

## تأثیر تسهیلات بانکی بر عملکرد صنعت خودروسازی

محمدعلی دهقان دهنوی\*

استادیار گروه مالی و بانکداری دانشگاه علامه طباطبائی، [dehghandehnavi@atu.ac.ir](mailto:dehghandehnavi@atu.ac.ir)

میثم امیری

استادیار گروه مالی و بانکداری دانشگاه علامه طباطبائی، [amiry@atu.ac.ir](mailto:amiry@atu.ac.ir)

معظمه شکرالله تبار آکتیج

کارشناس ارشد بانکداری اسلامی دانشگاه علامه طباطبائی، [sima.aktij93@gmail.com](mailto:sima.aktij93@gmail.com)

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۷/۱۰ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۴/۱۳

### چکیده

ساختار بهینه سرمایه و انتخاب ترکیب مناسب از انواع بدهی و سرمایه یکی از تصمیمات راهبردی در هر بنگاه اقتصادی است که تأثیرات قابل توجهی بر عملکرد بنگاه دارد. به دلیل نقش ویژه بانک‌ها در تأمین منابع بدهی شرکت‌ها در ایران، بررسی نحوه تأثیرگذاری فرایند خلق بدهی از طریق تأمین مالی بانکی بر عملکرد شرکت‌های گروه خودرو و ساخت قطعات، موضوع تحقیق حاضر است. متغیر تأمین مالی بانکی با دو شاخص نسبت تسهیلات دریافتی به کل بدهی شرکت و نسبت تسهیلات دریافتی به حقوق صاحبان سهام شرکت و متغیر عملکرد شرکت‌ها نیز با متغیرهایی از دو گروه شاخص‌های سودآوری و ثبات سودآوری اندازه‌گیری شده‌اند. مدل‌های متعدد با استفاده از داده‌های سالانه ۲۶ شرکت صنعت خودرو و ساخت قطعات طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۶ و با روش رگرسیون داده‌های جدولی (تابلویی) برازش شد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد بین نسبت تسهیلات به بدهی شرکت و شاخص‌های سودآوری (به استثنای شاخص بازدهی حقوق صاحبان سهام) رابطه معنی‌داری وجود ندارد ولی رابطه بین نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام و شاخص‌های سودآوری منفی و معنی‌دار است. بر اساس این نتایج، اعطای تسهیلات بیشتر نه تنها کمکی به ارتقای عملکرد شرکت‌ها نکرده است بلکه هرگاه نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام افزایش یافته، تأثیر منفی بر عملکرد شرکت‌ها داشته است.

**واژه‌های کلیدی:** اهرم بدهی، تأمین مالی بانکی، صنعت خودروسازی، سودآوری، ثبات سودآوری.

**طبقه‌بندی JEL:** L25, G32, D22

\* نویسنده مسئول مکاتبات

## ۱- مقدمه

تأمین مالی از مهمترین حوزه‌های فعالیتی در هر بنگاه اقتصادی است و در سطح کلان اقتصادی نیز بدون وجود ابزارها و نهادهای تأمین مالی، امکان اجرایی شدن طرح‌های اقتصادی و زیربنایی وجود نخواهد داشت. اصولاً سازمان‌ها برای بقا و ادامه فعالیت‌شان نیاز به منابع مالی دارند، که بخشی از آن از طریق منابع درونی شرکت مشتمل بر سرمایه‌گذاری مؤسسان، سهامداران عمومی، فعالیت‌های عملیاتی و خدمات شرکت، تأمین می‌شود و بخش دیگر از منابع بیرونی و عمدتاً از دو منبع بانکها و بازار بدهی قابل تأمین است (سعیدی و مشایخی<sup>۱</sup>، ۱۳۹۱).

به هر صورت انتخاب مقدار و ترکیب انواع بدهی، ساختار سرمایه شرکت را می‌سازد و تأثیر قابل توجهی بر هزینه‌های شرکت به خصوص هزینه‌های مالی دارد. همچنین ساختار سرمایه شرکت از طریق تأثیرپذیری از رفتار و انگیزه‌های عوامل اقتصادی مرتبط شرکت یعنی سهامداران، مدیران و صاحبان بدهی، نقش تعیین‌کننده‌ای در تعیین سودآوری و اهداف اقتصادی شرکت دارد. به همین جهت موضوع تحقیقات متنوع و مختلفی بوده است.

تحقیقات درباره ترکیب ساختار سرمایه شرکت‌ها نشان داده است که در کشورهای در حال توسعه با وجود این که بنگاه‌های اقتصادی نسبت به کشورهای پیشرفته کوچکتر هستند، اما منابع داخلی بنگاه‌ها کفایت‌کننده نیازهای مالی آنها نیست. در بازارهای مالی پیشرفته و کارآ، شفافیت بازار و عدم وجود آربیتراژ در نرخ بهره باعث عدم ترجیح سرمایه‌گذاران نسبت به هریک از روش‌های تأمین مالی از داخل و یا خارج از بنگاه می‌شود و این بی‌تفاوتی در تأمین مالی، منابع مالی داخل و خارج از بنگاه را جانشین تقریباً کاملی برای یگدیگر قرار می‌دهد. اما در کشورهای در حال توسعه، شفاف نبودن بازار و یکسان نبودن نرخ بهره دلیلی برای بنگاه‌هاست که به منابع بانکی به عنوان گزینه‌ای برای اندوختن سرمایه نگاه کنند. به خصوص در شرایطی که نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر از نرخ بهره بانک‌ها باشد، بنگاه‌ها به دنبال دریافت وام‌ها و اعتبارات بیشتر و ارزان‌تر بانک‌ها هستند تا از تفاوت نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌ها و نرخ بهره بانک‌ها سود ببرند (سلیمی فر و قوی<sup>۲</sup>، ۱۳۸۱).

<sup>1</sup> Saeedi & Mashayekhi (2012)

<sup>2</sup> Salimifar & Ghavi (2002)

شرکت‌ها در ایران نیز، نه تنها نیاز قابل توجهی به منابع مالی بیرونی دارند، بلکه به دلیل عمق کم و عدم تنوع ابزارهای تأمین مالی در بازار بدهی، بخش عمده این نیاز به سمت تأمین مالی از طریق بانک‌ها معطوف شده است. پایین تر بودن هزینه‌های تأمین مالی از بانک‌ها نسبت به روشهای تأمین مالی از بازارهای سرمایه و بدهی نیز عامل دیگری است که به این تقاضا دامن زده است (بورس اوراق بهادار ایران<sup>۱</sup>، ۱۳۸۷). تحقیقات نشان داده است، شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران نیز در تأمین مالی مورد نیاز از خارج شرکت، استقراض را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند (باقرزاده<sup>۲</sup>، ۱۳۸۲). همچنین این شرکت‌ها، همواره یکی از مشکلات و موانع اساسی خود را عدم کفاف تسهیلات بانکی اعلام می‌کنند و بر همین اساس تقاضای زیادی برای دریافت تسهیلات بانکی بیشتر دارند. تحقیق حاضر به دنبال بررسی تأثیر تأمین مالی بانکی به عنوان یکی از مهمترین اقسام بدهی بیرونی شرکت‌ها بر عملکرد آنها در ایران است. به همین منظور شرکت‌های فعال در صنعت خودرو به عنوان جامعه آماری مورد مطالعه انتخاب شده‌اند. صنعت خودرو، متشکل از شرکت‌هایی است که وسایل نقلیه موتوری یا قطعات مورد نیاز آنها را تولید می‌کنند. این صنعت به دلیل رابطه تنگاتنگ آن با صنایع دیگر، اهمیت استراتژیکی برای کشورها دارد (کالماسور<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶).

صنعت خودرو در ایران بعد از صنعت نفت، بیشترین سهم را در تولید ناخالص ملی دارا بوده، و در بورس اوراق بهادار نیز از گروه‌های اصلی و بعضاً پربازده به شمار می‌آید. با توجه به اهمیت این صنعت، سهام شرکت‌های گروه خودرو و ساخت قطعات در بورس، مورد استقبال بسیاری از سرمایه‌گذاران قرار گرفته است. لذا شناخت عوامل مؤثر بر عملکرد این شرکت‌ها می‌تواند سرمایه‌گذاران را در تصمیمات سرمایه‌گذاری، جهت انتخاب ترکیب مناسب دارایی‌های مالی یاری رساند (ناجی میدانی و همکاران<sup>۴</sup>، ۱۳۹۲).

بر این اساس تبیین فوق، سؤالاتی به این شکل قابل طرح هستند که دریافت تسهیلات بانکی (تأمین مالی بانکی)، چگونه و چه مقدار بر جنبه‌های مختلف عملکرد شرکت‌های صنعت خودرو، نظیر سودآوری و ثبات سودآوری آنها، تأثیر می‌گذارد. طرح این سؤال نه تنها از منظر اقتصاد خرد و درباره انتخاب ترکیب ساختار سرمایه اهمیت دارد بلکه از

<sup>1</sup> Tehran Stock Exchange (2008)

<sup>2</sup> Bagherzadeh (2003)

<sup>3</sup> Calmasur

<sup>4</sup> Naji Meidani et al. (2013)

منظر اقتصاد کلان نیز می‌تواند رهنمودهایی در راستای تخصیص صحیح منابع بانکی بین صنایع مختلف کشور و نحوه تأثیرگذاری اعطای تسهیلات بر عملکرد آن صنایع در بر داشته باشد.

پس از ارائه این مقدمه در بخش اول، در ادامه مقاله و در بخش دوم به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود. در بخش سوم، روش این پژوهش و مدل اقتصادسنجی مورد نظر بیان می‌شود. در بخش چهارم، نتایج حاصل از تخمین تشریح می‌شود و در نهایت در بخش آخر، نتیجه‌گیری پژوهش ارائه می‌گردد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نظریه هزینه نمایندگی<sup>۱</sup> یکی از موضوعات اساسی در حوزه ساختار سرمایه شرکت‌ها است که به بررسی تضاد منافع بین ذینفعان شرکت می‌پردازد. جنسن و مک‌کلینگ<sup>۲</sup> (۱۹۷۶)، این موضوع را از منظر عدم تقارن اطلاعات و تضاد منافع بین سهام‌داران و مدیران شرکت مورد توجه قرار دادند. از نظر ایشان، در فضای عدم تقارن اطلاعات، مدیران می‌توانند به جای حداکثرسازی ارزش شرکت که منافع سهام‌داران آن است، به حداکثر جریان‌های نقد آزاد بپردازند تا آن را در راستای منافع خودشان به کار گیرند. جنسن<sup>۳</sup> (۱۹۸۶) عنوان "نظریه جریان نقد آزاد"<sup>۴</sup> را برای این مفهوم به کار گرفت و نشان داد که عامل بدهی در ساختار سرمایه شرکت می‌تواند به عنوان ابزاری برای کنترل جریان نقد آزاد به کار گرفته شود. به عبارت دیگر چنانچه بدهی افزایش یابد، نیاز پرداخت هزینه بدهی، جریان نقد آزاد شرکت را محدود می‌کند و از این طریق رفتار منفعت طلبانه مدیران را کاهش می‌دهد. بر این اساس انتظار می‌رود سهم بالاتر بدهی در ساختار سرمایه شرکت منجر به افزایش ارزش شرکت شود.

از قالب نظریه هزینه نمایندگی می‌توان به شکل دیگری نیز به مسأله ساختار سرمایه نگریست که اولین بار مایرز<sup>۵</sup> (۱۹۷۷) آن را در چارچوب تضاد منافع بین سهام‌داران و صاحبان بدهی شرکت مطرح کرد. از این منظر، هرچه سهم سهام‌داران در ساختار سرمایه یعنی حقوق صاحبان سهام کمتر باشد، انگیزه ریسک‌پذیری بالاتری داشته و ممکن است

<sup>۱</sup> Agency Cost

<sup>۲</sup> Jensen & Meckling

<sup>۳</sup> Jensen

<sup>۴</sup> Free Cash Flow Theory

<sup>۵</sup> Myers

شرکت را در معرض نکول قرار دهند. به عبارت دیگر در اینجا بدهی برخلاف نظریه جریان نقد آزاد، یک تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد چرا که بدهی بالاتر به معنی ریسک نکول بالاتر است. مایرز این پدیده را سرمایه گذاری کمتر از حد بهینه<sup>۱</sup> یا تهدید بدهی<sup>۲</sup> نامید و در کارهای مایرز (۱۹۷۷)، جنسن (۱۹۸۶) و استالتز<sup>۳</sup> (۱۹۹۰) از طریق مدل سازی این پدیده نشان داده شده است که چگونه افزایش بدهی می تواند تأثیر منفی بر ارزش شرکت داشته باشد.

در حوزه مطالعات تجربی، تحقیقات متنوعی وجود دارد که تأثیر ساختار سرمایه، اهرم بدهی و یا ترکیب انواع بدهی را بر عملکرد شرکت‌ها، مورد بررسی قرار داده‌اند از آن جمله می توان به تحقیق مارگاریتس و پسلاکی<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) اشاره کرد که با استفاده از نظریه جنسن و مک‌لینگ، رابطه بین اهرم بدهی و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتیجه بررسی آنها در مورد یک گروه از شرکت‌های فرانسوی نشان داد که به صورت کلی افزایش اهرم بدهی منجر به بهبود کارایی در شرکت‌های مورد مطالعه می شود هرچند درباره شدت و جهت این رابطه بین صنایع مختلف، تفاوت‌هایی وجود دارد. در تحقیق دیگری، فوسو<sup>۵</sup> (۲۰۱۳) با استفاده از داده‌های ۲۵۷ بنگاه در کشور آفریقای جنوبی و طی دوره زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۹ رابطه بین اهرم بدهی و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار داد. فوسو نشان داد که افزایش نسبت بدهی، اثر مثبتی بر عملکرد بنگاه‌ها دارد. به عبارت دیگر نتیجه تحقیق وی، نظریه جریان نقد آزاد را در کشور آفریقای جنوبی تأیید می کند. در مقابل تحقیق فوسو می توان به تحقیق یاپا ابیواردانا<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) اشاره کرد که با استفاده از داده‌های شرکت‌های کوچک و متوسط انگلستان در دوره زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۸، رابط منفی و معنی داری بین اهرم بدهی و متغیرهای عملکردی بنگاه‌ها (بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام) تشخیص داد. به عبارت دیگر نتیجه تحقیق وی مؤید نظریه تهدید بدهی بود.

---

<sup>1</sup> Underinvestment

<sup>2</sup> Debt Overhang

<sup>3</sup> Stulz

<sup>4</sup> Margaritis & Psillaki

<sup>5</sup> Fosu

<sup>6</sup> Yapa Abeywardhana

در همین زمینه و درباره شرکت‌های ایران می‌توان به تحقیق شهیدی و همکاران<sup>۱</sup> (۱۳۹۴) اشاره کرد که با استفاده از اطلاعات مالی ۱۷۵ شرکت حاضر در بورس اوراق بهادار ایران طی سالهای ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۱، رابطه سه متغیر توسعه بازار سهام، ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. بر اساس نتایج ایشان نسبت بدهی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر عملکرد شرکت‌ها دارد و حتی توسعه بازار سهام نیز از طریق تأثیر مثبت بر همین شاخص نسبت بدهی می‌تواند منجر به تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت‌ها شود.

در همین زمینه می‌توان به تحقیق رودن و لولن<sup>۲</sup> (۱۹۹۵) اشاره کرد که تصمیم‌های ساختار سرمایه ۴۸ شرکت آمریکایی را که از طریق خرید استقراضی طی دوره زمانی ۱۹۹۰-۱۹۸۱ تأمین مالی کرده بودند، مورد بررسی و تحقیق قرار دادند و نتایج تحقیق‌شان حاکی از آن است که به دلیل مزایای مالیاتی استقراض و اینکه هزینه وام، مدیران را ناگزیر به انضباط و انگیزه بیشتری می‌کند (طبق فرضیه جریان نقدی آزاد) نسبت بدهی با سودآوری شرکت رابطه مثبت دارد.

از میان تحقیقات متنوعی که کیفیت یا نوع بدهی در ساختار سرمایه را مورد توجه قرار داده‌اند می‌توان به پژوهش ینگ و یواند<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) اشاره کرد که در مقاله‌شان با عنوان انگیزه‌های وام دهی بانک و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در چین، ۴۰۱۲ شرکت را در دوره زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۵ با استفاده از داده‌های سالانه و با روش داده‌های جدولی مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. آنها دریافتند که ارتباط غیررسمی با مدیران دولتی برای یک سری از شرکت‌ها، دسترسی گسترده‌ای به تأمین بدهی از طریق وام‌های بانکی و به خصوص وام‌های بلندمدت را فراهم می‌کند. نتایج آنها نشان می‌دهد که چنین وام‌های رانتهی که در پی روابط سیاسی اعطا می‌شود، موجب می‌شود که شرکت‌ها به سودآوری‌شان کمتر حساس شوند و در نتیجه تأثیر منفی بر عملکرد شرکت به جای گذارد.

ینگ و یواند همچنین دریافتند که ارتباط سیاسی مدیران اجرایی یک عامل نقض قابل توجه در بازار بدهی است و موجب تصمیم‌گیری‌های غیر بهینه اعطای وام، توسط بانک‌ها می‌شود. همچنین ارتباط سیاسی می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را نیز تحت تأثیر قرار دهد و سبب می‌شود شرکت‌هایی با روابط سیاسی، سرمایه‌گذاری با بازدهی کمتری را نسبت به شرکت‌های بدون روابط سیاسی، داشته باشند. علاوه بر این وابستگی

<sup>1</sup> Shahidi et al. (2015)

<sup>2</sup> Roden & Lewellen

<sup>3</sup> Ying & Yuande

منفی بین انگیزه‌های وام دهی بانک مرتبط شده به روابط سیاسی و بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، برای شرکت‌های دولتی و شرکت‌های با رشد پایین، قوی‌تر است. در نهایت در مقاله‌شان به این مهم دست یافتند که توسعه منطقه‌ای با توجه به توسعه مالی و بهبود کیفیت دولت، تخصیص نامناسب اعتبارات را کاهش می‌دهد و سبب بهبود بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود.

همچنین تحقیقات متعددی نیز وجود دارد که به طور ویژه تأمین بدهی از طریق بانک را مورد توجه قرار داده و به بررسی تأثیر آن بر عملکرد شرکت‌های بزرگ یا واحدهای تولیدی کوچک و یا ارزش افزوده بخش‌های صنعت و نظایر آن پرداخته‌اند. به عنوان مثال، اثر دسترسی به اعتبارات بر شرکت‌های تولیدی کاستاریکا عنوان مقاله‌ای است که در آن مونگ نارانجو و هال<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) با استفاده از متغیرهایی نظیر رابطه بلند مدت بنگاه با بانک، نسبت اعتبارات بانکی به کل بدهی بنگاه، تداوم اعتبارگیری از بانک، تغییرات دارایی برای پرداخت بدهی و سایر متغیرها که نشان‌دهنده رابطه بنگاه با بانک است، نشان دادند که دسترسی به اعتبارات بر عملکرد شرکت‌های تولیدی و اشتغال آنها تأثیر مثبت دارد. طیبی و همکاران<sup>۲</sup> (۱۳۸۹) در مقاله خود با عنوان تأثیر تسهیلات بانکی بر اشتغال زایی بخش‌های اقتصادی ایران در دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۵۲ آثار ناشی از تخصیص تسهیلات بانکی کشور به بخش‌های کشاورزی، صنعت و خدمات و اندازه‌گیری روند اشتغال‌زایی در آنها را مورد بررسی قرار دادند. در این خصوص با تعریف شاخص‌های اشتغال‌زایی خالص در قالب ایجاد شغل و تخریب شغل، میزان اشتغال زایی خالص تسهیلات بانکی در بخش‌های اقتصادی کشور در دوره مذکور محاسبه شده است. در نهایت به واسطه اختصاص تسهیلات بانکی به بخش‌های صنعت و معدن، کشاورزی و خدمات، بخش کشاورزی از بالاترین میانگین سالانه شغل ایجاد شده و بخش خدمات از پایین‌ترین میانگین سالانه شغل ایجاد شده، برخوردار بوده است. با این حال نتایج به دست آمده گویای نوسان در عملکرد نظام بانکی کشور نسبت به اشتغال زایی در بخش‌های اقتصادی به ویژه خدمات بوده است، به طوریکه این نوع تسهیلات در سال‌هایی از دوره مذکور به تخریب شغل منجر شده است.

<sup>۱</sup> Monge-Narango & Hall

<sup>۲</sup> Tayebi et al. (2010)

کریمی تکانلو<sup>۱</sup> (۱۳۹۲) در مقاله خود تأثیر تسهیلات اعطایی به بنگاه‌های کوچک و متوسط زود بازده بر کار آفرینی و اشتغالزایی بخش تعاون طی دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۹ را با استفاده از داده‌های جدولی مورد بررسی قرار داد. در این روش با استفاده از داده‌های جدولی تأثیر تسهیلاتی که طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۹ در اختیار بنگاه‌های زود بازده قرار گرفته است بر اشتغال و کارآفرینی بخش تعاون به تفکیک استان‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق کریمی تکانلو حاکی از آن است که تنها در دو سال اول اجرای طرح، میزان اشتغال و تعداد بنگاه‌های تعاونی در قالب بنگاه‌های زود بازده به صورت معنی‌داری رشد کرده‌اند و در سال‌های بعد این افزایش رو به افول رفته و نهایتاً بسیار کم‌رنگ گردیده است. همچنین بر اساس برآوردهای صورت گرفته، تسهیلات اعطایی در قالب بنگاه‌های زود بازده تأثیر معنی‌داری بر افزایش اشتغالزایی و کارآفرینی بخش تعاون داشته است.

بررسی اثر تسهیلات بانکی بر ارزش افزوده بخش صنعت و معدن عنوان مقاله صمصامی و امیرجان<sup>۲</sup> (۱۳۹۰) است که با استفاده از داده‌های سری زمانی در سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۵۶ مورد بررسی قرار گرفته شده است. آنها با استفاده از برآورد الگوی معادلات همزمان دریافته‌اند که تسهیلات بانکی بر ارزش افزوده بخش صنعت و معدن مؤثر بوده و به طور متوسط، کشش تولید این بخش نسبت به تسهیلات بانکی برای سرمایه‌گذاری ثابت و سرمایه در گردش به ترتیب برابر با ۰/۰۵ درصد و ۰/۱۴ درصد است.

نادران<sup>۳</sup> (۱۳۸۳) در تحقیقی تحت عنوان اثر سیاست‌های اعتباری بر ارزش افزوده بخش صنعت ایران، به بررسی اثر اعتبارات بر ارزش افزوده بخش صنعت پرداخته است. در این مطالعه آثار سیاست‌های پولی و مالی مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. کاربرد روش مدل سازی VAR مبتنی بر همگرایی بلند مدت و اجزای تصحیح خطا، نشان دهنده نتایج روشن و مشخصی از ارتباط و اثر گذاری اعتبارات بر ارزش افزوده بخش صنعت است. به طور کلی نتایج حاکی از یک ارتباط مثبت، قوی و پایدار بین اعتبارات بانکی و ارزش افزوده بخش صنعت است.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

<sup>1</sup> Karimi Takanlou (2014)

<sup>2</sup> Samsami & Amirjan (2011)

<sup>3</sup> Naderan (2004)



جامعه آماری شرکت‌های مورد مطالعه این تحقیق، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در صنعت خودرو و ساخت قطعات، در بورس اوراق بهادار ایران، طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ می‌باشد که نمونه آماری شامل شرکت‌هایی از این جامعه است که دارای مجموعه شرایط ذیل باشند:

- ۱- سال مالی شرکت‌های انتخاب شده منتهی به پایان اسفند بوده و تا تاریخ پایان سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده باشند.
- ۲- اطلاعات مالی شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
- ۳- شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ۴- شرکت زیان‌ده نباشد.

با در نظر گرفتن محدودیت‌های مزبور تا پایان سال ۱۳۹۳ تعداد ۲۶ شرکت پذیرفته شده در صنعت خودرو و ساخت قطعات در بورس اوراق بهادار ایران، حائز شرایط عضویت در نمونه آماری هستند.

برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به فرضیات تحقیق نیز، به گروه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مراجعه شده و گزارش‌ها و صورت‌های مالی شرکت‌ها و اطلاعات مورد نیاز از طریق بانک‌های اطلاعاتی موجود در پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار ایران، پایگاه اینترنتی بانک مرکزی جمهوری اسلامی و همچنین نرم افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است.<sup>۱</sup>

در ارزیابی این پژوهش، دو فرضیه اصلی مطرح گردید، که عبارتند از:

- ۱- بین اعطای تسهیلات بانکی و سودآوری شرکت‌های خودرو و ساخت قطعات رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.
- ۲- بین اعطای تسهیلات بانکی و ثبات سودآوری شرکت‌های خودرو و ساخت قطعات رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

طراحی مدل تجربی تحقیق حاضر بر اساس مدل فوسو (۲۰۱۳) است که رابطه بین اهرم مالی با بازده دارایی‌های شرکت را در حضور متغیر کنترلی رقابت و چند متغیر دیگر مورد

<sup>۱</sup> از ۲۶ شرکت مورد بررسی در پژوهش حاضر، تعدادی از شرکت‌ها به دلیل اینکه صورت سود و زیان و ترازنامه حسابرسی شده آنها در دسترس نبود، در برخی از سالها، از صورت‌های مالی حسابرسی نشده استفاده شده است، که عبارتند از: شرکت‌های آهنگری تراکتورسازی ایران، زامیاد، الکتریک خودرو شرق، ایران خودرو، سازه پویس، مهرکام پارس، موتور سازان تراکتورسازی ایران، سایپا آذین، صنایع ریخته‌گری ایران و مهندسی صنعتی روان فن آور.

سنجش قرار داد. فوسو عملکرد شرکت‌ها را تنها با معیار بازده داراییها مورد توجه قرار داد. لیکن در اینجا مفهوم عملکرد در قالب دو گروه شاخص‌های سودآوری و ثبات سودآوری مورد توجه قرار می‌گیرد که بازده داراییها نیز یکی از شاخص‌های گروه سودآوری است. از سوی دیگر فوسو برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه از نسبت اهرم بدهی استفاده می‌کند. لیکن در این تحقیق به دلیل اهمیت تسهیلات بانکی در تأمین منابع بدهی شرکت‌ها، از دو نسبت تسهیلات به کل بدهی و تسهیلات به حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود که نسبت تسهیلات بانکی به حقوق صاحبان سهام در واقع یک متغیر جایگزین<sup>۱</sup> برای اهرم بدهی است.

با توجه به اینکه برای هر یک از دو مفهوم عملکرد شرکت و تأمین مالی بانکی، دو گروه متغیر معرفی شده است، از ترکیب‌های مختلف آن چهار گروه مدل اقتصاد سنجی قابل تخمین است که به صورت زیر تعریف شده‌اند:

$$PRO_{it} = \beta_0 + \beta_1 LTD_{it} + \sum_{k=1}^K \gamma_k FR_{it,k} + \sum_{l=1}^L \varphi_l BI_{t,l} + \sum_{m=1}^M \lambda_m FI_{t,m} + \sum_{n=1}^N \omega_n MI_{t,n} + U_{it} \quad (۱)$$

$$STB_{it} = \beta_0 + \beta_1 LTD_{it} + \sum_{k=1}^K \gamma_k FR_{it,k} + \sum_{l=1}^L \varphi_l BI_{t,l} + \sum_{m=1}^M \lambda_m FI_{t,m} + \sum_{n=1}^N \omega_n MI_{t,n} + U_{it} \quad (۲)$$

$$PRO_{it} = \beta_0 + \beta_1 LTE_{it} + \sum_{k=1}^K \gamma_k FR_{it,k} + \sum_{l=1}^L \varphi_l BI_{t,l} + \sum_{m=1}^M \lambda_m FI_{t,m} + \sum_{n=1}^N \omega_n MI_{t,n} + U_{it} \quad (۳)$$

$$STB_{it} = \beta_0 + \beta_1 LTE_{it} + \sum_{k=1}^K \gamma_k FR_{it,k} + \sum_{l=1}^L \varphi_l BI_{t,l} + \sum_{m=1}^M \lambda_m FI_{t,m} + \sum_{n=1}^N \omega_n MI_{t,n} + U_{it} \quad (۴)$$

در مدل‌های فوق، اندیس  $t$  بیانگر زمان است و سال‌های ۸۶ تا ۹۳ را در بر می‌گیرد و اندیس  $i$  نماد شرکت‌هاست که شامل ۲۶ شرکت صنعت خودرو و ساخت قطعات را در بر می‌گیرد. متغیر  $PRO$  متغیر سودآوری شرکت است که خود با سه معیار بازده دارایی‌ها (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و ارزش افزوده (VA) مورد سنجش قرار می‌گیرد. بازده دارایی‌ها به تنهایی یا در ترکیب با سایر اندازه‌گیری‌ها، معمولی‌ترین شاخص مورد استفاده مدیریت، برای عملکرد و سودآوری شرکت است (بازیگر<sup>۲</sup>، ۱۳۸۴). نحوه محاسبه آن، نسبت سود خالص به دارایی‌های شرکت می‌باشد. نسبت بازده حقوق صاحبان سهام نیز یکی از معیارهای سنجش موفقیت واحد تجاری در دستیابی به هدف مزبور، محسوب

<sup>۱</sup> Proxy

<sup>۲</sup> Bazigar (2005)

می‌شود و اغلب کاربران در تصمیم‌گیری‌های خود، توجه خاصی به آن دارند و نحوه محاسبه آن نیز نسبت سود خالص به حقوق صاحبان می‌باشد (احمدپور و ابراهیم‌پور<sup>۱</sup>، ۱۳۹۰). نحوه محاسبه ارزش افزوده اقتصادی نیز تفاضل فروش و بهای تمام شده کالای فروش رفته در شرکت می‌باشد.

متغیر STB نیز متغیر ثبات سودآوری است که برای سنجش آن از دو شاخص انحراف معیار بازده دارایی‌ها (SDROA) و انحراف معیار بازده حقوق صاحبان سهام (SDROE) استفاده می‌شود. برای محاسبه انحراف معیار بازده دارایی‌ها و همچنین انحراف معیار بازده حقوق صاحبان سهام از روش پنجره غلطان با میانگین سه ساله استفاده شده است بدین صورت که انحراف معیار در هر سال معادل انحراف معیار سه سال منتهی به سال مذکور می‌باشد.

متغیر مستقل اصلی مدل، اعطای تسهیلات بانکی می‌باشد که برای سنجش آن از دو شاخص نسبت تسهیلات بانکی به کل بدهی شرکت (LTD) و نسبت تسهیلات بانکی به حقوق صاحبان سهام (LTE) استفاده شده است. برای محاسبه تسهیلات بانکی نیز، از مجموع تسهیلات جاری و بلندمدت شرکت استفاده شده است.

$$(۵) \quad LTD = \frac{\text{تسهیلات بانکی}}{\text{کل بدهی شرکت}} = \frac{\text{تسهیلات بلند مدت} + \text{تسهیلات جاری}}{\text{کل بدهی شرکت}}$$

$$(۶) \quad LTE = \frac{\text{تسهیلات بانکی}}{\text{حقوق صاحبان سهام}} = \frac{\text{تسهیلات بلند مدت} + \text{تسهیلات جاری}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

LTD نشان می‌دهد چه نسبتی از کل بدهی‌های شرکت از محل تسهیلات بانکی حاصل شده است. هر چقدر این نسبت بالاتر باشد به معنی تأمین سهم بیشتری از منابع شرکت از محل تسهیلات بانکی است. LTE نشان دهنده نسبت حجم بدهی‌های ناشی از تسهیلات بانکی به حقوق صاحبان سهام است و به عبارت دیگر نشان می‌دهد در مقابل سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در شرکت توسط صاحبان سهام، چه مقدار تسهیلات دریافت شده است و در واقع به نوعی نشان‌دهنده اهرم مالی شرکت در بخش بانکی است.

<sup>۱</sup> Ahmadpour & Ebrahimpour, (2011)

برای کنترل سایر عوامل در مدل‌ها از ۴ گروه متغیرهای کنترلی استفاده شده است که به ترتیب مربوط به محیط داخلی شرکت‌ها، صنعت بانکداری، صنعت خودرو و ساخت قطعات و محیط اقتصاد کلان می‌باشد. FR بردار متغیرهای نسبت‌های مالی هر یک از شرکت‌های صنعت خودرو و ساخت قطعات است.

قدیمی‌ترین و مهمترین رویکردهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها، ارزیابی مالی شرکت‌ها بوده و غالباً مبتنی بر صورت‌های مالی است (انواری رستمی و قدرتیان کاشان<sup>۱</sup>، ۱۳۸۳). نسبت جاری (FRC)، نسبت بدهی (FRD) و نسبت گردش سرمایه جاری (FRT)، سه نسبت در نظر گرفته شده برای نسبت‌های مالی در این مدل می‌باشند که از صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج می‌شوند.

نسبت جاری از تقسیم دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری شرکت محاسبه می‌گردد. نسبت بدهی از تقسیم جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌های شرکت حاصل می‌گردد. نسبت گردش سرمایه جاری نیز، از تقسیم فروش خالص به سرمایه در گردش شرکت محاسبه می‌گردد. برای سرمایه در گردش نیز، مجموع دارایی‌های جاری لحاظ می‌گردد.

BI بردار متغیرهای صنعت بانکداری می‌باشد که با سه شاخص تمرکز صنعت بانکی (BIF)، نسبت تسهیلات به سپرده (BILD)، و نرخ سود بانکی (BIIR) مورد سنجش قرار می‌گیرد. تمرکز صنعت بانکداری با معیار هرفیندال-هیرشمن سنجیده می‌شود که نحوه محاسبه آن نیز به صورت زیر می‌باشد:

$$HHI_t = \sum_{i=1}^n S_i^2 \quad \text{و} \quad S_i = \frac{q_i}{Q} \quad (7)$$

در این فرمول،  $q_i$  میزان دارایی بانک  $i$  در سال مورد نظر، و  $Q$  میزان دارایی کل بانک‌ها در سال مورد نظر می‌باشد. نسبت تسهیلات به سپرده (BILD) نیز از تقسیم تسهیلات کل بانک‌ها بر سپرده‌های کل بانک‌ها حاصل می‌شود. برای تسهیلات بانک، از مجموع تسهیلات دولتی و غیردولتی استفاده می‌شود. برای سپرده‌های بانک از مجموع سپرده‌های دیداری و سپرده‌های پس‌انداز و مشابه و سپرده‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت و سایر سپرده‌ها استفاده می‌شود. نرخ سود بانکی (BIIR) از تقسیم درآمد مشاع کل بانک‌ها به مانده تسهیلات کل بانک‌ها محاسبه می‌گردد.

FI بردار متغیرهای صنعت خودرو و ساخت قطعات است که شامل دو معیار تمرکز صنعت (FIF) و میانگین بازده حقوق صاحبان سهام صنعت (FIMROE) است. تمرکز صنعت

<sup>1</sup> Anvary Rostamy & Ghodratiyan Kashan (2004)

خودرو و ساخت قطعات با معیار هرفیندال\_هیرشمن سنجیده می‌شود بر اساس فرمول ذکر شده در بالا نیز  $q_i$  میزان فروش شرکت  $i$  در سال مورد نظر، و  $Q$  نیز میزان فروش کل شرکت‌ها در سال مورد نظر، در نظر گرفته شد. برای نحوه محاسبه میانگین بازده حقوق صاحبان صنعت (FIMROE) نیز، از میانگین وزنی بازدهی حقوق صاحبان سهام ۲۶ شرکت مورد مطالعه استفاده می‌شود.

MI نیز در نهایت، بردار متغیرهای شاخص کلان است که با دو معیار، تورم (MII) و رشد اقتصادی (MIEG) مورد سنجش واقع می‌شود. شایان ذکر است برای پردازش داده‌ها از نرم افزار Excel و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها نیز از نرم افزار Eviews8، استفاده شده است.

#### ۴- تخمین مدل و تفسیر نتایج

در این پژوهش تأثیر اعطای تسهیلات بانکی بر عملکرد صنعت خودرو و ساخت قطعات مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. همان‌گونه که قبلاً بیان شد برای اعطای تسهیلات بانکی دو شاخص نسبت تسهیلات به بدهی شرکت (LTD) و نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام (LTE) در نظر گرفته شد. برای عملکرد صنعت نیز از دو گروه شاخص‌های سودآوری و ثبات سودآوری استفاده شده است که سودآوری با سه شاخص بازده دارایی‌ها (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و ارزش افزوده (VA) و ثبات سودآوری با دو شاخص انحراف معیار بازده دارایی‌ها (SDROA) و انحراف معیار بازده حقوق صاحبان سهام (SDROE) نمایندگی می‌شود. بر این اساس، متغیر وابسته مدل با پنج متغیر مختلف نشان داده می‌شود و با توجه به اینکه هریک از این متغیرهای وابسته را می‌توان یکبار با حضور متغیر نسبت تسهیلات به بدهی شرکت (LLD) و بار دیگر با حضور متغیر نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام (LLROE) مدل‌سازی نمود، به طور کلی در این پژوهش ۱۰ مدل تخمین زده می‌شود.

برای هر کدام از مدل‌ها در ابتدا آزمون چاو (F تعمیم یافته) برای انتخاب بین مدل تلفیقی یا مدل‌های دارای آثار مقطعی و زمانی، انجام گرفت. در دو مدل، روش داده‌های تلفیقی و در بقیه وجود آثار مقطعی و زمانی مورد پذیرش قرار گرفت. در هشت مدل دارای آثار، با استفاده از آزمون هاسمن برای انتخاب بین روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی، روش اثرات تصادفی پذیرفته شد. سپس مدل‌ها با استفاده از روش تأیید شده و با لحاظ

روش وزنی مستحکم وایت (به منظور اجتناب از اثر ناهمسانی واریانس) مورد برازش قرار گرفت.

جدول ۱ نشان دهنده نتایج تخمین شش مدل مربوط به سودآوری می‌باشد که در هر جدول متغیر وابسته، روش مورد استفاده و همچنین ضرایب برآوردی متغیرهای مستقل و سطح معنی‌داری آنها در آن مدل ذکر شده است.

جدول (۱): نتایج برآورد مدل‌های سودآوری

مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴	مدل ۵	مدل ۶	روش
آثار تصادفی	تلفیقی	آثار تصادفی	آثار تصادفی	آثار تصادفی	آثار تصادفی	متغیر
ROA	ROE	VA	ROA	ROE	VA	
-۰/۰۲۷	۰/۳۵۴**	-۰/۲۱۰	-	-	-	LTD
-	-	-	-۰/۰۰۱***	-۰/۵۰۹***	-۰/۰۱۲***	LTE
۰/۰۲۵*	۰/۳۳۸**	-۰/۶۴۵	۰/۰۲۰*	-۰/۱۲۴	-۰/۷۰۵	FRC
-۰/۳۰۷***	۰/۲۸۱**	-۱/۲۸۷***	-۰/۳۰۲***	۰/۵۳۷	-۱/۲۴۷***	FRD
۰/۰۰۹*	۰/۰۵۳	۰/۴۷۳***	۰/۰۰۹**	-۰/۰۰۲	۰/۴۵۹***	FRT
-۱/۱۷۲***	-۹/۴۳۹***	-۱۳/۴۸۲***	-۰/۹۸۹***	-۱/۰۱۷	-۱۱/۷۸۱**	BIF
۰/۰۱۶	-۸/۲۷۴***	۲/۶۳۲***	۰/۰۶۸**	۱/۲۳۶	۳/۲۲۵***	BILD
۱/۳۱۱***	-۳۷/۶۹۰***	۱۳/۲۳۶***	۱/۶۴۲***	-۳۷/۱۳۹***	۱۵/۷۳۹***	BIIR
-۲/۰۴۸***	-۴/۸۶۶***	-۶/۱۱۸	-۱/۹۹۹***	۱۸/۳۹۹***	-۵/۱۶۸	FIF
-۰/۰۰۸	۰/۵۴۱***	-۰/۰۷۶	-۰/۰۰۵***	۰/۱۸۵***	-۰/۰۵۶	FIMROE
-۰/۰۰۴***	-۰/۰۱۴***	-۰/۰۲۲***	-۰/۰۰۴***	۰/۰۶۲***	-۰/۰۱۹**	MII
۰/۰۰۳***	-۰/۰۹۰***	۰/۰۶۹***	۰/۰۰۳***	-۰/۰۴۱***	۰/۰۶۹**	MIEG
۰/۸۵۴***	۱۴/۸۲۴***	۱/۱۱۵	۰/۷۱۹***	-۲/۶۶۱	-۰/۲۷۲	C
۱۹/۷۰۸***	۱/۱۳۸	۱/۷۳۴*	۲۰/۸۶۷***	۲۳۹/۳۰۵***	۱/۸۴۲**	F-statistic

\*\*\* و \*\* و \* به ترتیب معنی‌داری ضرایب را در سطح ۱، ۵ و ۱۰ درصد نشان می‌دهند.

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود بین نسبت تسهیلات به بدهی شرکت (LTD) با بازده دارایی‌ها (ROA) در مدل اول و همچنین نسبت تسهیلات به بدهی شرکت (LTD) با ارزش افزوده (VA) در مدل سوم رابطه معنی‌داری وجود ندارد ولی طبق مدل دوم رابطه بین نسبت تسهیلات به بدهی شرکت (LTD) با بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) مثبت و معنی‌دار است. به عبارت دیگر نتایج نشان می‌دهد هرگاه شرکتی،

بخش بزرگتری از بدهی‌هایش را از طریق تسهیلات بانکی تأمین مالی کند، تأثیری بر بازدهی دارایی‌ها و ارزش افزوده شرکت نخواهد داشت ولی ممکن است بازدهی حقوق صاحبان سهام را افزایش دهد.

احتمالاً استفاده شرکت‌ها از تسهیلات ارزان قیمت بانک‌ها به جای بدهی بازار سرمایه، و همچنین مزایای مالیاتی استقراض بانکی عواملی هستند که باعث افزایش بازدهی حقوق صاحبان سهام شده است. هرچند افزایش بازدهی حقوق صاحبان سهام پدیده مفیدی است ولی برای یک اقتصاد در سطح کلان، ارتقای بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده از نقطه نظر کارایی تخصیص منابع از اهمیت بالاتری برخوردار است و در واقع عدم معنی‌دار بودن رابطه در مدل اول و سوم نشان می‌دهد تخصیص منابع بانکی به صنعت خودرو سازی ارزش افزوده بیشتری برای اقتصاد کشور ایجاد نمی‌کند. این نتیجه در راستای تأیید نظری است که وام‌گیری بیشتر را تنها راهی برای کسب منفعت از اختلاف نرخ بهره بانکی و تأمین مالی از بازار سرمایه می‌داند.

همچنین نتایج جدول (۱) به طور واضح بیانگر این است که بین نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام (LTE) و شاخص‌های سودآوری رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام، سودآوری شرکت‌ها در هر سه بعد بازده دارایی‌ها (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و ارزش افزوده (VA) کاهش می‌یابد.

این نتایج می‌تواند نشان دهنده تأثیر منفی اهرم بالای بدهی باشد. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که در مقایسه با سرمایه کم خود، تسهیلات زیادی دریافت می‌کنند (نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام آنها افزایش می‌یابد) دچار مشکلات مدیریت حجم بالای بدهی شده و اثرات سوء آن باعث ناکارآمدی مدیریت هزینه‌ها و به تبع آن کاهش سودآوری می‌شود.

بر اساس نتایج حاصل از این شش مدل، می‌توان قضاوت نمود که افزایش تسهیلات بانکی شرکت‌ها فقط می‌تواند اثر مثبتی بر بازدهی حقوق صاحبان سهام (ROE) داشته باشد، ولی منجر به افزایش سودآوری بیشتر از طریق بازده دارایی‌ها (ROA) و ارزش افزوده (VA) آنها نمی‌شود. این اثر مثبت هم تا جایی است که نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام از حد بهینه فراتر نرود، چرا که در غیر این صورت اثر تسهیلات بیشتر بر هر سه شاخص سودآوری منفی خواهد بود.

با این نتایج، فرضیه اول موجود در این تحقیق که بیان کننده رابطه مثبت و معنی‌دار بین اعطای تسهیلات بانکی و سودآوری شرکت‌های گروه خودرو و ساخت قطعات است، حداقل در مورد دو شاخص بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده شرکت، رد می‌شود. جدول (۲) روابط بین شاخص‌های ثبات سودآوری و شاخص‌های نسبت تسهیلات به بدهی شرکت (LTD) و نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام (LTE) را نشان می‌دهد:

جدول (۲): نتایج برآورد مدل‌های ثبات سودآوری

مدل ۷	مدل ۸	مدل ۹	مدل ۱۰	
اثرات تصادفی	اثرات تصادفی	اثرات تصادفی	داده‌های تلفیقی	روش
SDROA	SDROE	SDROA	SDROE	متغیر
-۰/۰۰۹	-۰/۳۵۰	-	-	LTD
-	-	-۲/۰۱	۴/۰۰۲***	LTE
-۰/۰۰۴	-۲/۱۴۱***	۰/۰۰۳	-۰/۳۶۷	FRC
۰/۰۳۳	۰/۹۷۷	۰/۰۳۴	۳/۴۵۱	FRD
-۰/۰۰۳**	-۰/۴۸۳***	-۰/۰۰۲*	-۰/۰۶۵	FRT
۰/۴۷۷***	۲۲/۰۲۴***	۰/۵۱۹***	۴۲/۴۹۲***	BIF
۰/۰۸۲***	۷/۰۳۳***	۰/۰۹۰***	۲۴/۹۴۳***	BILD
-۰/۳۰۳***	۰/۸۳۷	-۰/۲۰۱***	۵۷/۰۰۳***	BIIR
۰/۶۷۷***	۲۷/۱۴۲***	۰/۶۶۶***	۴۲/۱۱۷***	FIF
۰/۰۰۱	-۰/۶۳۷***	۰/۰۰۲***	-۰/۱۲۵	FIMROE
۰/۰۰۱***	۰/۰۵۵***	۰/۰۰۱***	۰/۱۴۹***	MII
-۰/۰۰۱***	-۰/۰۰۴	-۰/۰۰۱***	۰/۰۸۱***	MIEG
-۰/۲۹۳***	-۱۵/۲۱۶***	-۰/۳۲۰***	-۵۳/۲۷۱***	C
۲/۹۵۷***	۳/۱۱۱***	۲/۹۰۲***	۲/۸۲۶***	F-statistic

\*\*\* و \*\* و \* به ترتیب معنی‌داری ضرایب را در سطح ۱، ۵ و ۱۰ درصد نشان می‌دهند.

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که در جدول (۲) مشاهده می‌شود بین نسبت تسهیلات به بدهی شرکت (LTD) و شاخص‌های مربوط به ثبات سودآوری در مدل هفتم و هشتم هیچ رابطه معنی‌داری وجود ندارد، به عبارت دیگر، افزایش و کاهش نسبت تسهیلات به بدهی شرکت تأثیری بر انحراف معیار بازده دارایی‌ها (SDROA) و انحراف معیار بازده حقوق صاحبان سهام (SDROE) ندارد.



طبق نتایج همین جدول، بین نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام و انحراف معیار بازده دارایی‌ها در مدل نهم رابطه‌ای وجود ندارد ولی در مدل دهم رابطه بین نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام (LTE) و انحراف معیار بازده حقوق صاحبان سهام مثبت و معنی‌دار است. یعنی افزایش نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام، افزایش انحراف معیار بازده حقوق صاحبان سهام را به همراه دارد. به بیان دیگر هر چقدر نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام افزایش یابد انحراف معیار بازده حقوق صاحبان سهام نیز افزایش می‌یابد.

در مجموع، برآیند تأثیر اعطای تسهیلات بر ثبات سودآوری شرکت‌ها، نشان دهنده این است که اعطای تسهیلات نمی‌تواند تأثیر مثبتی بر روند ثبات سودآوری شرکت‌ها داشته باشد، و حتی در برخی موارد می‌تواند باعث کاهش ثبات سودآوری نیز باشد. با این نتایج، فرضیه دوم موجود در این تحقیق که بیان‌کننده رابطه مثبت و معنی‌دار بین اعطای تسهیلات بانکی و ثبات سودآوری شرکت‌های گروه خودرو و ساخت قطعات است، نیز رد می‌شود.

#### ۵- جمع بندی

مطالعات مختلفی در مورد نظام بانکی و نقش بانک‌ها در اقتصاد ایران انجام شده است که در هر یک از آنها به برخی از وجوه موضوع پرداخته شده است. با این حال مطالعات اندکی در زمینه تسهیلات و اثرهای آن بر متغیرهای عملکرد شرکت‌های صنعتی صورت گرفته است. از آنجا که موضوع تسهیلات از اهمیت ویژه‌ای در نظام بانکی برخوردار است، در این پژوهش اثر اعطای تسهیلات بر عملکرد شرکت‌های گروه صنعت خودرو و ساخت قطعات مورد بررسی قرار گرفت.

در پژوهش حاضر ۲۶ شرکت واجد شرایط موجود در صنعت خودرو و ساخت قطعات، برای دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۹۳ با استفاده از داده‌های جدولی مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از تخمین مدل را می‌توان به طور خلاصه اینگونه جمع بندی نمود که اعطای تسهیلات بیشتر از منظر کلان اقتصادی، کمکی به ارتقای عملکرد شرکت‌ها نمی‌کند و فقط می‌تواند تا حدی بازدهی حقوق صاحبان سهام را افزایش دهد ولی در همین حالت هم هرگاه نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام افزایش یابد، می‌تواند تأثیر مثبت را خنثی یا به تأثیر منفی بر عملکرد شرکت‌ها تبدیل کند.

نتایج کلی تحقیق نشان می‌دهد فرضیه یک تحقیق که بیان‌کننده رابطه مثبت بین اعطای تسهیلات بانکی و سودآوری شرکت‌ها می‌باشد، در مورد دو شاخص بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده و فرضیه دو تحقیق که بیان‌کننده رابطه مثبت بین اعطای تسهیلات بانکی و ثبات سودآوری شرکت‌ها می‌باشد، رد می‌شود. به عبارت دیگر افزایش استفاده شرکت‌های گروه خودروسازی از تسهیلات بانکی نمی‌تواند تأثیری بر ارتقای عملکرد این شرکت‌ها داشته باشد. حتی بخشی از نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بالا رفتن نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام می‌تواند آثار منفی نیز در بر داشته باشد.

این نتایج از منظر بنیان‌های نظری که در رابطه با ساختار سرمایه بنا گذاشته شده‌اند، با نظریه سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه (مایرز، ۱۹۷۷) تطابق دارد. نسبت تسهیلات به حقوق صاحبان سهام متغیری است که به نوعی رابطه بین بدهی و سرمایه را در ساختار سرمایه بنگاه نشان می‌دهد. بالا بودن این نسبت به معنی سرمایه‌گذاری کم یا در واقع همان کمبود حقوق صاحبان سهام نسبت به تسهیلات و سایر انواع بدهی است. تحقیق حاضر نشان داد که این نسبت تأثیر منفی بر هر سه متغیر عملکرد شرکت یعنی بازدهی داراییها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده دارد که متعاقباً منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد. بنابراین این نتیجه در راستای نظریه مایرز و حاکی از تأثیر منفی بدهی بر ارزش شرکت قرار می‌گیرد.

بر اساس این نتایج، به نظر می‌رسد اتکای بیشتر صنعت خودرو به بدهی و به طور اخص تأمین مالی از طریق بانک‌ها نه تنها مفید نیست بلکه می‌تواند تأثیرات منفی نیز در بر داشته باشد. به عبارت دیگر در حال حاضر نسبت تسهیلات بانکی در ساختار سرمایه بانک‌ها به نحوی افزایش یافته است که از حد بهینه خارج شده است و تأثیر منفی بر عملکرد و ارزش شرکت‌های مذکور دارد. افزایش سهم حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه این گروه از شرکت‌ها و یا کاهش سهم بدهی‌ها و به طور اخص بدهی‌های بانکی شرکت‌های خودروسازی می‌تواند به عنوان یک راهکار در چارچوب نتایج این تحقیق، مطرح شود.

## فهرست منابع

۱. احمدپور، احمد و ابراهیم‌پور، مجتبی (۱۳۹۰). بررسی اثر شاخص‌های اصلی مالی و اقتصادی بر سودآوری (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران). *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۸ (۶۶)، ۱-۱۴.
۲. انواری رستمی، علی اصغر و قدرتیان کاشان، عبدالقادر (۱۳۸۳). طراحی مدل جامع ارزیابی عملکرد و رتبه بندی شرکت‌ها. *فصلنامه مدرس علوم انسانی*، ۳ (۳۶)، ۱۰۹-۱۳۴.
۳. بازیگر، محمدرضا (۱۳۸۴). رابطه بین نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ تورم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصاد و حسابداری.
۴. باقرزاده، سعید (۱۳۸۲). تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه تحقیقات مالی*، ۵ (۲)، ۲۳-۴۷.
۵. بورس اوراق بهادار ایران (۱۳۸۷). *بررسی تاثیر سیاست‌های اعطایی تسهیلات بانک مرکزی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (گزارش پژوهشی)*. قابل بازیابی از <http://irbourse.com/CoDoc/CentralBank.pdf>
۶. سعیدی، علی و مشایخی، مهسا (۱۳۹۱). ظرفیت دریافت تسهیلات مالی بانکی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۴ (۱)، ۳۱-۴۶.
۷. سلیمی فر، مصطفی و قوی، مسعود (۱۳۸۱). تسهیلات بانک‌ها و سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران. *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران*، ۴ (۱۷)، ۱۷۰-۱۳۵.
۸. شهیدی، آمنه، یآوری، کاظم، دهقان دهنوی، محمدعلی و حیدری حسن (۱۳۹۴). اثر توسعه بازار سهام بر عملکرد بنگاه‌های غیر مالی در ایران. *جستارهای اقتصادی ایران*، ۱۲ (۲۳)، ۷۹-۱۰۸.
۹. صمصامی، حسین و امیرجان، رضا (۱۳۹۰). بررسی اثر تسهیلات بانکی بر ارزش افزوده بخش صنعت و معدن. *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، ۱۹ (۵۹)، ۱۲۹-۱۵۰.
۱۰. طیبی، سیدکامیل، ساطحی، مهسا و صمیمی، پریسا (۱۳۸۹). تاثیر تسهیلات بانکی بر اشتغال‌زایی بخش‌های اقتصادی ایران. *فصلنامه پول و اقتصاد*، ۲ (۴)، ۱-۳۳.
۱۱. کریمی تکانلو، زهرا (۱۳۹۲). بررسی تاثیر تسهیلات اعطایی به بنگاه‌های کوچک و متوسط زود بازده بر کار آفرینی و اشتغال‌زایی بخش تعاون طی دوره (۱۳۸۹-۱۳۸۴). *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی کاربردی*، ۱ (۲)، ۱۰۷-۱۲۴.

۱۲. ناجی میدانی، علی اکبر، شاکری، سیده زهرا و بطا، فاطمه کبری (۱۳۹۱). تأثیر متغیرهای کلان پولی بر قیمت سهام شرکت‌های گروه خودرو و ساخت قطعات پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران. *دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی*، ۲۰(۵)، ۲۱۰-۱۸۷.
۱۳. نادران، الیاس (۱۳۸۳). اثر سیاست‌های اقتصادی بر ارزش افزوده بخش صنعت ایران. *مجله جستارهای اقتصادی*، ۱(۱)، ۹-۴۱.

1. Ahmadpour, A. & Ebrahimpour, M. (2011). An investigation of the influence of key financial and economic indicators on profitability (Evidence from stock exchange organization of Tehran). *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 18(66), 1-14. (in Persian).
2. Anvary Rostamy, A. A. & Ghodrati Kashan, S. A. (2004). Designing a comprehensive model to evaluate performance and rank of a company. *Management Research in Iran*, 8(36), 109-134. (in Persian).
3. Bagherzadeh, S. (2003). Explanation of capital structure model of the listed companies of Tehran stock exchange. *Financial Research*, 5(2), 23-47. (in Persian).
4. Bazigar, M. R. (2005). *The Relationship between return on asset rate and inflation rate in the listed companies of Tehran stock exchange*. (Unpublished master's thesis). University of Mazandaran, Iran. (in Persian).
5. Brandt, L. & Thun, E. (2016). Constructing a ladder for growth: Policy, markets, and industrial upgrading in China. *World Develop*, 80, 78-95.
6. Calmasur, G. (2016). Technical efficiency in the automotive industry: A stochastic frontier approach. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 4(4), 120-137.
7. Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53, 140-151.
8. Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
9. Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
10. Karimi Takanlou, Z. (2014). The impact of credits for small and medium size enterprises on co-operative sector entrepreneurship and job creation during the period 2005 to 2010. *Applied Theories of Economics*, 1(2), 107-124. (in Persian).
11. Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance* 34, 621-632.

12. Monge-Narango, A. & Hall, Luis. (2003). *Access to credit and the effect of credit constraints on costa rican manufacturing firms*. IDB Working Paper, No. 179.
13. Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
14. Naderan, E. (2004). The effect of credit policies on the value added in the iranian manufacturing sector. *Journal of Iran's Economic Essays*, 1(1), 9-41. (in Persian).
15. Naji Meidani, A. A., Shakeri, S. Z. & Bata, F. K. (2013). The impacts of monetary macro variables on stock price of automotive companies (Case study of Tehran stock exchange). *Financial Monetary Economics*, 20(5), 187-210. (in Persian).
16. Roden, D. M. & Lewellen, W. G. (1995). Corporate capital structure decision: Evidence from leveraged buyouts. *Financial Management*, 24, 76-87.
17. Saeedi, A. & Mashayekhi, M. (2012). Financial facilities capacity in Tehran stock exchange listed companies. *Financial Accounting Research*, 4(1), 31-46. (in Persian).
18. Salimifar, M. & Ghavi, M. (2002). Banks' credits and private investment in Iran. *Economic Research*, 4(13) 135-170. (in Persian).
19. Samsami, H. & Amirjan, R. (2011). The effect of banking facilities on the value-added of the industry and mining sector in Iran. *Journal of Economic Research and Policies*, 19(59), 129-150. (in Persian).
20. Shahidi, A., Yavari, K., Dehghan Dehnavi, M. A. & Heydari, H. (2015). The effect of stock market development on the performance of non-financial. *Journal of Iran's Economic Essays*, 12(23), 79-108. (in Persian).
21. Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
22. Swaminatan, M (1993). Effects of modernization and rural credit market: A case study from Tamil Nadu. *Indian Journal of Agricultural Economics*, 48(1), 40-50.
23. Tayebi, S. K., Satehi, M. & Samimi, P. (2010). The effects of bank credits on employment of Iran's economic sectors. *Journal of Monetary and Banking Research*, 2(4), 1-33. (in Persian).
24. Tehran Stock Exchange. (2008). *Evaluation of central bank's credit policies effect on the performance of the listed companies in the stock exchange (Research Report)*. Retrieved from: <http://irbourse.com/CoDoc/CentralBank.pdf> (in Persian)
25. Yapa Abeywardhana, D. K. (2016). *Impact of capital structure on firm performance: Evidence from manufacturing sector SMEs in UK*. SSRN, Retrieved from: <https://ssrn.com/abstract=2816499>.

26. Ying, Z. & Yuande, Z. (2013). Bank lending incentives and firm investment decisions in China. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(3), 146– 165.