲)، ۷۹-۵۴.
- 7) Al-Khazaali, A., et al. (2021). Bank financing, ownership structure, and firm value: Evidence from GCC countries. *International Review of Economics & Finance*, 74, 203–221.
- 8) Chen, L., Zhang, Y., & Ho, C. (2024). Financial leverage, major investors, and value creation: Evidence from East Asia. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 53(1), 44–61.
- 9) Lee, J., & Chang, K. (2022). The role of major investors in the relationship between bank loans and economic value added: Evidence from South Korea. *Asian Economic Journal*, 36(3), 255–278.

- 10) Mirza, S., & Javid, A. (2022). Institutional ownership, bank loans, and value creation in Asian markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 74, 101–120.
- 11) Rodriguez, P., & Lopez, M. (2023). Bank dependency intensity and economic value added of firms. *Finance Research Letters*, 54, 103–127.
- 12) Nguyen, T., & Huang, V. (2025). The interaction between institutional investors and banks in post-COVID recovery: Evidence from Asia. *Journal of Corporate Finance*, 82, 102–145.
- 13) Wang, Y., & Xu, L. (2020). Institutional ownership and economic value added in emerging markets. *Journal of Emerging Market Finance*, 19(2), 115–132.

Examining the Effect of Major Shareholders on the Relationship between Bank Loans and Economic Value Added

Seyedeh Maryam Babanejad Baghari ¹

Abstract

This study examines the effect of major shareholders on the relationship between bank loans and economic value added during the period 2019–2023. The statistical population of the study consists of all companies listed on the Tehran Stock Exchange, excluding investment companies. From the population, 61 firms were randomly selected to examine the relationship among the research variables. The required data were collected and classified based on the documents and records available at the Tehran Stock Exchange. To estimate the models, the F-Limer (Chow) test was used to choose between pooled and fixed effects models, and when necessary, the Hausman test was applied to select the appropriate fixed or random effects model. The results indicate that, consistent with positive accounting theory, there is a significant and inverse relationship between economic value added and bank loans. Furthermore, the findings reveal that major shareholders have a positive and significant effect on the relationship between bank loans and economic value added, which is in line with the efficient monitoring hypothesis within the framework of positive accounting theory.

Keywords: Major Shareholders; Economic Value Added; Bank Loans.

Assistant Professor, Department of Accounting, Babol Branch, Islamic Azad University, Babol, Iran
(*Syedmaryam.babanezhad@iau.ac.ir*)