

اثر سرمایه‌گذاری در سهام بانکی بر کیفیت افشا و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فاطمه پاپی^۱، مسعود طاهری‌نیا^۲

چکیده

شرکت‌هایی که اقدام به خرید سهام بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌کنند به نظر می‌رسد با ارائه صورت‌های مالی با کیفیت، توان تأمین مالی بیشتر و امکان سرمایه‌گذاری کارآمدتری را داشته باشند. برای بررسی دقیق موضوع، هدف این مقاله مطالعه اثر سرمایه‌گذاری در سهام بانکی بر کیفیت افشا و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به همین منظور، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۴۰۰ استخراج و از مدل رگرسیونی توییت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که در ساختار سرمایه‌گذاری خود از سرمایه‌گذاری در سهام بانکی بهره گرفته‌اند، کیفیت افشا و کارایی سرمایه‌گذاری‌شان به گونه‌ای معنادار تحت تأثیر قرار نگرفته است. همچنین، نتایج آزمون تکمیلی مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت‌های غیردولتی منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، بدلیل تأثیر مثبت و معنادار با ناکارآمدی سرمایه‌گذاری و در نتیجه رابطه معکوس با کارایی سرمایه‌گذاری، تأیید نشده است. بر اساس نتایج پژوهش می‌توان بیان کرد علیرغم این که شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی با توجه به حق مالکیت در بانک‌ها، با ارائه صورت‌های مالی با کیفیت احتمال دسترسی و تأمین مالی آسانتری نسبت به بقیه شرکت‌ها دارند، ولی افزایش کیفیت افشا و کارایی سرمایه‌گذاری مشاهده نشد، لذا بررسی علل عدم تحقق آن و شناسایی عوامل مؤثر نیازمند پژوهش‌های دیگر می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاری در سهام بانکی، کیفیت افشا، کارایی سرمایه‌گذاری.

^۱ - گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه لرستان، خرم‌آباد، ایران. Fatemehpapi352@gmail.com

^۲ - گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه لرستان، خرم‌آباد، ایران. (نویسنده مسئول) Taherinia.m@lu.ac.ir

پژوهش‌های قبلی ثابت کرده است که اگر بانک‌ها، شرکت‌های غیر مالی را کنترل کنند، می‌توان از ناکارآمدی سرمایه‌گذاری خلاص شد (جیانگ^۱ و همکاران، ۲۰۱۰b؛ کنگ و شیوداسانی^۲، ۱۹۹۵)، با این حال، معایب این رابطه عمودی رو به بالا (از شرکت به بانک)، مانند تبانی بالقوه بین مدیران بانک‌ها و شرکت‌ها (تعیین هیئت مدیره شرکت با داشتن مقدار مشخصی از سهام شرکت‌ها و در نتیجه شرکت‌ها را به سمت منافع خود سوق دهند)، در نهایت ممکن است از مزایای فوق‌الذکر بیشتر باشد و حتی بر ارزش شرکت‌ها به ویژه در بازارهای نوظهور تأثیر منفی بگذارد (لین^۳ و همکاران، ۲۰۰۹؛ لیو^۴ و همکاران، ۲۰۱۱؛ مهتر اسمیت^۵، ۲۰۰۶). در پژوهش حاضر منظور از ارتباطات بانک - شرکت، وابستگی عمودی رو به پایین (از بانک به شرکت) است، که شرکت‌های غیر مالی مستقیماً سهام بانک‌ها را به دست می‌آورند و سهامداران بانک‌ها می‌شوند. این ارتباط عمودی رو به پایین بانک - شرکت تنها مختص ایران نیست و می‌تواند در کشورهای دیگر بویژه در کشورهایی که در حال توسعه هستند هم یافت شود. بسیاری از سهامداران، گروه‌های تجاری بانک‌ها و مؤسسات مالی خود را در آسیا و اروپا کنترل می‌کنند (فاسیو^۶ و همکاران، ۲۰۰۳؛ لاپورتا^۷ و همکاران، ۲۰۰۳)، نمونه‌هایی از چنین گروه‌های تجاری شامل گروه SK در کره، گروه تاتا در هند و گروه دایملر در آلمان است. با این وجود توجه چندانی به ارتباط قوی بانک - شرکت، از جمله اثرات سرمایه‌گذاری در سهام بانکی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، به ویژه در بازارهای نوظهور نشده است. در تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، کارایی سرمایه‌گذاری بسیار با اهمیت است. کارایی سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (مدرس و حصار زاده، ۱۳۸۷). بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شرکت می‌تواند توانایی خلق ارزش و کیفیت توسعه شرکت‌ها را افزایش دهد، جریان نقدی کافی و قابل اعتماد و رقابت پایدار را به دست آورد و سپس توسعه با کیفیت بالا شرکت‌ها را ارتقا دهد. بنابراین، بهبود کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت نظری و عملی زیادی برخوردار است (لو^۸ و همکاران، ۲۰۲۳).

یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت منابع ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند، که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. دوم اینکه، هیچ تضمینی وجود ندارد که یک شرکت سرمایه‌گذاری صحیحی با منابع در اختیار خود انجام دهد. به عنوان مثال، مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوء استفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند. بیشتر مقالات موجود در این حوزه پیش بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف، موجب بیش سرمایه‌گذاری می‌شود (استین^۹، ۲۰۰۳).

نامتقارن بودن اطلاعات بین مدیران و سهامداران بر کارایی سرمایه‌گذاری یک شرکت تأثیر می‌گذارد (مایرز و مجلوف^{۱۰}، ۱۹۸۴). رابطه عمودی رو به پایین بانک - شرکت ممکن است با افزایش کیفیت افشا، کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد، بهبود بخشد (ونگ^{۱۱} و همکاران، ۲۰۲۰). ژانگ^{۱۲} (۲۰۲۰) نشان داد که افشای با کیفیت بالا می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاری ناکارآمد شرکت‌ها را به طور قابل توجهی مهار کند. کیفیت اطلاعات مالی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (خوشکار و همکاران، ۱۳۹۹). همچنین، الهائی سحر و اسکندر (۱۳۹۶) نشان دادند که کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های در موقعیت کم سرمایه‌گذاری سبب افزایش تمایل آن‌ها به سرمایه‌گذاری و در نتیجه بهبود کارایی سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها می‌شود. مالکیت بانک سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش می‌دهد و کارایی شرکت را بهبود می‌بخشد (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰). ونگ و همکاران (۲۰۲۰) بیان داشتند که شرکت با داشتن ارتباط با بانک می‌تواند وجوه مورد نیاز سرمایه‌گذاری‌های خود را تأمین نماید و در نتیجه از سرمایه‌گذاری کمتر از حد جلوگیری کند. در نتیجه سرمایه‌گذاری در سهام بانکی می‌تواند با بهبود کارایی سرمایه‌گذاری بر عملکرد

1. Jiang

2. Kang & Shivdasani

3. Lin

4. Luo

5. Mahrt-Smith

6. Faccio

7. La Porta

8. Lou

9. Stein

10. Myers & Majluf

11. Wang

12. Zhang

شرکت‌ها و طراحی نظارتی مؤسسات بانکی در بازارهای نوظهور تأثیرگذار باشد، همچنین ممکن است در حل نتایج مختلط در مورد ارزش سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در مطالعات قبلی کمک کند (لاپورتا و همکاران ۲۰۰۳؛ لو^۱ و همکاران، ۲۰۱۲).

مطالعات قبلی نشان دادند که گزارشگری شفاف مالی و نظارت شدید از سوی سازمان‌های نظارتی می‌تواند حاکمیت شرکت‌ها را تقویت کند (بیدل^۲ و همکاران، ۲۰۰۹؛ لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰). یک سیستم نظارت قوی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. از طریق نظارت پیشگیرانه بر رویدادهای سرمایه‌گذاری با ریسک بالا می‌توان سرمایه‌گذاری ناکارآمد را در سازمان قبل از وقوع شناسایی و جلوگیری کرد (هی و همکاران، ۲۰۱۹). در ایران، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار توسط دو نهاد نظارتی، نظارت می‌شوند: سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (از این پس بانک مرکزی ج.ا.ا). به طور کلی شرکت‌ها فقط توسط سازمان بورس و اوراق بهادار نظارت می‌شوند. ضمناً، شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی باید با الزامات افشای اضافی منطبق باشند. این وضعیت باعث بهبود شفافیت اطلاعات شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی می‌شود. بنابراین، الزامات افشای دقیق و نظارت دوگانه، تا حد زیادی مالکان و مدیران را از انجام فعالیت‌های تخریب کننده ارزش باز می‌دارد (چن^۳ و همکاران، ۲۰۱۱).

عمومی شدن مالکیت شرکت‌های اقتصادی، تأمین مالی (استقراض) از طریق مشارکت عمومی و خصوصی‌سازی بخش‌های دولتی و شرکت‌های تحت پوشش در سال‌های اخیر از جمله عوامل اصلی تغییرات بنیادی در محیط اقتصادی ایران است (مجتهد زاده، ۱۳۹۰). در چنین شرایطی شفافیت و کیفیت مطلوب اطلاعات مالی و غیر مالی که پایه و اساس تصمیم‌گیری‌های اقتصادی سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان بالقوه و بالفعل است، از اهمیت به سزایی برخوردار می‌باشد (اکانایاک^۴، ۲۰۰۴). این مجموعه نهادی باعث می‌شود اثرات سرمایه‌گذاری در سهام بانکی بیشتر شود. برخلاف سایر کشورها که بانک‌ها قادر به مالکیت شرکت‌های ذکر شده هستند (به عنوان مثال، بانک‌های جهانی آلمان و بانک‌های ایالات متحده که شرکت‌ها را از طریق مشاغل مورد نظر خود کنترل می‌کنند)، ایران قوانین بانکداری مختص به خود را دارد. بر اساس ماده ۱۰ بند ج قانون بانکداری ایران مصوب ۱۳۳۴ خرید سهام شرکت به مبلغی بیش از ده درصد سرمایه و اندوخته‌های قانونی بانک ممنوع است و همچنین بر اساس ماده ۱۶ بند ب قانون رفع موانع تولید، که در سال ۱۳۹۴ اجرا شد، کلیه بانک‌ها ملزم به واگذاری سهام تحت تملک خود و شرکت‌های تابعه خود در بنگاه‌هایی که فعالیت‌های غیر بانکی انجام می‌دهند، به استثنای طرح‌های نیمه تمام شرکت‌های تابعه هستند. با این حال، قانون اجازه می‌دهد تا شرکت‌ها سهام بانکی را به دست آورند. این محیط منحصر به فرد نهادی زمینه‌ای را برای بررسی پژوهش حاضر فراهم می‌کند. علی‌رغم اهمیت موضوع مورد بررسی در بازار سرمایه ایران و مشکلاتی که شرکت‌ها با آن روبرو هستند (کیفیت افشا و کارایی سرمایه‌گذاری) و راه حلی برای کاهش این مشکلات، پژوهش‌های تجربی اندکی در ایران این موضوعات را با یکدیگر مورد مطالعه قرار داده‌اند.

این مطالعه پژوهش‌های مربوط به ارتباط بانک - شرکت را غنی می‌کند. بیشتر مطالعات موجود در مورد این موضوع بر رابطه عمودی رو به بالا متمرکز شده است، که در آن بانک‌ها بر ارتباطات بانک - شرکت تسلط دارند: بانک‌های با وضعیت مالی مناسب (بای^۵ و همکاران، ۲۰۰۲) و نقش نظارتی کمتر (لیو و همکاران، ۲۰۱۱) بیش‌ترین مزایا را برای شرکت‌ها دارند و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را خصوصاً در بازارهای نوظهور تحریف می‌کنند (لین و همکاران، ۲۰۰۹). در این پژوهش موضوع ارتباطات بانک - شرکت با استفاده از زاویه‌ای متفاوت از شرکت‌هایی که سهامدار در بانک‌ها هستند بررسی شده است. این ارتباط عمودی رو به پایین بانک - شرکت می‌تواند به طور مؤثر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین، با نظارت قوی بر شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی توسط دو نهاد نظارتی: بانک مرکزی ج.ا.ا و سازمان بورس اوراق بهادار کیفیت افشا این شرکت‌ها در بازارهای نوظهور مانند ایران را بهبود بخشد. در این صورت، قسمت کنترل کننده ارتباطات بانک - شرکت از نظر تصمیمات سرمایه‌گذاری بسیار مهم است. همچنین، مقاله حاضر می‌تواند با افزودن درک در مورد پیامدهای اقتصادی سرمایه‌گذاری در سهام بانکی، بینش جدیدی به پژوهش‌های نوظهور ارتباطات بانک - شرکت اضافه کند.

۲ - چارچوب نظری پژوهش

۲-۱ - سرمایه‌گذاری در سهام بانکی و کارایی سرمایه‌گذاری

شرکت‌ها وجوه زیادی را به سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند تا ظرفیت عملیاتی خود را حفظ کنند، فعالیت خود را ادامه دهند و ارزش سهامداران را به حداکثر برسانند. این اقدام در بسیاری از موارد موفقیت شرکت را مشخص می‌کند. افزایش تورم و کاهش ارزش پول داخلی باعث کاهش سرمایه‌گذاری

¹. Lu

². Biddle

³. Chen

⁴. Ekanayake

⁵. Bae

شرکت می‌شود (آما^۱، ۲۰۲۲). شرکت‌های در حال رشد علاقه‌مند هستند که از بانک‌ها برای به دست آوردن سرمایه با ایجاد ارتباطات بانک - شرکت کمک بگیرند، بنابراین، سرمایه‌گذاری در سهام بانکی شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا به یک منبع اضافی سرمایه از بانک‌های متصل، دسترسی یابند و وجوه مورد نیاز سرمایه‌گذاری‌های خود را با استفاده از این ارتباط تأمین نماید، در نهایت از سرمایه‌گذاری کمتر از حد جلوگیری نمایند (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰).

قوانین بانکداری ایران متفاوت از سایر کشورها است. بر اساس ماده ۱۰ بند ج قانون بانکداری ایران مصوب ۱۳۳۴ خرید سهام شرکت به مبلغی بیش از ده درصد سرمایه و اندوخته‌های قانونی بانک ممنوع است و همچنین بر اساس ماده ۱۶ بند ب قانون رفع موانع تولید، که در سال ۱۳۹۴ اجرا شد، کلیه بانک‌ها ملزم به واگذاری سهام تحت تملک خود و شرکت‌های تابعه خود در بنگاه‌هایی که فعالیت‌های غیر بانکی انجام می‌دهند، به استثنای طرح‌های نیمه تمام شرکت‌های تابعه هستند. در مقابل، شرکت‌ها در صورت رعایت معیارهای مشخص، مجاز به سرمایه‌گذاری در بانک‌ها بوده و به شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی تبدیل شوند.

با آگاهی روز افزون از همکاری در ارتباطات بانک - شرکت، مقررات جدیدی به منظور ترغیب شرکت‌ها برای دستیابی به مالکیت سهام بانک‌ها وضع شده است. پس از تصویب قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل (۴۴) قانون اساسی در سال ۱۳۸۷ توسط بانک مرکزی ج.ا.ا، ترتیبات تملک سهام بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی تغییر یافت. به گونه‌ای که به موجب ماده ۵ قانون مذکور، سقف مجاز تملک سهام بانک‌ها برای هر شرکت سهامی عام یا تعاونی یا هر مؤسسه و نهاد عمومی غیردولتی «ده درصد» و برای اشخاص حقیقی و سایر اشخاص حقوقی «پنج درصد» تعیین شد. به استناد همان ماده قانونی، معاملات بیش از سقف‌های مذکور باطل اعلام شد، لیکن از آن حیث که واجد ابهامات وضع‌هایی بود، آن گونه که انتظار می‌رفت اجرایی نشد. نهایتاً بانک مرکزی ج.ا.ا قانون فوق را اصلاح و تحت عنوان «قانون اصلاح قانون اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی» در سال ۱۳۹۷ که به تصویب مجلس شورای اسلامی و تأیید شورای نگهبان قانون اساسی رسید، به شبکه بانکی ابلاغ کرد که الزامات مربوط به شرکت‌هایی را که می‌خواهند سهامدار در بانک‌ها شوند تعیین و شرکت‌ها را در زمینه سرمایه‌گذاری در بانک‌ها یاری می‌کند. طبق این قانون اصلاح شده، تملک سهام بانک‌ها تا سقف ۱۰٪ بدون مجوز بانک مرکزی و بیشتر از آن با مجوز بانک مرکزی و به موجب دستورالعملی که به پیشنهاد بانک مرکزی و تصویب شورای پول و اعتبار مصوب می‌شود، تا ۳۳٪ مجاز می‌باشد. این مقررات جدید شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا ارتباطات بانک - شرکت را به گونه‌ای متمایز از سایر کشورها که به صورت روابط رو به بالا (از شرکت به بانک) بر ارتباطات حاکم است، برقرار کنند.

تضاد بین شرکت و بانک منجر به انتخاب‌های سرمایه‌گذاری ناکارآمد، یعنی انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی و پشت سر گذاشتن پروژه‌های با NPV مثبت می‌شود (پارک^۲، ۲۰۰۰). ارتباطات بانک - شرکت در تأمین شرایط نظارت بر شرکت‌های بورسی و تسهیل جریان سرمایه بین شرکت‌ها و بازارهای مالی اثر بخش است (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ کنگ و همکاران، ۲۰۰۰؛ نینی^۳ و همکاران، ۲۰۱۲؛ واشیشثا^۴، ۲۰۱۴). از این رو انتظار بر این است که سرمایه‌گذاری در سهام بانکی منجر به افزایش کیفیت افشا شده و سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد را محدود سازد. کارایی سرمایه‌گذاری با کاهش تضاد نمایندگی (افزایش کیفیت افشا) افزایش می‌یابد (ونگ و همکاران، ۲۰۲۱) و طبق تحقیقات انجام شده توسط ژانگ (۲۰۲۰) کاهش تضاد نمایندگی بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت دارد. همچنین، بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و چن و همکاران (۲۰۱۱) پیشنهاد می‌کنند که کیفیت افشا بالاتر می‌تواند مشکلات نامتقارن اطلاعات را کاهش دهد و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری بهبود پیدا کند. کیفیت افشا مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش می‌دهد (گوماریز و بالیستا^۵، ۲۰۱۳).

لو و همکاران (۲۰۲۳) به نتایجی دست یافتند که نشان داد کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از طریق دو کانال بهبود می‌یابد: (۱) اثر منابع، که با به دست آوردن منابع استراتژیک، سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت‌ها را کاهش می‌دهد و (۲) اثر حاکمیتی، که تضاد نمایندگی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. تأمین مالی توسط بانک‌ها نقش مهمی در تقویت تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری دارد. تأثیر تأمین مالی در جلوگیری از سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه در دوره بحران مالی قوی‌تر است. همچنین، سهم تأمین مالی بانک‌ها در کاهش سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه زمانی که شرکت‌ها با مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد مواجه هستند، برجسته‌تر است (گویزانی و اجمی^۶، ۲۰۲۲). در نتیجه، با توجه به سرمایه‌گذاری در سهام بانکی، از طریق اثر افشا، تضاد احتمالی منافع بین مدیران و مالکان کاهش می‌یابد، بنابراین سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش می‌دهد و همچنین، از طریق اثر تأمین مالی، ظرفیت سرمایه‌گذاری یک شرکت را تقویت می‌کند که از سرمایه‌گذاری کمتر از حد جلوگیری می‌کند (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰).

1. Amoah

2. Park

3. Nini

4. Vashishtha

5. Gomariz & Ballesta

6. Guizani & Ajmi

فرضیه اول: سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

۲-۲ - سرمایه‌گذاری در سهام بانکی و کیفیت افشا

اصطلاح افشا در گسترده‌ترین مفهوم خود به معنای ارائه اطلاعات است. حسابداران از این اصطلاح به شکل محدودتری استفاده می‌کنند، یعنی انتشار اطلاعات مالی مربوط به یک شرکت در گزارش‌های مالی (معمولاً در گزارش‌های سالانه). در محدودترین مفهوم، افشای اطلاعات شامل بحث‌ها و تحلیل‌های مدیریتی، پاورقی‌های صورت‌های مالی و صورت‌های مالی تکمیلی است (کلارک^۱، ۲۰۱۶).

امروزه اطلاعات نقش بسزایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارد. بنابراین برای به دست آوردن اطلاعات بیشتر و حل مشکل عدم تقارن اطلاعاتی، از افشای اطلاعات به دلیل تفکیک مالکیت و مدیریت شرکت‌ها استفاده می‌شود (هباش^۲ و همکاران، ۲۰۱۶). با افزایش کیفیت افشا به دست آمده از طریق نظارت و ترکیب و ساختار هیئت مدیره، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد (غوما^۳ و همکاران، ۲۰۱۸). همچنین، تامین مالی توسط بانک‌ها تضاد نمایندگی و مشکلات اطلاعات نامتقارن را کاهش می‌دهد (گوزانی و اجمی، ۲۰۲۲).

انتظار می‌رود شفافیت اطلاعات، به عنوان یک راهبرد کارآمد نظارتی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و به نوبه خود، توانایی شرکت‌ها برای تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش دهد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). در کشورهای توسعه یافته شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی معمولاً تحت نظارت دقیق سازمان‌های نظارتی قرار دارند و موظف به افشای جامع اطلاعات هستند (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰). در ایران، افشای اطلاعات شرکت‌ها با تصویب استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی افزایش یافته است (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۹). بر اساس قانون بانکداری، سهامداران اصلی بانک موظفند گزارش‌های مالی و سایر اسناد لازم مورد نیاز سازمان بورس را ارائه دهند و هرگونه اقداماتی را که استانداردهای مالی ضروری می‌داند، انجام دهند (آکاگامی^۴ و همکاران، ۲۰۱۸). در ایران نیز در سال‌های اخیر سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی بطور مکرر حسابرسی‌های سهامداران بانک را انجام می‌دهد و از آن‌ها می‌خواهد که به طور مرتب شرایط مالی و سایر جزئیات مورد نیاز را گزارش دهند. این قدرت نظارتی سختگیرانه‌تر و الزامات افشای اضافی بعنوان ابزاری برای نظارت بر سهامداران بانک‌های بزرگ، بویژه اگر علائمی از معاملات غیر قانونی با اشخاص وابسته وجود داشته باشد، مورد استفاده قرار می‌گیرد.

در ایران علاوه بر برآورده کردن الزامات افشای استاندارد، اعمال و نظارت شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار ایران، شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی، بویژه شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری بالای ۱۰٪ دارند، تحت نظارت دقیق‌تر بانک مرکزی ج.ا.ا هستند و باید با استانداردهای افشای بالاتر مطابقت داشته باشند. به عنوان مثال، شرکتی که به دنبال کسب بیش از ۱۰٪ مالکیت در بانک است، باید برای تأیید به بانک مرکزی ج.ا.ا گزارش دهد. بانک مرکزی ج.ا.ا منبع سرمایه مورد استفاده برای تحصیل و پیشینه پیشنهاد دهنده را به نمایش می‌گذارد تا اطمینان حاصل کند که شرکت در حال اجرای نظارت شرکتی خوب و محافظت از هرگونه معاملات در جهت تسهیل سلب مالکیت‌های مالکان و مدیران است. شرکت‌هایی که از لحاظ اطلاعات حسابداری و ساختار مالکیت و معاملات با اشخاص وابسته شفافیت ندارند، غالباً غیر عادی هستند، اجازه کسب سرمایه‌گذاری در سهام بانکی را ندارند.

افزون بر این، برای جلوگیری از دستیابی به منافع شخصی بواسطه سرمایه‌گذاری در سهام بانکی، بانک مرکزی ج.ا.ا شرکت‌ها را تحت نظارت شدید قرار می‌دهد و از آن‌ها می‌خواهد که طبق دستور بانک مرکزی، کلیه اطلاعات لازم را افشا کنند. این شرکت‌ها همچنین موظف هستند هر تصمیمات مؤثری را که می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد به بانک مرکزی ج.ا.ا، به موقع و دقیق گزارش دهند. شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی به این مقررات نیاز دارند تا علاوه بر معاملاتی که می‌تواند به طور قابل توجهی بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد، کلیه معاملات با اشخاص وابسته را به بانک مرکزی ج.ا.ا، بویژه معاملات مربوط به بانک‌ها، گزارش دهند. چنین الزامات افشای تقویت شده و نظارت بر اعمال توسط بانک مرکزی ج.ا.ا، شفافیت اطلاعات را تقویت می‌کند و به بهبود مدیریت شرکت در شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی کمک می‌کند، که به نوبه خود، تسهیل سلب مالکیت‌های مالکان و مدیران را تا حد زیادی کاهش می‌دهد. الزامات افشای دقیق‌تر، نظارت بر شرکت‌های سرمایه‌گذار در سهام بانکی و مدیریت شرکت را بهبود می‌بخشد (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰).

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت منجر به افزایش کیفیت افشا می‌شود.

¹ Clark

² Habbash

³ Ghouma

⁴ Akagami

۳ - پیشینه پژوهش

کردستانی و همکاران (۱۳۹۸) تأثیر کیفیت افشا بر عدم تقارن اطلاعاتی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها حاکی از آن است که بین کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد و همچنین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، رابطه منفی کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی را تقویت می‌کند.

بخردی نسب و مردانی (۱۴۰۰) تأثیر ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه متکی به تسهیلات دریافتی بانکی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها حاکی از آن است که از بین ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی، در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. همچنین در شرکت‌هایی با نابرابری اطلاعاتی، محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری ندارد و ناقربینی اطلاعاتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر نمی‌باشد که نابرابری اطلاعاتی مشکلات کم سرمایه‌گذاری را تشدید می‌کند. همچنین در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار، ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی بر تسهیلات دریافتی تأثیر معنی‌دار ندارد.

دهقان و همکاران (۱۴۰۱) با بررسی تأثیر کیفیت پیش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن نقش ساختار مالکیت دریافتند که دقت پیش‌بینی سود تأثیر مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. همچنین، مالکیت نهادی، تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل نمی‌کند؛ اما تمرکز مالکیت، تأثیر دقت پیش‌بینی سود بر کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

لین و یه^۱ (۲۰۲۰) با مطالعه بازارهای سرمایه داخلی، ساختار مالکیت و کارایی سرمایه‌گذاری از یک مجموعه داده منحصر به فرد برای بررسی چگونگی ارتباط تأمین مالی توسط بازارهای داخلی سرمایه گروه‌های تجاری و افزایش کنترل ساختار مالکیت مربوط به کارایی سرمایه‌گذاری استفاده کردند. آن‌ها نشان دادند، شرکت‌های وابسته به گروه که بیشتر از معاملات مربوط به اشخاص وابسته استفاده می‌کنند و بازار سرمایه داخلی را تسهیل می‌کند، احتمال کاهش سرمایه‌گذاری کمتر از حد را دارند. آن‌ها همچنین دریافتند که مالکیت هرمی کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد (ضعیف می‌کند)، که متفاوت بودن انواع ساختارهای کنترل کننده، اثرات شدیداً متضادی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند. این یافته‌ها هم مزایای مالی و هم معایب گروه‌های تجاری را نشان می‌دهد.

وَنگ و همکاران (۲۰۲۰) تأثیر سرمایه‌گذاری در بانک‌ها بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافتند که مالکیت بانک سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد را کاهش و حساسیت سرمایه‌گذاری به فرصت‌های سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، که در نتیجه کارایی شرکت را بهبود می‌بخشد. آن‌ها همچنین نشان دادند که سرمایه‌گذاری بیش از حد در شرکت‌ها با افزایش حاکمیت شرکتی (کانال‌های افشای اطلاعات) کاهش یافته است. حاکمیت شرکتی بهتر در شرکت‌ها، منابع نقدی شرکت‌ها را کنترل و سلب مالکیت سهامداران را کنترل می‌کند. علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که این ارتباط شرکت - بانکی با کاهش محدودیت‌های مالی (کانال‌های تأمین مالی)، از طریق افزایش وام‌های بانکی بیشتر و کاهش حساسیت جریان نقدی، از سرمایه‌گذاری کمتر از حد جلوگیری می‌شود. این اتصال در هنگام سخت‌گیری وام‌های بانکی به عنوان یک پوشش نیز عمل می‌کند. همچنین یافته‌های آن‌ها حاکی از آن است که مالکیت بانک تأثیر بارزتری در بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های غیر دولتی دارد.

کوی^۲ و همکاران (۲۰۲۰) با مطالعه سیاست نقدی و ارتباط بانک - شرکت نشان دادند که رابطه بانک - شرکت می‌تواند به عنوان یک وسیله علامت دهی پیشگامانه برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران یک شرکت عمل کند. آن‌ها دریافتند که سلامت بانک بر داشتن پول نقد شرکت تأثیر می‌گذارد و داشتن یک بانک سالم می‌تواند نتیجه بیشتری (به دلیل تأثیرگذار بودن قدرت بانکی) یا کمتر (به دلیل انگیزه احتیاط) بر نگه داشتن پول نقد در سطح شرکت داشته باشد. همچنین آن‌ها نشان دادند که بانک‌های سالم شرکت‌های در حال رشد را وادار می‌کنند که پول بیشتری در اختیار داشته باشند در حالی که شرکت‌های در حال سقوط هنگام وام گرفتن از بانک‌های ناسالم پول بیشتری در اختیار دارند؛ و بانک‌هایی که نقدینگی بیشتری دارند، وام‌های در حال رشد خود را به داشتن وجه نقد بیشتر ترجیح می‌کنند.

ژانگ (۲۰۲۰) با بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نشان داد که وقتی هیچ تمایزی بین مراحل چرخه عمر ایجاد نمی‌شود، افشای با کیفیت بالا می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاری ناکارآمد شرکت‌ها را به طور قابل توجهی مهار کند؛ در نمونه‌های رشد و بلوغ، افشای با

¹. Lin & Yeh

². Cui

کیفیت بالا می‌تواند به طور قابل توجهی سرمایه‌گذاری کمتر از حد و بیش از حد را مهار کند؛ در نمونه‌های رکود اقتصادی، افشای با کیفیت بالا می‌تواند سرمایه‌گذاری کمتر از حد را به طور قابل توجهی مهار کند و تأثیر معناداری بر روی سرمایه‌گذاری بیش از حد ندارد.

گووارا^۱ و همکاران (۲۰۲۱) با مطالعه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، بدهی‌ها و محدودیت‌های مالی، شواهدی از اهمیت اندازه در توضیح تأثیر شرایط تأمین مالی بر نرخ سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ارائه می‌دهد. آن‌ها بیان داشتند که در مورد محدودیت‌های مالی، با افزایش درجه محدودیت مالی، سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد، اما در شرکت‌های کوچک و متوسط مجازات بیشتر است. نتایج آن‌ها اهمیت طراحی اقدامات ویژه برای بهبود شرایط دسترسی به بودجه برای شرکت‌های کوچک و متوسط را برجسته می‌کند. این مهم در شرایط فعلی بحران کوید ۱۹، که تأثیر بیشتری بر شرکت‌های کوچک‌تر و مقاوم دارد، از اهمیت بیشتری برخوردار است.

گانگ^۲ و همکاران (۲۰۲۳) با مطالعه تأثیر مالی‌سازی بر کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند که مالی‌سازی تأثیر مثبتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. نتایج آن‌ها حاکی از آن است که مالی‌سازی شرکت‌ها می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های دولتی و غیر دولتی را به طور قابل توجهی بهبود بخشد. همچنین، با توجه به آزمون‌های تحلیلی، دریافتند که مالی‌سازی شرکت‌ها با کاهش محدودیت‌های تأمین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. یافته‌های آن‌ها نشان داد که می‌توان بخش مالی را برای خدمت بهتر به اقتصاد، با پیشنهاد دولت برای رفع انسداد کانال‌های تأمین مالی و افزایش نقدینگی سرمایه، راهنمایی کرد.

دلگادو – دومونکوس و زنگ^۳ (۲۰۲۳) تأثیر بازار یکپارچه آمریکای لاتین را بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نشان دادند که MILA^۴ با کاهش عدم تقارن اطلاعات و مشکل نمایندگی، بر کارایی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. آن‌ها شواهد تجربی قانع‌کننده‌ای ارائه کردند که تأثیر MILA بر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری به ویژه در مشکل سرمایه‌گذاری بیش از حد برجسته است. علاوه بر این، با تجزیه و تحلیل میانجی‌گری نشان دادند که شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار MILA، کارایی سرمایه‌گذاری‌های خود را افزایش داده‌اند، که تا حدی به بهبود کیفیت گزارش‌گری مالی نسبت داده می‌شود.

یی^۵ (۲۰۲۳) با بررسی تأثیر جریان نقدی بر مخارج سرمایه‌گذاری تحت طرح‌های سرمایه‌گذاری کمتر از حد و بیشتر از حد و تأثیر تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات بر حساسیت هر دو دریافتند که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به دلیل هزینه‌های نمایندگی به شدت به جریان نقدی تحت محدودیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری بیش از حد حساس است. در مورد سرمایه‌گذاری بیش از حد، بهبود سطح افشا به طور قابل توجهی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را کاهش می‌دهد. در مورد سرمایه‌گذاری کمتر از حد، بهبود حاکمیت شرکتی به طور قابل توجهی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را کاهش می‌دهد.

۴ – متغیرهای پژوهش

۴ – ۱ – مدل پژوهش

این پژوهش به دنبال بررسی اثر سرمایه‌گذاری در سهام بانکی بر کیفیت افشا و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور با پیروی از ونگ و همکاران (۲۰۲۰) از مدل‌های ۱ و ۲ برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است. مدل ۱ جهت بررسی فرضیه اول

$$INVINEFF_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BANK_{it} + \alpha_2 BANKR_{it} + \alpha_3 I_{it} + \alpha_4 FCF_{it} + \alpha_5 CASHHOLDING_{it} + \alpha_6 TANG_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 LOSS_{it} + \alpha_{10} SIZE_{it} + \varepsilon$$

مدل ۲ جهت بررسی فرضیه دوم

$$Dis_Quality_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BANK_{it} + \alpha_2 BANKR_{it} + \alpha_3 I_{it} + \alpha_4 FCF_{it} + \alpha_5 CASHHOLDING_{it} + \alpha_6 TANG_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 LOSS_{it} + \alpha_{10} SIZE_{it} + \varepsilon$$

در مدل‌های ۱ و ۲:

¹. Guevara

². Gong

³. Delgado-Domonkos & Zeng

⁴. Mercado Integrado Latinoamericano

⁵. Yi

DIS _ QUALITY کیفیت افشا؛ INVINEFF ناکارآمدی سرمایه‌گذاری؛ BANK سرمایه‌گذاری در سهام بانکی؛ BANKR درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی؛ I نسبت هزینه‌های مالی؛ FCF جریان‌های نقد آزاد؛ CASHHOLDING وجه نقد نگهداری شده؛ TANG دارایی‌های ثابت مشهود؛ LEV اهرم مالی؛ ROA بازده دارایی‌ها؛ LOSS زیان شرکت؛ SIZE اندازه شرکت است.

۴ - ۲ - متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته

کیفیت افشا (DIS _ QUALITY): برای سنجش این متغیر از لگاریتم امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت که توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و از طریق اطلاعات «کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب» منتشر می‌شود، استفاده شده است (کمالیان و همکاران، ۱۳۹۴). ناکارآمدی سرمایه‌گذاری (INVINEFF): با پیروی از ریچاردسون^۱ (۲۰۰۶) ناکارآمدی سرمایه‌گذاری با استفاده از انحرافات در مخارج سرمایه‌گذاری از سطح اختیاری سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری شده است. انحراف پایین‌تر از سطح اختیاری سرمایه‌گذاری نشان دهنده سرمایه‌گذاری کارآمدتر است. ریچاردسون (۲۰۰۶) مخارج جدید مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها را به مخارج سرمایه‌گذاری مورد انتظار و مخارج سرمایه‌گذاری ناکارآمد (سرمایه‌گذاری بیش از حد یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد) تجزیه می‌کند. سرمایه‌گذاری مورد انتظار تابع فرصت‌های رشد و عوامل دیگری است که ممکن است بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد، در حالی که سرمایه‌گذاری ناکارآمد انحرافات از سطح مطلوب مخارج سرمایه‌گذاری است؛ که توسط باقی مانده از مدل ۳ اندازه‌گیری شده است. مقدار این انحراف بیانگر شاخص معکوسی از کارایی سرمایه‌گذاری (عدم کارایی سرمایه‌گذاری) است (بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۲). این باقی مانده می‌تواند به ترتیب مثبت یا منفی، مترادف با سرمایه‌گذاری بیش از حد (OVER) و یا کمتر از حد (UNDER) باشد؛ و قدر مطلق آن به عنوان ناکارآمدی سرمایه‌گذاری (INVINEFF) لحاظ می‌گردد.

با پیروی از ریچاردسون (۲۰۰۶)، مدل ۳ برای پیش بینی مخارج سرمایه‌گذاری مطلوب به کار گرفته شده است:

مدل ۳

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GRW_{it-1} + \alpha_3 RET_{it-1} + \alpha_4 CASHHOLDING_{it-1} + \alpha_5 SIZE_{it-1} + \alpha_6 LNAME_{it-1} + \alpha_7 LEV_{it-1} + \varepsilon_t$$

در مدل ۳:

INV مخارج سرمایه‌گذاری؛ GRW_{it-1} رشد سال قبل شرکت؛ RET_{it-1} بازده سهام سال قبل شرکت؛ $CASHHOLDING_{it-1}$ وجه نقد نگهداری شده سال قبل شرکت؛ $SIZE_{it-1}$ اندازه سال قبل شرکت؛ $LNAME_{it-1}$ عمر سال قبل شرکت؛ LEV_{it-1} اهرم مالی سال قبل شرکت را نشان می‌دهد.

متغیر مستقل

سرمایه‌گذاری در سهام بانکی (BANK): یک متغیر ساختگی است که اگر شرکتی در طی دوره مورد بررسی حداقل در سهام یک بانک سرمایه‌گذاری کرده باشد عدد یک و در غیر اینصورت مقدار صفر می‌گیرد (لو و همکاران، ۲۰۱۲). درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی (BANKR): بالاترین درصد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در سهام بانک‌ها در طی دوره مورد بررسی است (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰).

متغیرهای کنترلی

با توجه به مطالعات قبلی از جمله (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰) متغیرهای اندازه شرکت، دارایی‌های مشهود، بازده دارایی‌ها، زیان‌ها، اهرم مالی و هزینه‌های مالی برای خصوصیات مالی شرکت‌ها؛ همچنین، وجه نقد نگهداری شده و جریان‌های نقدی آزاد شرکت بدلیل تأثیرگذاری بر ناکارآمدی سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری) و کیفیت افشا (کمالیان و همکاران، ۱۳۹۴؛ خادمی و همکاران، ۱۳۹۳) کنترل شده است.

¹. Richardson

هزینه‌های مالی (I): نسبت کل هزینه‌های مالی به کل دارایی‌ها می‌باشد (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰).
جریان‌های نقدی آزاد شرکت (FCF): برای اندازه‌گیری جریان‌های نقدی آزاد شرکت، از الگوی لن و پولسن^۱ (۱۹۸۹) به شرح مدل زیر استفاده می‌شود:

مدل ۵

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - CSDIV_{it}) / ASSET_{it-1}$$

FCF جریان‌های نقد آزاد شرکت؛ INC سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت؛ TAX کل مالیات پرداختی شرکت؛ INTEXP هزینه بهره پرداختی شرکت؛ CSDIV سود سهامداران عادی پرداختی؛ ASSET جمع ارزش دفتری دارایی‌ها در سال قبل است.

وجه نقد نگهداری شده (CASHHOLDING): از طریق تقسیم وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بر کل دارایی‌های شرکت بدست می‌آید (کاشانی‌پور و محمدی، ۱۳۹۶).

دارایی‌های ثابت مشهود (TANG): برابر با نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به مجموع دارایی‌های شرکت است (رشیدی باغی، ۱۳۹۸).

اهرم مالی (LEV): برابر با نسبت بدهی‌های شرکت به دارایی‌های آن است (هویتاش^۲ و همکاران، ۲۰۰۷).

بازده دارایی‌ها (ROA): برابر با نسبت سود خالص بر مجموع دارایی‌های شرکت است (کوتاری^۳ و همکاران، ۲۰۰۵).

زیان شرکت (LOSS): یک متغیر ساختگی که اگر شرکت زیان داشته باشد عدد یک و صفر در غیر این صورت می‌گیرد.

اندازه شرکت (SIZE): برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال t است (رشیدی باغی، ۱۳۹۸).

۵ - روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع کمی و به سبب آنکه مفاهیم مورد پژوهش به صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد و مبتنی بر توصیف روابط واقعی میان داده‌های موجود است، در گروه پژوهش‌های اثبات‌گرایی (توصیفی) است. در این پژوهش برای گردآوری بخشی از داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتاب‌ها و مجله‌های تخصصی فارسی و انگلیسی گردآوری می‌شود. روش شناسی غالب این گونه پژوهش‌ها استفاده از روش‌های آماری متعدد است. برای گردآوری بخش دیگر داده‌ها از سایت کدال استفاده شده است. در نهایت، به منظور بررسی و تحلیل فرضیات مطرح شده مطابق با مبانی نظری، از رویکرد رگرسیونی با استفاده از نرم افزار ایویوز و استاتا استفاده شده است.

قلمرو زمانی این پژوهش دربرگیرنده سال‌های ۱۳۸۵ تا پایان ۱۴۰۰ است. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نخست تمام شرکت‌هایی که می‌توانستند در نمونه‌گیری شرکت کنند انتخاب شدند. سپس، از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:

۱- شرکت باید در طی دوره مورد بررسی حداقل در سهام یک بانک سرمایه‌گذاری کرده باشد.

۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه و برآورد متغیرها، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۴- نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نمی‌شود. علت این امر، آن است که این شرکت‌ها خود به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی فعال در بازار سرمایه محسوب شده و اثر فعالیت آن‌ها در مدل‌ها دیده شده و ماهیت دارایی‌هایشان متفاوت است.

¹ Lehn & Poulsen

² Hoitash

³ Kothari

پس از اعمال محدودیت‌های بالا، در نهایت در این پژوهش، داده‌های ۴۱۶ سال - شرکت مربوط به ۲۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

۶ - یافته‌های پژوهش

۶ - ۱ - آمار توصیفی

در جدول ۱ آمارهای توصیفی متغیرهای پژوهش، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر مشاهدات ارائه شده است.

جدول ۱ - آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص‌های پراکندگی			شاخص‌های مرکزی		متغیرها
حداقل	حداکثر	انحراف معیار	میانه	میانگین	
۰/۰۰۱۱	۰/۱۷۳۸	۰/۰۳۸۱	۰/۰۲۱۰	۰/۰۳۴۹	ناکارآمدی سرمایه‌گذاری
۱/۰۴۱۳	۱/۹۸۲۲	۰/۱۶۹۲	۱/۸۲۶۰	۱/۷۹۰۵	کیفیت افشا
۰/۰۰۰۰	۱/۴۹۰۰	۰/۳۴۰۴	۰/۰۰۰۰	۰/۱۰۵۸	درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی
۰/۰۰۵۴	۰/۳۰۸۰	۰/۰۴۰۰	۰/۰۳۶۹	۰/۰۴۷۸	هزینه‌های مالی
-۰/۱۷۱۹	۰/۳۴۷۱	۰/۰۹۰۴	۰/۰۰۷۶	۰/۰۲۱۳	جریان‌های نقد آزاد
۰/۰۰۱۳	۰/۳۳۳۴	۰/۰۶۴۰	۰/۰۳۴۹	۰/۰۵۳۷	وجه نقد نگهداری شده
۰/۰۲۰۰	۰/۸۰۰۰	۰/۱۸۴۲	۰/۲۰۰۰	۰/۲۴۹۱	دارایی‌های مشهود
۰/۱۹۱۹	۲/۱۸۸۰	۰/۲۴۲۳	۰/۶۳۱۳	۰/۶۵۳۳	اهرم مالی
-۰/۵۴۱۰	۰/۳۸۲۰	۰/۱۱۷۳	۰/۰۵۶۰	۰/۰۵۴۴	بازده دارایی‌ها
۴/۹۱۳۸	۸/۳۲۶۰	۰/۷۳۷۷	۶/۱۱۴۵	۶/۱۳۲۰	اندازه شرکت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۲ - تحلیل فراوانی داده‌های اسمی پژوهش

درصد فراوانی	فراوانی	مقدار	متغیر
۶۳/۴۶	۲۶۴	۰	سرمایه‌گذاری در سهام بانکی
۳۶/۵۴	۱۵۲	۱	
۸۰/۷۷	۳۳۶	۰	زیان شرکت
۱۹/۲۳	۸۰	۱	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج کمی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد که مقدار میانگین ناکارآمدی سرمایه‌گذاری برابر با ۰/۰۳۴۹ است و بیان می‌کند که به میزان حدود ۳ درصد سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد وجود داشته است. میانگین متغیر کیفیت افشاء برابر با ۱/۷۹۰۵ است. مقدار حداقل و حداکثر برای متغیر کیفیت افشا نیز برابر با ۱/۰۴۱۳ و ۱/۹۸۲۲ می‌باشد. به عبارتی، میانگین متغیر کیفیت افشا نشان می‌دهد که بیشتر شرکت‌های مورد مطالعه از کیفیت افشا بالایی برخوردار هستند. میانگین درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی برابر با ۰/۱۰۵۸ می‌باشد، که نشان دهنده درصد سرمایه‌گذاری حدود ۱۰ درصد در سهام بانکی توسط شرکت‌ها می‌باشد. ارزش میانگین هزینه‌های مالی، جریان‌های نقد آزاد، وجه نقد نگهداری شده به ترتیب برابر با ۰/۰۴۷۸، ۰/۰۲۱۳، ۰/۰۵۳۷ می‌باشد که هزینه‌های مالی حدود ۴ درصد و جریان‌های نقد آزاد حدود ۲ درصد از دارایی‌ها را به خود اختصاص داده‌اند، همچنین ارزش میانگین حدود ۵ درصدی وجه نقد نگهداری شده نشان دهنده درصد نگهداری دارایی‌های نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها می‌باشد. ارزش میانگین برای دارایی‌های ثابت مشهود ۰/۲۴۹۱ می‌باشد که بیانگر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در دارایی‌های سرمایه‌ای می‌باشد. میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با ۰/۶۵۳۳ می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۶۵ درصد از ساختار سرمایه شرکت‌ها را بدهی‌ها شکل داده‌اند، به بیانی دیگر بخش عمده‌ای از مصارف شرکت از طریق بدهی‌ها تأمین مالی شده است.

همچنین، ارزش میانگین بازده دارایی‌ها برابر با ۰/۰۵۴۴ است، که بیانگر ایجاد حدود ۵ درصدی بازدهی به ازای هر ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها می‌باشد.

۶-۲- آزمون‌های بررسی فرض‌های کلاسیک

۶-۲-۱- آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته

جدول ۳- نتایج نرمال بودن

متغیرها	کارایی سرمایه‌گذاری	کیفیت افشا
آزمون جاکو - برا	۱۱۷/۷۶۲۱	۱۳۱/۴۴۵۰
احتمال	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در جدول ۳ با توجه به داده‌های مربوط به کیفیت افشا و کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان متغیرهای وابسته، نتایج سطح معنی‌داری آزمون جاکو - برا در جدول ۳ کمتر از ۵٪ می‌باشد، در این صورت فرض H_0 رد می‌شود.

۶-۲-۲- آزمون عدم وجود همخطی

جدول ۴- نتایج آزمون VIF

متغیرها	VIF
ناکارآمدی سرمایه‌گذاری	۱/۳۴
کیفیت افشا	۱/۳۹
سرمایه‌گذاری در سهام بانکی	۱/۶۴
درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی	۱/۶۰
هزینه‌های مالی	۲/۲۹
جریان‌های نقد آزاد	۱/۵۳
وجه نقد نگهداری شده	۱/۱۹
دارایی‌های مشهود	۱/۲۲
اهرم مالی	۲/۴۷
بازده دارایی‌ها	۲/۸۹
زیان شرکت	۱/۵۲
اندازه شرکت	۱/۴۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقادیر VIF بدست آمده در جدول ۴ حاکی از عدم وجود همخطی در داده‌های پژوهش است.

۶-۲-۳- آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

جدول ۵- نتایج آزمون مانایی

نتیجه	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	در سطح	آماره لوین، لین و چو	متغیرها
	سطح معنی‌داری	سطح معنی‌داری	سطح معنی‌داری		
I (0)			۰/۰۰۰۰	-۱۵/۷۴۶۴	ناکارآمدی سرمایه‌گذاری
I (0)			۰/۰۰۰۰	-۹/۷۱۴۲	کیفیت افشا
I (1)		۰/۰۰۰۰		-۱۰/۵۵۹۵	سرمایه‌گذاری در سهام بانکی
I (1)		۰/۰۰۰۰		-۷/۱۹۵۸	درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی
I (0)			۰/۰۰۹۶	-۲/۳۴۱۰	هزینه‌های مالی
I (0)			۰/۰۰۰۰	-۸/۰۵۲۵	جریان‌های نقد آزاد
I (0)			۰/۰۰۰۰	-۲۴/۴۶۳۰	وجه نقد نگهداری شده

I (0)			۰/۰۲۷۸	-۱/۹۱۴۴	دارایی‌های مشهود
I (1)		۰/۰۰۰۰		-۹/۸۰۶۷	اهرم مالی
I (0)			۰/۰۰۰۰	-۸/۴۲۳۶	بازده دارایی‌ها
I (0)			۰/۰۱۶۷	-۲/۱۲۷۱	زیان شرکت
I (2)	۰/۰۰۰۰			-۱۲/۳۲۷۴	اندازه شرکت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، سطح معنی‌داری آزمون ریشه واحد در همه متغیرها غیر از سرمایه‌گذاری در سهام بانکی، درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی و اهرم مالی (که با یکبار تفاضل‌گیری در سطح I(1) و متغیر اندازه شرکت (که با دوبار تفاضل‌گیری در سطح I(2)، در سطح I(0) کمتر از ۵٪ را نشان می‌دهد که در سطح مانا می‌باشند.

۶-۲-۴- آزمون همبستگی

جدول ۶- نتایج آزمون همبستگی فرضیه اول

CASHH	FCF	I	BANKR	BANK	INVINEFFF	متغیر	
					۱/۰۰۰۰	INVINEFFF	ناکارآمدی سرمایه گذاری
				۱/۰۰۰۰	-۰/۱۳۵۳	BANK	سرمایه‌گذاری در سهام بانکی
			۱/۰۰۰۰	۰/۵۴۱۶	-۰/۱۲۵۷	BANKR	درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی
		۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۹	-۰/۰۱۲۴	-۰/۱۵۵۶	I	هزینه‌های مالی
	۱/۰۰۰۰	-۰/۳۴۲۱	-۰/۱۲۷۷	-۰/۰۲۰۵	۰/۱۹۹۳	FCF	جریان‌های نقد آزاد
۱/۰۰۰۰	۰/۱۳۲۲	-۰/۱۰۱۶	۰/۰۷۳۱	۰/۰۹۲۴	۰/۲۹۹۹	CASHH	وجه نقد نگهداری شده

منبع: یافته‌های پژوهشگر

ادامه جدول ۶- نتایج آزمون همبستگی فرضیه اول

CASHH	FCF	I	BANKR	BANK	INVINEFFF	متغیر	
-۰/۱۶۲۷	۰/۰۲۵۹	-۰/۱۵۴۴	-۰/۱۹۹۰	-۰/۰۲۶۲	۰/۰۵۸۳	TANG	دارایی‌های مشهود
-۰/۰۹۵۷	-۰/۳۵۲۲	۰/۶۹۴۲	-۰/۰۴۴۳	-۰/۰۲۳۴	-۰/۱۴۴۹	LEV	اهرم مالی
۰/۱۴۰۶	۰/۵۷۸۲	-۰/۳۶۹۸	-۰/۰۱۵۶	۰/۰۲۱۱	۰/۲۳۷۳	ROA	بازده دارایی‌ها
-۰/۰۰۴۶	-۰/۲۵۸۴	۰/۳۳۰۳	-۰/۱۰۹۱	-۰/۰۶۶۷	-۰/۰۶۳۳	LOSS	زیان شرکت
-۰/۱۱۶۸	-۰/۰۳۹۳	۰/۲۳۴۱	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۳۸۹	-۰/۰۸۹۲	SIZE	اندازه شرکت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

ادامه جدول ۶- نتایج آزمون همبستگی فرضیه اول

SIZE	LOSS	ROA	LEV	TANG	متغیر	
				۱/۰۰۰۰	TANG	دارایی‌های مشهود
			۱/۰۰۰۰	-۰/۱۵۸۴	LEV	اهرم مالی
		۱/۰۰۰۰	-۰/۳۷۰۸	-۰/۰۴۱۴	ROA	بازده دارایی‌ها
	۱/۰۰۰۰	-۰/۴۱۵۰	۰/۲۷۴۳	۰/۰۳۰۹	LOSS	زیان شرکت
۱/۰۰۰۰	۰/۰۶۵۸	-۰/۰۹۴۹	۰/۲۹۱۴	-۰/۰۶۹۱	SIZE	اندازه شرکت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۷ - نتایج آزمون همبستگی فرضیه دوم

CASHH	FCF	I	BANKR	BANK	DISQ	متغیر	
					۱/۰۰۰۰	DISQ	کیفیت افشا
				۱/۰۰۰۰	۰/۱۰۶۴	BANK	سرمایه گذاری در سهام بانکی
			۱/۰۰۰۰		۰/۰۸۷۰	BANKR	درصد سرمایه گذاری در سهام بانکی
		۱/۰۰۰۰			-۰/۲۷۶۳	I	هزینه های مالی
	۱/۰۰۰۰				۰/۲۶۶۰	FCF	جریان های نقد آزاد
۱/۰۰۰۰					۰/۰۱۴۶	CASHH	وجه نقد نگهداری شده

منبع: یافته های پژوهشگر

ادامه جدول ۷ - نتایج آزمون همبستگی فرضیه دوم

CASHH	FCF	I	BANKR	BANK	DISQ	متغیر	
-۰/۱۹۰۵	۰/۰۷۰۱	-۰/۱۱۹۹	-۰/۱۹۲۹	-۰/۰۹۹۶	۰/۲۵۳۸	TANG	دارایی های مشهود
-۰/۱۵۰۱	-۰/۲۱۸۱	۰/۶۹۲۲	-۰/۰۶۴۱	-۰/۰۵۳۱	-۰/۲۶۲۱	LEV	اهرم مالی
۰/۰۹۶۲	۰/۵۲۳۶	-۰/۶۰۴۷	۰/۰۸۱۸	۰/۰۰۷۶	۰/۲۷۰۲	ROA	بازده دارایی ها
۰/۰۳۵۹	-۰/۲۶۴۰	۰/۳۹۷۸	-۰/۰۹۸۵	-۰/۰۰۷۸	-۰/۱۴۰۵	LOSS	زیان شرکت
-۰/۱۷۷۷	-۰/۱۳۴۸	۰/۳۳۴۰	۰/۰۵۰۸	۰/۱۷۵۰	-۰/۳۷۵۶	SIZE	اندازه شرکت

منبع: یافته های پژوهشگر

ادامه جدول ۷ - نتایج آزمون همبستگی فرضیه دوم

SIZE	LOSS	ROA	LEV	TANG	متغیر	
				۱/۰۰۰۰	TANG	دارایی های مشهود
			۱/۰۰۰۰	-۰/۱۷۴۴	LEV	اهرم مالی
		۱/۰۰۰۰	-۰/۶۰۸۵	۰/۰۴۰۹	ROA	بازده دارایی ها
	۱/۰۰۰۰	-۰/۵۵۹۴	۰/۳۱۲۷	۰/۰۴۹۸	LOSS	زیان شرکت
۱/۰۰۰۰	۰/۱۱۱۶	-۰/۱۸۵۱	۰/۳۶۹۶	-۰/۰۸۸۳	SIZE	اندازه شرکت

منبع: یافته های پژوهشگر

از جداول ۶ و ۷ می توان دو نتیجه: (۱) رابطه همبستگی بین متغیرهای وابسته و مستقل تحقیق و (۲) رابطه بین متغیرهای مستقل و کنترلی با یکدیگر را استنباط کرد. در صورتی که بین متغیرهای مستقل و کنترلی رابطه همبستگی قوی وجود داشته باشد، هر دو متغیر نمی توانند در یک مدل آماری قرار بگیرند. علت آن وجود همخطی در بین دو متغیر است. همان طور که در جدول مشاهده می شود هیچ جفت متغیر مستقل و کنترلی رابطه همبستگی قوی (۱) با یکدیگر ندارند.

۶-۲-۵- بررسی ناهمسانی واریانس

جدول ۸ - نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	مقدار آماره	سطح معنی داری	نتیجه
اول	۶۷/۹۹	۰/۲۸۰۸	همسانی واریانس
دوم	۵۲/۳۳	۰/۸۰۴۴	همسانی واریانس

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به جدول ۸ در مورد فرضیه‌ها، فرض H_0 رد می‌شود. با توجه به مقدار آماره و سطوح معناداری فرض H_1 مبنی بر همسانی واریانس‌ها در مورد فرضیه‌ها پذیرفته می‌شود.

۶-۲-۶- بررسی خود همبستگی

جدول ۹- نتایج آزمون خود همبستگی

مدل	مقدار آماره دوربین - واتسون
مدل اول	۲/۰۱۶۱
مدل دوم	۱/۹۲۳۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به جدول ۹ و مقدار آماره دوربین - واتسون که بین $1/5 - 2/5$ می‌باشد، حاکی از عدم وجود خود همبستگی فرضیه‌ها است.

۶-۳- آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش حاضر، متغیرهای وابسته ناکارآمدی سرمایه‌گذاری (قدر مطلق باقی‌مانده مدل ریچاردسون (۲۰۰۶)) و کیفیت افشا (لگاریتم امتیازهای تعلق گرفته به هر شرکت) صرفاً اعداد بزرگتر یا مساوی صفر را می‌پذیرند، ولی حد بالایی برای آن متصور نیست. بنابراین، در این حالت جهت برآورد مدل باید از رویکرد رگرسیونی با داده‌های منقطع استفاده شود که دلیل استفاده از رویکرد مذکور، چوله بودن توزیع متغیرهای وابسته است (افلاطونی، ۱۳۹۶). در نتیجه برای بررسی معناداری مدل‌ها از رگرسیون توییت با فرض نمایی بودن توزیع باقیمانده‌های مدل استفاده شده است.

جدول ۱۰- نتایج برآورد فرضیه‌ها

مدل ۲			مدل ۱			متغیر
معناداری	آماره Z	ضریب	معناداری	آماره Z	ضریب	
۰/۱۵۱۷	۱/۴۳۳۶	۰/۰۳۹۳	۰/۱۳۰۷	-۱/۵۱۱۳	-۰/۰۰۷۲	سرمایه‌گذاری در سهام بانکی (BANK)
۰/۳۳۱۵	۰/۹۷۱۰	۰/۰۳۳۸	۰/۴۷۷۴	-۰/۷۱۰۵	-۰/۰۰۴۲	درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی (BANKR)
۰/۶۵۴۱	-۰/۴۴۸۰	-۰/۱۷۰۷	۰/۴۲۹۸	-۰/۷۸۹۵	-۰/۰۵۴۶	هزینه‌های مالی
۰/۰۷۶۹	۱/۷۶۸۷	۰/۲۲۵۹	۰/۷۶۰۹	-۰/۳۰۴۲	-۰/۰۰۶۶	جریان‌های نقد آزاد
۰/۳۰۰۰	-۱/۰۳۶۴	-۰/۱۷۱۳	۰/۰۰۰۰	۶/۹۷۶۲	۰/۲۵۳۹	وجه نقد نگهداری شده
۰/۰۰۱۸	۳/۱۲۸۲	۰/۱۷۲۵	۰/۰۰۹۵	۲/۵۹۵۰	۰/۰۲۸۰	دارایی‌های مشهود
۰/۸۰۲۵	۰/۲۵۰۰	۰/۰۱۴۷	۰/۷۴۸۵	۰/۳۲۰۵	۰/۰۰۳۷	اهرم مالی
۰/۱۳۰۷	۱/۵۱۱۴	۰/۲۰۲۱	۰/۱۷۵۴	۱/۳۵۴۹	۰/۰۲۶۳	بازده دارایی‌ها
۰/۸۷۸۷	-۰/۱۵۲۵	-۰/۰۰۴۰	۰/۸۸۴۰	-۰/۱۴۵۸	-۰/۰۰۰۸	زیان شرکت
۰/۰۰۰۰	-۵/۲۳۶۸	-۰/۰۷۵۸	۰/۴۱۹۷	۰/۸۰۶۹	۰/۰۰۳۲	اندازه دارایی‌ها
۰/۰۰۰۰	۲۴/۷۸۸۴	۲/۲۱۰۳	۰/۹۸۴۳	-۰/۰۱۹۶	-۰/۰۰۰۳	جزء ثابت
۱۵/۴۰۸۸			۱۹/۸۶۶۶			آماره والد
۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			احتمال آماره والد
۱۰۰/۳۳۰۲			۵۶۲/۱۵۵۶			آماره لگاریتم درست‌نمایی
-۰/۴۷۶۸			-۰/۲۶۸۱			شبه R2

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با استفاده از رگرسیون توییت، بر اساس مدل ۱، فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، با توجه به اینکه سطح خطا بیشتر از ۵ درصد و آماره Z برای سرمایه‌گذاری در سهام بانکی برابر با $-1/5113$ و این مقدار برای درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی $-0/7105$ است، رد شده است. با توجه به نتایج می‌توان بدلیل صفر بودن احتمال آزمون والد به معنی داری کلی رگرسیون پی برد، همچنین از آماره لگاریتم درست‌نمایی به عنوان معیار نیکویی برازش مدل استفاده شده است، که مقدار آن $562/1556$

است و هرچقدر قدر مطلق آن بزرگتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. شبه R2 که با استفاده از نرم افزار استاتا بدست آمده است، مقدار ۰/۲۶۸۱- را نشان می‌دهد و حاکی از قدرت توضیحی مدل است. همچنین، نتایج مدل نشان می‌دهد که وجه نقد نگهداری شده و دارایی‌های مشهود ارتباطی مثبت با ناکارآمدی سرمایه‌گذاری و معکوس با کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

بر اساس مدل ۲، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت منجر به افزایش کیفیت افشا می‌شود، با توجه به اینکه سطح خطا بیشتر از ۵ درصد و آماره Z برای سرمایه‌گذاری در سهام بانکی برابر با ۱/۴۳۳۶ و این مقدار برای درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی ۰/۹۷۱۰ است، رد شده است. در مدل ۲ احتمال آزمون والد صفر است که نشان دهنده معنی‌داری کلی رگرسیون است، همچنین از آماره لگاریتم درستمایی به عنوان معیار نیکویی برازش مدل استفاده شده است، که مقدار آن ۱۰۰/۳۳۰۲ است و حاکی از مناسب بودن مدل است. شبه R2 که با استفاده از نرم افزار استاتا بدست آمده است، مقدار ۰/۴۷۶۸- را نشان می‌دهد و حاکی از قدرت توضیحی مدل است. متغیر دارایی‌های مشهود ارتباط مثبت و متغیر اندازه دارایی‌ها ارتباط منفی و معناداری با کیفیت افشا دارند.

۷- آزمون‌های تکمیلی

سرمایه‌گذاری در سهام بانکی، مالکیت غیر دولتی و کارایی سرمایه‌گذاری

لین و همکاران (۲۰۱۷) معتقد است که شرکت‌های دارای مالکیت منفرد تمایل دارند مدل متنوعی از مالکیت را در روند توسعه و بهره‌برداری اتخاذ کنند، که وسیله مستقیم بهبود کارایی سرمایه‌گذاری است.

کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های خصوصی بالاتر از شرکت‌های دولتی است، زیرا مشکل نمایندگی شرکت‌های اولیه کمتر از شرکت‌های دولتی است؛ بعلاوه، شرکت‌های خصوصی نسبت به شرکت‌های دولتی با کارایی بیشتری در هزینه‌های تحقیق و توسعه و سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری می‌کنند (کیم و کان، ۲۰۱۵).

مطالعات قبلی نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد معامله عمومی از چند جنبه از جمله ساختار مالکیت، و سازوکار حکمرانی با شرکت‌های خصوصی متفاوت هستند (بتی و هریس، ۱۹۹۸؛ بال و شیواکومار، ۲۰۰۵؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱).

در شرکت‌های دولتی، مالکیت و کنترل باید از هم جدا شود زیرا سرمایه‌گذاران خارجی، که علاقه‌ای به مدیریت شرکت‌ها ندارند، اکثریت سهام شرکت را در اختیار دارند؛ در این حالت، یک مشکل نمایندگی می‌تواند به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد شود (جنسن و مک‌کلینگ، ۱۹۷۶). برعکس، شرکت‌های خصوصی به احتمال زیاد مشکل نمایندگی را حل می‌کنند، زیرا سرمایه‌گذاران عمده، که اغلب شرکت‌های خود را مدیریت می‌کنند، به اطلاعات داخلی شرکت دسترسی دارند (بتی و هریس، ۱۹۹۸؛ بال و شیواکومار، ۲۰۰۵؛ بورگستالر^۵ و همکاران، ۲۰۰۶؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱). بعلاوه، شرکت‌های خصوصی دارای مالکیت بسیار متمرکز هستند، در حالی که گردش سهام پایین‌تر در مقایسه با شرکت‌های دولتی منجر به نظارت بالاتر بر مدیریت ارشد توسط صاحبان می‌شود (بال و شیواکومار، ۲۰۰۵؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱). این متون همچنین شواهدی را ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ چنگ^۶ و همکاران، ۲۰۱۳).

چنگ و همکاران (۲۰۱۳) استدلال می‌کنند که خطر اخلاقی می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاری بیش از حد به مدیران را برای به حداکثر رساندن منافع خود فراهم کند (جنسن^۷، ۱۹۸۶؛ استین، ۲۰۰۳). در صورت موفقیت، ممکن است بیش از حد درآمد را سرمایه‌گذاری کنند (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ چنگ و همکاران، ۲۰۱۳). این مطالعات نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد شود و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری کاهش یابد.

همچنین مالکیت همگن بین بانک‌ها و شرکت‌های دولتی، و تضمین‌های ضمنی دولت در رابطه با بازپرداخت‌ها، شرکت‌های دولتی را در دریافت وام‌های بانکی در اولویت قرار داده است (مگینسون^۸ و همکاران، ۲۰۱۴). این رفتار، انگیزه شرکت‌های دولتی برای سرمایه‌گذاری در سهام بانکی به منظور دسترسی به بازار سرمایه را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، دولت‌ها به مداخله کردن در تصمیمات سرمایه‌گذاری اتخاذ شده توسط شرکت‌های

¹. Kim & Kwon

². Beatty & Harris

³. Ball & Shivakumar

⁴. Jensen & Meckling

⁵. Burgstahler

⁶. Cheng

⁷. Jensen

⁸. Megginson

دولتی برای برنامه‌های اجتماعی و سیاسی، که ممکن است باعث سرمایه‌گذاری بیش از حد شود، دارای انگیزه هستند. در مقابل، شرکت‌های غیر دولتی (خصوصی) از تبعیض بانکی رنج می‌برند و اغلب با محدودیت‌های مالی شدید روبرو هستند. بنابراین، آن‌ها تمایل بیشتری برای شروع ارتباطات بانکی از خود نشان می‌دهند. در نتیجه، انتظار می‌رود که سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در سازمان‌های غیر دولتی ارزش بیشتری داشته باشد (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰). در این بخش اثر سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت‌های غیردولتی و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد.

جدول ۱۱ - آزمون تکمیلی

مدل ۴			مدل ۳			متغیر
معناداری	آماره Z	ضریب	معناداری	آماره Z	ضریب	
—	—	—	۰/۰۰۰۵	-۳/۴۵۶۸	-۰/۰۱۷۳	سرمایه‌گذاری در سهام بانکی (BANK)
۰/۰۰۰۴	-۳/۵۳۳۵	-۰/۰۱۶۳	۰/۰۰۰۱	-۳/۹۰۸۰	-۰/۰۲۱۲	مالکیت غیر دولتی (NONSTATE)
—	—	—	۰/۰۳۷۶	۲/۰۷۹۴	۰/۰۱۶۵	BANK* NONSTATE
۰/۰۰۹۹	-۲/۵۸۰۱	-۰/۰۱۶۴	—	—	—	درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی (BANKR)
۰/۲۸۱۹	۱/۰۷۶۱	۰/۰۱۰۹	—	—	—	BANKR* NONSTATE
۰/۴۲۵۴	-۰/۷۹۷۱	-۰/۰۵۴۶	۰/۲۹۹۹	-۱/۰۳۶۵	-۰/۰۶۹۲	هزینه‌های مالی
۰/۳۵۴۹	-۰/۹۲۵۲	-۰/۰۱۹۳	۰/۸۵۳۶	-۰/۱۸۴۵	-۰/۰۰۳۸	جریان‌های نقد آزاد
۰/۰۰۰۰	۶/۹۳۲۱	۰/۲۵۹۴	۰/۰۰۰۰	۶/۶۱۶۳	۰/۲۴۲۴	وجه نقد نگهداری شده
۰/۰۸۷۳	۱/۷۰۹۶	۰/۰۱۸۷	۰/۰۵۵۴	۱/۹۱۵۳	۰/۰۱۹۸	دارایی‌های مشهود
۰/۶۰۵۹	-۰/۵۱۵۸	-۰/۰۰۶۰	۰/۹۸۴۷	-۰/۰۱۹۱	-۰/۰۰۰۲	اهرم مالی
۰/۳۱۰۰	۱/۰۱۵۲	۰/۰۱۹۸	۰/۲۸۳۲	۱/۰۷۳۲	۰/۰۲۰۰	بازده دارایی‌ها
۰/۹۳۱۲	-۰/۰۸۶۳	-۰/۰۰۰۴	۰/۸۰۴۹	۰/۲۴۶۹	۰/۰۰۱۲	زیان شرکت
۰/۷۳۵۶	-۰/۳۳۷۶	-۰/۰۰۰۹	۰/۶۲۱۹	-۰/۴۹۳۲	-۰/۰۰۱۴	اندازه دارایی‌ها
۰/۱۰۳۳	۱/۶۲۹۱	۰/۰۳۴۲	۰/۰۷۷۰	۱/۷۶۸۶	۰/۰۳۷۵	جزء ثابت
۲۰/۲۲۹۶			۲۰/۴۶۰۰			آماره والد
۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			احتمال آماره والد
۵۸۵/۷۸۲۴			۶۰۱/۶۰۴۴			آماره لگاریتم درست‌نمایی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بر اساس مدل ۳، مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت‌های غیردولتی منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، برخلاف پژوهش‌های قبلی از جمله ونگ و همکاران (۲۰۲۰) با سطح خطای کمتر از ۵ درصد رابطه مثبت و معنادار با ناکارآمدی سرمایه‌گذاری و در نتیجه رابطه معکوس با کارایی سرمایه‌گذاری دارد. همچنین بر اساس مدل ۴ برخلاف پژوهش‌های قبلی از جمله ونگ و همکاران (۲۰۲۰) که بیان داشتند درصد سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت‌های غیردولتی منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، تأیید نشده است. با توجه به نتایج می‌توان بدلیل صفر بودن احتمال آزمون والد به معنی‌داری کلی رگرسیون پی برد، همچنین از آماره لگاریتم درست‌نمایی به عنوان معیار نیکویی برازش مدل استفاده شده است که هرچقدر قدر مطلق آن بزرگتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. شبه R^2 برای مدل ۳ و ۴ که با استفاده از نرم افزار استاتا بدست آمده است، به ترتیب مقدار $-۰/۲۸۳۴$ و $-۰/۲۷۵۵$ را نشان می‌دهد که حاکی از قدرت توضیحی مدل است. متغیر وجه نقد نگهداری شده ارتباط مثبت و معنادار با ناکارآمدی سرمایه‌گذاری، بدان معنا که ارتباطی معکوس با کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

۸ - بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، اثر سرمایه‌گذاری در سهام بانکی بر کیفیت افشا و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، برخلاف پژوهش‌های قبلی از جمله ونگ و همکاران (۲۰۲۰)، رد شده است. بانک‌ها قلب سیستم مالی هستند و نقش مهمی در متنوع‌سازی ریسک، فرآیند تجهیز پس اندازها و شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. بانک‌ها اصلی‌ترین تأمین‌کننده منابع مورد نیاز بخش‌های اقتصادی محسوب می‌شوند و طبیعی است که رشد هر یک از فعالیت‌های اقتصادی از پویایی‌های سیستم بانکی تأثیر می‌پذیرد (هانگ سون^۱، ۲۰۱۵). ارتباطات بانک - شرکت در تأمین شرایط نظارت بر شرکت‌های بوری و تسهیل جریان سرمایه بین شرکت‌ها و بازارهای مالی اثر بخش است (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ کنگ و همکاران، ۲۰۰۰؛ نینی و همکاران، ۲۰۱۲؛ واشیشتا، ۲۰۱۴). شاید بتوان دلیل رد فرضیه اول را این گونه بیان کرد که در ایران بدلیل تخصص پایین مدیران از ارتباط با بانک‌ها استفاده بهینه انجام نمی‌گیرد تا از این طریق ناکارآمدی سرمایه‌گذاری که می‌تواند در نتیجه سرمایه‌گذاری بیش از حد توسط مدیران در طرح‌ها و یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد در طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت شود، را کاهش دهد و همچنین می‌تواند ناشی از قصور بانک برای دسترسی بهتر سهامداران خود به منابع بیشتر باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم بیانگر عدم وجود ارتباط معناداری بین سرمایه‌گذاری در سهام بانکی در ساختار سرمایه‌گذاری شرکت و افزایش کیفیت افشا است. بر اساس قانون بانکداری، سهامداران اصلی بانک موظفند گزارش‌های مالی و سایر اسناد لازم مورد نیاز سازمان بورس را ارائه دهند و هرگونه اقداماتی را که استانداردهای مالی ضروری می‌داند، انجام دهند (آکاگامی و همکاران، ۲۰۱۸). گزارشگری شفاف مالی و نظارت شدید از سوی سازمان‌های نظارتی می‌تواند حاکمیت شرکت‌ها را تقویت کند (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰). نتایج فرضیه دوم با مبانی بیان شده ناسازگار و با وجود نظارت بیشتر، سرمایه‌گذاری در سهام بانکی تأثیر معناداری بر کیفیت افشا نداشته است. نتایج این فرض سازگار با نتایج نگاتا و نگوین (۲۰۱۷) که نشان دادند سرمایه‌گذارانی که روابط تجاری نزدیکی دارند و به اطلاعات خصوصی شرکت‌ها دسترسی دارند، جریان اطلاعات را به سرمایه‌گذاران دیگر محدود می‌کنند. در نتیجه دلیل رد فرضیه دوم می‌تواند: ۱) به دلیل دسترسی بیشتر سرمایه‌گذاران در سهام بانکی به اطلاعات خصوصی بانک‌ها باشد، که جریان اطلاعات را به سرمایه‌گذاران دیگر مسدود کرده‌اند، تا خود به تنهایی منتفع از این ارتباط باشند و ۲) نظارت کافی بر ارتباط بانک - شرکت وجود ندارد.

در پژوهش حاضر به دلیل موضوع، تعداد شرکت‌های نمونه در مقایسه با کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار محدود بوده و لذا در تعمیم نتایج بایستی جانب احتیاط رعایت شود، گرچه تلاش شد با توسعه دوره زمانی بخشی از این نقیصه برطرف گردد.

"هیچ‌گونه تعارض منافع توسط نویسندگان بیان نشده است."

فهرست منابع

- افلاطونی، عباس، (۱۳۹۶)، "اقتصاد سنجی در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم افزار EViews"، چاپ اول ۱۳۹۷، تهران، انتشارات ترمه.
- الهائی سحر، مهدی و هدی اسکندر، (۱۳۹۶)، "اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر انواع عدم کارایی سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۵، ۹۵-۱۲۰.
- بادآور نهندی، یونس و وحید تقی زاده خانقاه، (۱۳۹۲)، "بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲، ۱۹-۴۲.
- بخردی نسب، وحید و فاطمه مردانی، (۱۴۰۰)، "تأثیر ویژگی‌های کیفی گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه متکی به تسهیلات دریافتی بانکی: با نگاه به شرکت‌های دارای کم سرمایه‌گذاری و ناقرینگی اطلاعاتی"، پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، دوره ۲، شماره ۲، ۱۶۷-۲۰۳.
- خادمی، مهدی، هاشم ولی‌پور و جواد مرادی، (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر کیفیت افشا بر رابطه بین وجه نقد آزاد و ارزش شرکت"، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۲، شماره ۲، ۸۷-۹۸.
- خوشکار، فرزین، محمد رضا صفری خواه و سجاد رنجبری شره جینی، (۱۳۹۹)، "تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه کیفیت اطلاعات مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۳۳، ۱۶۲-۱۷۵.
- دهقان، فاطمه، امید پور حیدری و احمد خدامیپور، (۱۴۰۱)، "تأثیر کیفیت پیش‌بینی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن نقش ساختار مالکیت"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۴، شماره ۱، ۵۱-۷۵.

¹. Hong Son

- رحمانی، علی، اعظم ولی زاده لاریجانی و راحله میرزایی بیرامی، (۱۳۹۹)، "استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی (IFRS) و کیفیت گزارشگری مالی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۱۲، شماره ۴، ۷۸-۵۹.
- رشیدی باغی، محسن، (۱۳۹۸)، "اثر تعاملی کیفیت افشا در قیمت‌گذاری کیفیت محیط اطلاعاتی حسابداری"، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۱۰، شماره ۴، ۱۲۰-۱۰۵.
- کاشانی‌پور، محمد و منصور محمدی، (۱۳۹۶)، "بررسی رابطه بین بیش اطمینانی مدیران با نگهداشت وجه نقد و حساسیت جریان نقدی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۹، شماره ۳، ۱۷-۳۳.
- کردستانی، غلامرضا، نقی بهرامفر و علی امیری، (۱۳۹۸)، "تأثیر کیفیت افشا بر عدم تقارن اطلاعاتی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۴۲، ۱۵۹-۱۷۸.
- کمالیان، امین رضا، فرح‌دخت عبادی و بی بی اذر حیدری خورمیزی، (۱۳۹۴)، "تأثیر متغیرهای مالی و غیر مالی بر کیفیت افشا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، چشم انداز مدیریت مالی، دوره ۵، شماره ۱۰، ۴۷-۶۸.
- مجتهد زاده، ویدا، (۱۳۹۰)، "رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۱۰، ۴-۲۱.
- مدرس، احمد و رضا حصار زاده، (۱۳۸۷)، "کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۱، شماره ۲، ۸۵-۱۱۶.
- Akagami, H, Ishii, W, Sohikawa, H, (2018), "The Banking Regulation Review: Japan", The Law Reviews, United Kindom, Editor: Jan Putnis, 574 Pages, ISBN: 978-1-80449-165-2.
- Amoah, B, (2022), "Does Efficiency Influence Firm Investment Size? Evidence from Ghana", Heliyon, 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e10281>.
- Bae, K.-H., Kang, J.-K., Kim, J.-M, (2002), "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups", J Finance, 57, 2695-2740. doi: 10.1111/ 1540-6261.00510.
- Ball, R., and L. Shivakumar, (2005), "Earnings Quality in U.K. Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness", Journal of Accounting and Economics, 39(1), 83-128.
- Beatty, A, and D. Harris, (1998), "The Effects of Taxes, Agency Costs and Information Asymmetry on Earnings Management: A Comparison of Public and Private Firms", Reviews of Accounting Studies, 3, 299-326.
- Biddle, G.C., Hilary, G., Verdi, R.S, (2009), "How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", Journal of Accounting and Economics, 48, 112-131. doi: 10.1016/j.jacceco. 20 09.09.0 01.
- Burgstahler, D.C., L. Hail, C. Leuz, (2006), "The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms", The Accounting Review, 81(5), 983-1016.
- Chen, F., O. Hope, Q. Li, and X. Wang, (2011a), "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets", The Accounting Review, 86 (4): 1255-88. doi: 10.2308/accr-10040.
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., Wu, D, (2011), "Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence from China", Journal of Corporate Finance, 17, 259-271.
- Cheng, M., D. Dhaliwal, and Y. Zhang, (2013), "Does Investment Efficiency Improve after the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control Over Financial Reporting?", Journal of Accounting and Economics, 56, 1-18.
- Clark, C. E, (2016), "Corporate and Information Disclosure: The Definitional Landscape", Public Relations Review, 42: 229-31.
- Cui, W, Cuong, K, Shimizu, K, (2020), "Cash Policy and the Bank-Firm Relationship", Economic Modelling, 91 (2020) 804-818.
- Delgado-Domonkos, L, Zeng, A-M, (2023), "Reporting Quality, Stock Market Integration, and Investment Efficiency in Latin America", Borsa _Istanbul Review, 1 - 25. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.01.012>.
- Ekanayake, S, (2004), "Agency Theory, National Culture and Management Control System", Journal of American Academy of Business, 49-54.
- Faccio, M, Lang, L.H.P., Young, L, (2003), "Debt and Expropriation", Purdue University.

- Garcia Lara, J. M, Osma, B. G. and F. Penalva, (2011), "Conditional Conservatism and Firm Investment Efficiency", *Review of Accounting Studies*. Forthcoming.
- Ghouma, Hatem, Ben-Nasr, H, Yan, R, (2018), "Corporate Governance and Cost of Debt Financing: Empirical Evidence From Canada", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67: 138–48.
- Gomariz, M. F. C, Ballesta, J. P. S, (2013), "Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency", *Journal of Banking & Finance*, 494-506.
- Gong, C. M, Gong, P, Jiang, M, (2023), "Corporate Financialization and Investment Efficiency: Evidence from China", *Pacific- Basin Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102045>.
- Guevara, J. F, Maudos, J, Salvador, C, (2021), "Firms' Investment, Indebtedness and Financial Constraints: Size Does Matter", *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102240>.
- Guizani, M, Ajmi, A.N, (2022), "Islamic Banking and Corporate Investment Efficiency: Empirical Evidence From Malaysia", *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 71 No. 5, pp. 1854-1871. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2020-0331>.
- Habbash, Murya, Hussainey, K, Awad, A. E, (2016), "The Determinants of Voluntary Disclosure in Saudi Arabia: An Empirical Study", *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 12: 213–36.
- He, Ying, Cindy Chen, C, Hu, Y, (2019), "Managerial Overconfidence, Internal Financing, and Investment Efficiency: Evidence From China", *Research in International Business and Finance*, 47: 501–10.
- Hoitash, Rani, Markelevich, Ariel J and Barragato, Charles A, (2007), "Auditor Fees and Audit Quality", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22, No. 8, 2007.
- Hong Son, N, (2015), "Impact of Ownership Structure and Bank Performance – An Empirical Test in Vietnamese Banks", *International Journal of Financial Research*, Vol. 6, No. 4. pp.123-133.
- Jensen M.C, Meckling, W.H, (1976), "Theory of the Firms: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3, No.4, 305-360.
- Jensen, M, (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jiang, G., Lee, C.M.C., Yue, H, (2010a), "Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience", *J. Financ*, 98, 1–20. doi: 10.1016/j.jfineco.2010.05.002.
- Jiang, W., Li, K., Shao, P, (2010b), "When Shareholders are Creditors: Effects of the Simultaneous Holding of Equity and Debt by Non-Commercial Banking Institutions", *Rev. Financ*, 23, 3595–3637. doi: 10.1093/rfs/hhq056.
- Kang, J.-K., Shivdasani, A, (1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan", *J. Financ*, 38, 29–58. doi: 10.1016/ 0304- 405X (94)00807- D.
- Kang, J.-K., Shivdasani, A., Yamada, T, (2000), "The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover Bids", *J. Finance*, 55, 2197–2218. doi: 10.1111/0 022-1082.0 0284.
- Kim, K, Kwon, O, (2015), "The Investment Efficiency of Private and Public Firms: Evidence From Korea", *The Journal of Applied Business Research*, 1387- 1402.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E, (2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. doi: 10.1016/j.jacceco.2004.11.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R, (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *J. Financ*, 58, 3–27. doi: 10.1016/ S0304-405X (0 0)0 0 065-9.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Zamarripa, G, (2003), "Related Lending", *Q. J. Econ*, 118, 231–268. doi: 10.1162/00335530360535199.
- Lehn, K., Poulsen, A, (1989), "Free Cash Flow and Stockholders Gains in Going Private Transaction", *Journal of Practice and Theory*, Vol 22, No 1.
- Lin, J. J, Yeh, Y-H, (2020), "Internal Capital Markets, Ownership Structure, and Investment Efficiency", *Pacific- Basin Finance Journal*, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101284>.

Lin, T-J, Chen, Y-P, Fangtsai, H, (2017), "The Relationship Among Information Asymmetry, Dividend Policy and Ownership Structure", *Finance Research Letters*, 2017(20): 1- 12.

Lin, X., Zhang, Y., Zhu, N, (2009), "Does Bank Ownership Increase Firm Value? Evidence From China", *J. Int. Money Finance*, 28, 720–737. doi: 10.1016/j.jimonfin.2008.12. 015.

Lou, Y, Zhou, W, Ma, Y, (2023), "The Impact of Involvement in Targeted Poverty Alleviation on Corporate Investment Efficiency", *Economic Analysis and Policy*, 418-434.

Lu, Z., Zhu, J., Zhang, W, (2012), "Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China", *J. Bank. Financ*, 36, 341–354. doi: 10.1016/j.jbankfin.2011.07.012.

Luo, W., Zhang, Y., Zhu, N, (2011), "Bank Ownership and Executive Perquisites: New Evidence from an Emerging Market", *J. Corp. Finance*, 17, 352–370. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2010.09.010.

Mahrt-Smith, J, (2006), "Should Banks Own Equity Stakes in their Borrowers? A Contractual Solution to Hold-up Problems", *J. Bank. Financ*, 30, 2911–2929. doi: 10. 1016/j.jbankfin.20 05.12.0 03.

Megginson, W.L., Ullah, B., Wei, Z, (2014), "State Ownership, Soft-Budget Constraints, and Cash Holdings: Evidence from China's Privatized Firms", *J. Bank. Financ*, 48, 276–291. doi: 10.1016/j.jbankfin.2014.06.011.

Myers, S. C., & Majluf, N. S, (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. doi: 10.1016/0304-405X(84)90023-0.

Nagata, K, Nguyen, P, (2017), "Ownership Structure and Disclosure Quality: Evidence from Management Forecasts Revisions in Japan", *Journal of Accounting and Public Policy*, 1-17. <https://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2017.09.003>.

Nini, G., Smith, D.C., Sufi, A, (2012), "Creditor Control Rights, Corporate governance, and Firm Value", *Rev. Financ, Stud*, 25, 1713–1761. doi: 10.1093/rfs/hhs007.

Park, S, (2000), "Effects of the Affiliation of Banking and Commerce on the Firm's Investment and the Bank's Risk", *Journal of Banking & Finance*, 1629-1650. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00099-0](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00099-0).

Richardson, S, (2006), "Over-Investment of Free Cash Flow", *Rev. Account, Stud*, 11, 159–189. doi: 10.1007/s11142- 006- 9012- 1.

Stein, J. C, (2003), "Agency, Information and Corporate Investment", *Handbook of the Economics of Finance*, 1(1), 111-165.

Vashishtha, R, (2014), "The Role of Bank Monitoring in Borrowers Discretionary Disclosure: Evidence from Covenant Violations", *J. Account. Econ*, 57, 176–195. doi: 10. 1016/j.jacceco.2014.04.002.

Wang, H, Luo, T, Tian, G. G, Yan, H, (2020), "How Does Bank Ownership Affect Firm Investment?", *Journal of Banking & Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105741>.

Wang, J, Wang, H, Wang, D, (2021), "Equity Concentration and Investment Efficiency of Energy Companies in China: Evidence Based on the Shock of Deregulation of QFIIs", *Energy Economics*, 93: 105032.

Yi, E, (2023), "Corporate Governance, Information Disclosure and Investment - Cash Flow Sensitivity", *Finance Research Letters*, 55, 103942. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103942>.

Zhang, L, (2020), "A Study of the Impact of Information Disclosure Quality on the Efficiency of Corporate Investment—Based on Civil Engineering Listed Companies", *Chinese Geosynthetics Conference & International Symposium on Civil Engineering and Geosynthetics (ISCEG 2020)*. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202019803032>.

The Effect of Investment in Banking Stocks on Disclosure Quality and Investment Efficiency in Listed Companies at Tehran Stock Exchange

Fatemeh Papi¹, Masoud Taherinia²

Abstract

The companies that invest in bank stocks can have more financing and more efficient investment by preparing and presenting quality financial statements. Therefore, the purpose of this article is to study the effect of investing in banking stocks on the quality of disclosure and investment efficiency in companies listed at TSE. For this purpose, the data related to the companies listed at TSE for the period of 1385 to 1400 have been extracted and the Tobit regression model has been used to test the research hypotheses. The results of the research show that the companies that have used investment in bank shares in their investment structure have not significantly affected the quality of disclosure and the efficiency of their investment. Also, the results of the supplementary test that investing in bank stocks in the investment structure of non-governmental companies leads to the improvement of investment efficiency, due to the positive and significant effect with investment inefficiency and as a result of the relationship the inverse of investment efficiency has not been confirmed. Based on the results of the research, it can be stated that despite the fact that the companies investing in bank shares, due to the ownership right in banks, by providing financial statements with quality, the probability of access and financing is easier than the rest of the companies. have, but the increase in disclosure quality and investment efficiency was not observed. Therefore, investigating the causes of its non-fulfillment and identifying the effective factors require other researches.

Keywords: Investment in Bank Stocks, Disclosure Quality, Investment Efficiency.

¹ Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Lorestan University, Khorramabad, Iran. Fatemehpapi352@gmail.com.

² Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Lorestan University, Khorramabad, Iran (Corresponding author). Taherinia.m@lu.ac.ir