

## بررسی عملکرد شرکت‌های بورسی متعلق به نظام بانکی در ایران: رویکرد توسعه‌ای

توحید فیروزان سرنقی

محمد رضا منجذب

لیلا خسروی

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۶/۱۶

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱/۱۵

### چکیده

توجه به توسعه منطقه‌ای و محرومیت‌زدایی از اولویت‌های توسعه بوده و در برنامه‌های مختلف توسعه اقتصادی کشور بدان تأکید شده است. از نمودهای بارز این نوع از توسعه ایجاد و شکل‌گیری شرکت‌ها و کارخانجات صنعتی در مناطق مختلف کشور است. از این نظر ارزیابی تجربه شرکت‌داری بانک‌ها و مشارکت بانک‌ها در سهام شرکت‌ها می‌تواند سودمند باشد و تحت شرایطی برای برخی مناطق کشور و با نگاه توسعه‌ای می‌توان آن را به کار بست. مقاله حاضر بر این مبنای بررسی ساختار سهامداران و نقش بانک‌ها در شرکت‌های مشخصی از جمله سپمان، داروسازی و صنایع شیمیایی می‌پردازد و با توجه به صنایع مختلف و برخی تجربه‌ها پیشنهاداتی را ارائه می‌دهد. هدف از این مطالعه بررسی اثر سهامداری بانک‌ها بر عملکرد بنگاه‌های اقتصادی بوده و مطالعه بر پایه تحلیل‌های اقتصادسنجی داده‌های پانلی و مدل‌های مختلف و با استفاده از داده‌های ۲۶ شرکت تولیدی بورسی و در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ انجام گرفته است. طبق نتایج، حضور بانک‌ها در شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها داشته و البته اندازه و میزان این تأثیرگذاری در صنایع مختلف و با توجه به نوع بانک متفاوت است.

کلیدواژه: ساختار مالکیت، سهامداری بانک، عملکرد شرکت، شرکت‌های بورسی، نظام بانکی  
طبقه‌بندی: G21, G23, G24, G34, G3:JEL

\*استادیار، گروه بانک، بیمه و گمرک، دانشکده مدیریت دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

Email: t.firoozan@khu.ac.ir و شماره تلفن همراه: ۰۹۳۵۲۵۲۰۴۹۱

\*\*دانشیار دانشکده اقتصاد دانشگاه خوارزمی

\*\*دانش آموخته کارشناسی ارشد دانشکده اقتصاد دانشگاه خوارزمی

## مقدمه

حضور بانک‌ها به‌عنوان سهامداران بزرگ شرکت‌ها و مدیریت آن‌ها، بر استراتژی‌ها و عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و گاه سازنده و گاه مخرب است و به همین دلیل در برخی از اقتصادها نظیر آمریکا و انگلستان محدود شده و در برخی نظیر آلمان و ژاپن با محدودیت کمتری مواجه است. شواهد زیادی وجود دارد که در بسیاری از کشورها، بانک‌ها از طریق مالکیت مستقیم سهام شرکت و استخدام مدیران، کنترل و نظارت خود را بر شرکت‌ها که بدهکار بانک نیز محسوب می‌شوند، توسعه می‌دهند و بدین طریق می‌توانند بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر بگذارند. در بیان چرایی این امر طبق نظریه عاملیت (نظریه نمایندگی) و از دید جنسن و مک‌لینگ<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) دو نوع اصلی هزینه‌های نمایندگی طرح‌شده است. الف) تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان که مرتبط با بدهی است و ب) تضاد بین مدیریت و سهامداران که مرتبط با سهام است. دلیل اصلی شکل‌گیری تضاد بین سهامداران و اعتباردهندگان این است که در صورت موفقیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری بخش کلانی از سودهای تحصیل‌شده را سهامداران تصاحب کنند. باوجوداین اگر طرح سرمایه‌گذاری به شکست بیانجامد، به سبب مسئولیت محدود سهامداران، این امکان وجود دارد که اعتباردهندگان حتی اصل طلب خود را وصول نکنند. از این‌رو اعتباردهندگان هزینه‌های تأمین مالی بالاتری را به شرکت تحمیل می‌کنند که بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد (خدادادی و ویسی، ۱۳۹۴) و در تضاد بین مدیریت و سهامداران، مدیران می‌توانند به ضرر سهامداران منافع خود را افزایش دهند. از این‌رو، استفاده بیشتر از بدهی و تأمین مالی از طریق وام و بانک‌ها هزینه‌های نمایندگی را برای سهامداران کاهش داده و البته این هزینه‌ها را متوجه اعتباردهندگان که عموماً بانک‌ها هستند می‌کند. بر همین اساس اعتباردهندگان نیز تلاش می‌کنند تا با تصاحب بنگاه‌ها و شرکت‌ها و به اصطلاح بنگاه‌داری، هزینه‌های نمایندگی را برای خود کاهش دهند. روشن است زمانی که سهامداران و مدیران شرکت‌ها بیشتر به دنبال انتقال این هزینه‌ها به اعتباردهندگان باشند اعتباردهندگان نیز بیشتر به سمت تملک و

1. Jensen, M. & Meckling, W.

حاکمیت بنگاه‌ها حرکت می‌کنند. در همین زمینه بانکداری اسلامی که بر مبنای مشارکت در سود و زیان عمل می‌کند زمینه را برای بانک‌های اسلامی جهت شرکت در بنگاه‌ها از طریق تأمین مالی فراهم می‌کند. در قوانین بانکداری کشور این مهم از طریق قراردادهای مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی و سرمایه‌گذاری مستقیم بانک‌ها رخ می‌دهد (قانون عملیات بانکی بدون ربا، ۱۳۶۲).

### طرح مسئله

حضور بانک در میان سهام‌داران و اندازه این حضور بر ساختار مالکیت شرکت تأثیر می‌گذارد. در این خصوص عده‌ای از محققین ساختار مالکیت را برونزا و عده‌ای دیگر آنرا درونزا فرض کرده‌اند. ساختار مالکیت هنگامی برونزا است که به‌عنوان یک عامل مهم در تعیین عملکرد شرکت در نظر گرفته شود و هنگامی درونزا است که توسط برخی از ویژگی‌های شرکت از جمله عملکرد آن تعیین گردد (Myeong, 1998).

از طرفی ضرورت برنامه‌ریزی برای توسعه و تأمین منابع لازم برای بخش خصوصی در ایران باعث شده است تا در سال‌های اخیر فشار بر بانک‌ها برای خروج از بنگاهداری بیشتر شود. این مطالعه بر این مبنا عملکرد شرکت‌های بورسی متعلق به بانک‌ها را بررسی می‌کند و در این خصوص به دنبال پاسخ به این پرسش اساسی است که اگر بنگاهداری بانک‌ها تأثیر مثبتی بر شرکت‌ها دارد در حوزه‌ها و مناطق خاصی از کشور و تحت شرایطی این نوع از بنگاهداری، به دلیل اولویت‌های برنامه‌ای می‌تواند کارساز باشد.

در ایران، طبق ماده ۳۴ قانون پولی و بانکی (۱۳۵۱) بانک‌ها مجاز به خرید سهام و مشارکت در سرمایه یک یا چند شرکت می‌باشند. همچنین طبق ماده ۲۳ قانون عملیات بانکی بدون ربا (مصوب ۱۳۶۲) بانک‌ها می‌توانند از طریق مشارکت حقوقی به تأمین بخشی از سرمایه شرکت‌های سهامی جدید و یا خرید قسمتی از سهام شرکت‌های سهامی موجود بپردازند. در ماده هشت این قانون هم به بانک‌ها این اجازه را می‌دهد که بخشی از منابع خود را مستقیماً و البته بعد از تصویب مجلس در طرح‌های تولیدی و عمرانی سرمایه‌گذاری کنند.

ملاحظه می‌شود اجرای قانون عملیات بانکی بدون ربا و تبعات آن خودبه‌خود بانک‌ها را در مسیر بنگاهداری و تملک سهام شرکت‌های مختلف قرار می‌دهد و این البته از

ضرورت‌های اجرای درست قانون عملیات بانکی بدون ربا است. لیکن در کنار آن، یکی از راهکارهای تسویه بدهی دولت به بانک‌ها به‌ویژه بانک‌های مشمول خصوصی‌سازی، ایجاد شرکت سرمایه‌گذاری و واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بانک‌ها به نسبت مطالبات آن‌ها بوده است.

از طرفی به دلیل وجود مطالبات معوق و عدم بازپرداخت بخشی از تسهیلات اعطایی بانک‌ها توان اعتباردهی بانک‌ها بیشتر کاهش یافته و در این جهت نیز وصول مطالبات بانک‌ها از طریق تملیک برخی از دارایی‌های بدهکاران بانکی نیز عامل دیگری در افزایش مالکیت یا بنگاهداری بانک‌ها بوده است.

عوامل دیگری نیز وجود دارد که با توجه به ماهیت اقتصاد ایران موجب افزایش مالکیت (بنگاه‌داری) بانک‌ها و حرکت بانک‌ها به سمت بنگاهداری شده است از جمله این عوامل شتاب تورم و نگاه دستوری به بانک‌ها و نرخ سود، تحریم‌های اقتصادی، رکود اقتصادی و بلوکه شدن منابع بانکی و تلاش بانک‌ها برای مدیریت ریسک و تنوع آفرینی در کانال‌های ایجاد درآمد است که سبب تمایل فزاینده بانک‌ها به شرکت‌داری و سرمایه‌گذاری در حوزه‌های خاصی از اقتصاد بوده است. با وجود این دو دسته مقررات برای کنترل فعالیت بنگاهداری بانک‌ها وجود دارد: یک) اعمال محدودیت بر روی میزان سرمایه‌گذاری بانک‌ها و دو) محدودیت‌های کفایت سرمایه-ای به‌منظور کاهش ریسک. طبق مقررات بال ضرایب ریسک بسیار بالایی برای سرمایه‌گذاری بانک‌ها در بخش تجاری در نظر گرفته شده است. برای مثال ضریب ریسک برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تجاری برابر ۱۲۵۰ است. (معنی ضریب ریسک ۱۲۵۰ درصدی با توجه به نسبت کفایت سرمایه ۸ درصد این است که منابع برای سرمایه‌گذاری‌های عمده در شرکت‌های تجاری باید توسط خود سهامداران بانک تأمین شود نه از منابع سپرده‌گذاران و به همان میزان از سرمایه خود کسرکند (علیمردانی و عباسیان، ۱۳۹۸).

بررسی ابعاد تأثیر فعالیت‌های غیر بانکی و بنگاهداری بانک‌ها، در بسترهای اقتصادی مختلف کمتر مورد توجه بوده و این مطالعات بیشتر در کشورهای توسعه‌یافته و صنعتی انجام شده و کشورهای درحال توسعه، اقتصادهای نوظهور و کشورهای کمتر توسعه‌یافته در کانون توجه قرار نگرفته‌اند (مظاهری و همکاران، ۱۳۹۷). جالب این‌که بیشتر این مطالعات هم بر آثار این فعالیت‌ها بر بانک‌ها متمرکز بوده است تا بر بنگا

ها. در بررسی بنگاهداری، یکی از انواع آن مربوط به شرکت‌های تولیدی است که بانک‌ها در آن به‌عنوان بنگاهدار حضور دارند و اغلب بنگاهداری مربوط به ایجاد، تأسیس و در اختیار گرفتن شرکت‌هایی با موضوع فعالیت غیرمالی به‌صورت اعم است. مدل بنگاهداری در شرکت‌های مولد که به مدل آسیایی-اروپای قاره‌ای شهرت دارد و در کره جنوبی، ژاپن و آلمان موفق بوده است متفاوت از بنگاهداری غیرمولدی است که برای نمونه بانک شرکت‌هایی در زمینه خریدوفروش ارز و سکه، مستغلات و املاک، عتیقه‌جات و ... ایجاد کند. ایجاد شرکت‌های اقماری، اعطای تسهیلات ضربداری به یکدیگر و شکل‌دهی به سهامداری تودرتو و پیچیده از مصادیق بنگاهداری است که در ادبیات موضوع و در ایران موجب نگرانی و انتقاداتی به عملکرد بانک‌ها شده است. با این‌وجود حیطة بنگاهداری بانک‌ها، شامل شرکت‌های ارائه‌دهنده خدمات تخصصی و پشتیبانی و مرتبط با فعالیت‌های اصلی بانک نظیر شرکت‌های فناوری اطلاعات، PSP، صرافی، کارگزاری، مشاوره و ارزیابی طرح‌ها و همچنین پشتیبانی و خدمات نیروی انسانی آن‌ها نمی‌شود. مطالعه حاضر سهامداری بانک در شرکت‌های متعدد تولیدی و صنعتی را با توجه به نوع بانک و نوع صنعت در برمی‌گیرد.

این مطالعه به دنبال پاسخ دادن به این سؤال اصلی است که حضور بانک‌ها در بین سهامداران شرکت‌های تولیدی بورسی چه تأثیری بر عملکرد آن‌ها داشته است؟ این سؤال از این جهت مهم است که در اقتصاد ایران و در راستای مسئله بنگاهداری بانک‌ها کمتر به وضعیت شرکت‌های سرمایه‌پذیر پرداخته شده و بنگاهداری بانک‌ها و تبعات آن از این نظر مورد مطالعه قرار نگرفته است. در این مطالعه همچنین اثر متغیرهای دیگر از جمله تحریم‌های اقتصادی، نوع بانک مالک و نوع صنعت نیز بر عملکرد شرکت‌ها بررسی شده است. لذا سؤالات اصلی تحقیق عبارت‌اند از:

سهامداری بانک در شرکت بورسی چه تأثیری بر عملکرد شرکت‌ها دارد؟  
نوع بانک مالک (دولتی-خصوصی) آیا متغیر تأثیرگذاری بر عملکرد شرکت‌ها محسوب می‌شود؟

مالکیت بانک‌ها و تأثیر آن بر عملکرد شرکت‌ها با توجه به نوع صنعت تغییر می‌کند؟

واضح است پاسخ سؤالات فوق می‌تواند در راستای توسعه اقتصادی مفید باشد. مقاله حاضر در چند قسمت سازمان‌دهی شده است. پس از مقدمه در قسمت دوم به مبانی نظری و چارچوب تحلیلی پرداخته شده و در قسمت سوم و چهارم به ترتیب پیشینه تحقیق و روش‌شناسی تحقیق بررسی شده است. در نهایت یافته‌ها، نتایج و پیشنهادات پژوهش آورده شده است.

### پیشینه‌ی نظری

از جمله عملیات بانکی می‌توان به عملیات سرمایه‌گذاری بانکی اشاره کرد که از محل سرمایه و سپرده‌های ثابت و بلندمدت بانک صورت می‌گیرد. عملیات سرمایه‌گذاری بانکی گاه به صورت تأسیس بنگاه‌های اقتصادی و گاه به صورت مشارکت حقوقی و در اختیار گرفتن بخشی از سهام شرکت‌ها است.

الف) تأسیس بنگاه‌های اقتصادی: بانک‌ها برای تأسیس چنین مؤسساتی بعد از تحلیل هزینه - فایده و در صورت مطلوب بودن طرح‌ها اقدام به تأسیس بنگاه می‌کنند. در مرحله اقدام، موسسه به صورت شرکت سهامی تشکیل می‌گردد و بانک مبتکر تأسیس بنگاه اقتصادی، با این اقدام می‌تواند اولاً در منافع بنگاه شرکت کند و ثانیاً بانک می‌تواند بنگاه اقتصادی را از نظر عملیات بانکی تابع خود سازد و حدود فعالیت خود را به عملیات اقتصادی و مالی صنایع مورد نظر توسعه دهد.

ب) سهامداری یا خرید بخشی از سهام شرکت: شرکت بانک در بنگاه‌های اقتصادی از طریق خرید سهام آن‌ها در بورس و یا از طریق افزایش سرمایه‌ی بنگاه‌های اقتصادی و تخصیص سهامی که در نتیجه‌ی افزایش سرمایه ایجاد شده است به بانک رخ می‌دهد. معمولاً بانک‌ها با تصرف قسمتی از سهام شرکت در مجمع عمومی سهامداران رأی اکثریت را به دست می‌آورند و با این اکثریت در اداره امور مؤسسات صنعتی همان نتایجی را به دست خواهد آورد که در تأسیس بنگاه‌های اقتصادی به دست می‌آورند.

از نظر شکل قانونی و بر اساس رویه‌ی استاندارد در مورد اشخاص حقیقی و حقوقی که می‌خواهند در شرکتی صاحب منافع باشند چهار حالت رخ می‌دهد. الف) سهام‌دار بودن صرف، در این وضعیت اشخاص اگرچه از طریق رأی در آینده شرکت دخالت می‌کنند ولی امکان تعیین راهبردهای شرکت را ندارند. ب) یک



شخصیت حقیقی یا حقوقی به‌اندازه‌ای سهام دارد که بتواند یک یا دو مدیر انتخاب کند طبق قانون تجارت و در شرکتی که ۵ عضو هیئت‌مدیره دارد برای تعیین یک مدیر باید حداقل ۱۶/۷ درصد سهام را در اختیار داشت. ج) اشخاص به‌اندازه‌ای سهام دارند که کنترل شرکت را در دست می‌گیرند به این صورت که از ۵ عضو هیئت‌مدیره باید ۳ نفر زیر نفوذ سهامدار باشد که به این سهام، سهام کنترلی گفته می‌شود. بدیهی است اگر یک شخصیت حقیقی یا حقوقی بیش از ۵۰ درصد سهام یک شرکت را داشته باشد از نفوذ قابل‌ملاحظه‌ای در تصمیم‌گیری‌های شرکت برخوردار خواهد بود. با توجه به عدم انسجام سهامداران جزء بعضاً برای سهام کنترلی درصد سهم کمتری هم لازم است. برای نمونه اگر ۷۰ درصد سهام مربوط به سهامداران جزء باشد دارنده ۳۰ درصد سهام با نفوذ قابل‌ملاحظه‌ای نظیر سهامدار کنترلی خواهد بود. د) اگر یک شخصیت حقیقی یا حقوقی دوسوم سهام شرکت را در اختیار داشته باشد از اختیارات گسترده‌ای تا حد انحلال شرکت برخوردار خواهد بود و این به مفهوم یک بنگاه‌داری تمام‌عیار است. با توجه به عدم انسجام سهامداران جزء، اگر شخص یا شرکتی در مجمع عمومی دوسوم یا ۶۷ درصد سهام را به دست بیاورد قادر به تغییر مواد اساسنامه، افزایش یا کاهش سرمایه و حتی انحلال شرکت باشد (سلامی، ۱۳۸۹).

### اصل تأمین مالی

هر واحد تجاری صرف‌نظر از اندازه و پیچیدگی عملیات آن، در نهایت با ترکیبی از وجوه استقراضی (بدهی) و وجوه مالکان (حقوق صاحبان سهام) تأمین مالی می‌شود. در شرکت‌های سهامی عام، بدهی در قالب اوراق قرضه مستقیم از سرمایه‌گذاران اخذ می‌شود و یا از بانک‌ها گرفته می‌شود (دمودران، ۱۳۹۳، ص ۴).

### تصمیمات مالی شرکتی، ارزش شرکت و ارزش حقوق مالکانه

چنانچه تابع هدف در مالیه شرکتی حداکثر کردن ارزش شرکت باشد، در آن صورت ارزش شرکت باید متأثر از سه نوع تصمیم مطرح‌شده یعنی تصمیمات سرمایه‌گذاری، تصمیمات مالی و تصمیمات تقسیم سود باشد. ارتباط بین این تصمیمات و ارزش شرکت می‌تواند از طریق درک این واقعیت که ارزش شرکت عبارت است از ارزش

فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار، صورت پذیرد. نرخ تنزیل مورد استفاده جهت تعیین ارزش فعلی باید منعکس‌کننده میزان ریسک پروژه و تأمین مالی شرکت باشد. انتظارات سرمایه‌گذاران در خصوص جریان‌های نقد آتی، بر مبنای جریان‌های نقد جاری شرکت و نرخ رشد مورد انتظار آتی شکل می‌گیرد که به ترتیب بستگی به کیفیت پروژه‌های شرکت (تصمیمات سرمایه‌گذاری) و میزان سرمایه‌گذاری مجدد حاصل از سود شرکت دارد (تصمیمات تقسیم سود). آنچه مسلم است، تصمیمات تأمین مالی به دو طریق بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد، نخست از طریق نرخ تنزیل و دوم از طریق جریان‌های نقدی مورد انتظار.

مدل ارزش شرکت را می‌توان از طریق اثرات متقابل بین تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تقسیم سود و نیز تضاد منافع میان سهامداران و اعتباردهندگان شرکت از یک سو و تضاد منافع بین سهامداران و مدیران شرکت از سوی دیگر، به بوته آزمون گذاشت (دمودران، ۱۳۹۳، ص ۱۵).

#### هدف کلاسیک

امروزه می‌توان ادعا کرد که (حداقل) نظریه‌پردازان مالیه شرکتی به توافقی فراگیر دست‌یافته‌اند که در زمان تصمیم‌گیری‌های تجاری، هدف اصلی حداکثر کردن ارزش است. البته اختلاف نظرانی نیز وجود دارد مبنی بر اینکه هدف در واقع حداکثر کردن ارزش سهم سهامداران است یا حداکثرسازی ارزش کل شرکت که دربرگیرنده سهامداران و سایر دارندگان ادعای مالی بر شرکت (نظیر قرض‌دهندگان و دارندگان سهام ممتاز) است. در اغلب شرکت‌های سهامی عام بزرگی که مالکیت از مدیریت تفکیک شده ملاحظه می‌شود، هدف حداکثرسازی ارزش ممکن است با موانعی مواجه شود. زمانی که مدیر به‌عنوان نماینده سهامداران در شرکت فعالیت می‌کند، پتانسیل بالایی برای تضاد بین منافع سهامداران و مدیران وجود دارد که می‌تواند منجر به تصمیماتی با هزینه سهامداران و در راستای منافع مدیران شود.



## عملکرد شرکت

نسبت‌های سودآوری میزان موفقیت شرکت در کسب سود را نشان می‌دهند. بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام دو نسبت از نسبت‌های این دسته هستند. بازده دارایی نشان می‌دهد که شرکت‌ها در ازای دارایی مورد استفاده چه اندازه سودآور بوده‌اند.

نسبت دیگر، بازده حقوق صاحبان سهام است که از تقسیم سود خالص بر حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید. این نسبت از نظر صاحبان سهام واحدهای تجاری مهم‌تر از بقیه نسبت‌ها است زیرا نتیجه‌گیری سرمایه‌گذاری آن‌ها را نشان می‌دهد (شباهنگ، ۱۳۸۵).

## سهامداری بانک و تأثیر آن بر شرکت‌ها

در مباحث اقتصادی همواره مالکیت و ساختار مالکیت عاملی تعیین‌کننده بوده است. این مقوله به قدری اهمیت دارد که یکی از معیارهای تفکیک مکاتب از همدیگر نوع نگاه آن‌ها به مالکیت بوده است. تجربه برخی از کشورها و قدرت‌های اقتصادی نشان می‌دهد که سهامداری بانک باعث ارتقای نظام حاکمیت شرکتی، کاهش ریسک شرکت‌ها، بهبود نظام حسابداری و حسابرسی و بهبود عملکرد شرکت‌ها بوده است (بتشینگر<sup>۱</sup> ۲۰۱۵) و (گورتن و اشمیت<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰). شایان‌ذکر است حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از روش‌هاست که روابط بین سهامداران، اعضای هیئت‌مدیره و مدیریت شرکت را تعریف می‌کند و بر چگونگی عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. حاکمیت شرکتی ساختاری را ارائه می‌کند که از آن طریق اهداف شرکت، ابزارهای دستیابی به آن اهداف و نحوه نظارت بر عملکرد شرکت تعیین می‌گردد. مجموعه مواردی که بیان شد جزو منافع جانبی یا خارجی مثبتی است که سهامداری بانک‌ها در شرکت‌ها ایجاد می‌کند و نتیجه آن شفافیت صورت‌های مالی و مدیریت ریسک در شرکت‌ها خواهد بود. همین عامل موجب اعتماد سایر سهامداران شده و به تقویت شرکت می‌انجامد. ناگفته پیداست وقتی محیط نهادی نامناسب باشد شرکت‌داری بانک‌ها آسیب‌هایی را در پی دارد که در این مقاله به آن‌ها پرداخته نمی‌شود. در این

1. Betschinger, M.-A.  
 2. Gorton, G., Schmid, F.

زمینه تجربه آلمان نشان می‌دهد که بانک‌ها در مقام سهامدار شرکت‌ها بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر مثبت دارند و تضادی بین منافع بانک‌ها با منافع سایر سهامداران مشاهده نشده است. به تعبیری از حق رأیی که در اختیار بانک قرار می‌گیرد بانک فقط برای منافع خود استفاده نمی‌کند (همان). گویی محیط نهادی به نحوی است که بانک اگرچه حق کنترلی اعمال می‌کند منافع عموم ذینفعان و یا حداقل سهامداران را در نظر می‌گیرد. از این منظر باید دید که محیط نهادی چه ویژگی‌هایی دارد که بانک خصوصی تصمیماتی در راستای منافع جمعی و عموم سهامداران می‌گیرد.

از طرفی بانک‌ها وقتی اقدام به تصاحب سهام شرکت‌ها می‌کنند به‌واقع در قبال شرکت‌ها مسئولیت پیدا می‌کنند و بنابراین غیر از تغییرات مدیریتی موردنظرشان، ریسک‌های قابل‌توجهی که از سوی شرکت‌ها حین بحران ایجاد می‌شود را باید تحمل کنند. به این منظور بانک‌ها مشاوران و افراد متخصصی در اختیار دارند و بخش‌هایی را برای اداره شرکت‌ها توسعه می‌دهند که به‌مرور در این زمینه باتجربه و ورزیده شده و می‌توانند مسائل شرکت‌ها را تشخیص داده و راه‌حل ارائه کنند. کاهش زمان نجات بنگاه‌ها و تلاش‌هایی که بانک باید برای کمک به بهبودی شرکت‌ها انجام دهند مؤید این است که بانک و مدیران مربوطه توانایی‌های خود را برای مدیریت فرآیندهای بازیابی و نجات شرکت‌های بحرانی به‌مرورزمان بهبود می‌بخشند (دکر ۲۰۱۸).

از دیگر نتایج تغییر در ساختار سهامداران شرکت‌ها تغییراتی است که در بهره‌وری شرکت‌ها رخ می‌دهد. مک‌کونل و سرواس<sup>۱</sup> (۱۹۹۰) نظارت مؤثر سهامداران نهادی از جمله بانک‌ها را بر عملکرد شرکت‌ها برجسته کرده‌اند.

آثار سهامداری بانک‌ها به‌صورت تغییر مدیران شرکت‌ها، تأمین مالی بهتر و کاهش هزینه‌های تأمین مالی به‌ویژه در مواقع بحرانی، شفافیت بیشتر صورت‌های مالی و جلب اعتماد سایر سهامداران، پذیرش ریسک شرکت‌ها، نظارت مؤثر بر مدیران شرکت و عملکردشان در مواقع حتی ایجاد تقاضا برای محصولات شرکت و فروش بهتر بروز می‌کند. این موارد مشخصاً بر عملکرد شرکت‌ها و بهره‌وری آن‌ها اثرگذار خواهد بود.

---

1. Mc Connell and Servaes

### پیشینه‌ی تجربی

در ادبیات موضوع اغلب محققین، سهامداری بانک‌ها را به‌نوعی مقوم شرکت‌ها در تأمین مالی به‌ویژه در شرایط بحرانی و کمبود نقدینگی دانسته و بر آن تأکید کرده‌اند. این نوع مطالعات بنگاه‌ها و خصوصاً بنگاه‌های نه‌چندان بزرگ را که محدودیت‌های زیادی در تأمین مالی دارند، موردتوجه قرار داده و هدایت این بنگاه‌ها به‌نحوی که شریک بانکی داشته باشند را باعث تقویت آن‌ها دانسته‌اند.

در آلمان، بانک‌ها ذینفعان خارجی تأثیرگذار شرکت‌ها هستند. در مطالعه‌ای که دکر<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) انجام داده بانک‌های پس‌انداز<sup>۲</sup> به‌عنوان ذینفعان شرکت‌های کوچک و متوسط در تأمین نقدینگی، سرمایه‌گذاری و بهبود شرایط بحرانی شرکت‌ها نقش مؤثری دارند. دکر نشان داده است که به دلیل ذینفع بودن و روابط تجاری بلندمدت، بانک‌های پس‌انداز، علاقه‌مند به بازپرداخت وام‌ها و ارائه مشوق‌های لازم برای کمک به شرکت‌های بحرانی هستند. بخش ویژه‌ای در بانک‌ها و در مراحل مختلف اعم از اقدامات اولیه، پشتیبانی ساختاری، پشتیبانی مداوم و بازیابی به شرکت‌ها خدمات می‌دهد و این خدمات تا تغییرات مدیریتی در شرکت‌ها را شامل می‌شود که نشان از کرسی مدیریتی و سهام‌کنترلی در شرکت‌ها از سوی بانک‌های مربوطه دارد.

دمستزو ویلالونگا<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) با بررسی ۲۲۳ شرکت آمریکایی و با به‌کارگیری آزمون OLS و استفاده از نسبت q-توبین دریافتند هیچ‌گونه ارتباط معنی‌داری بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود ندارد. درعین‌حال بیان داشتند نه‌تنها باید ساختار مالکیت به‌عنوان یک متغیر درونزا در نظر گرفته‌شود بلکه باید به‌طور هم‌زمان ترکیبی از سهامداری افراد مختلف با منافع متفاوت مدنظر قرار گیرد. به‌واقع بایستی به هویت سهامدار توجه شود (نقل از سعیدی و شیرینی قهی، ۱۳۹۱).

تامسون و پدرس<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) در مطالعه‌ای که بر روی شرکت‌های بزرگ اروپایی انجام داده‌اند نشان می‌دهند که حضور بانک‌ها در میان سهامداران شرکت‌ها بر سودآوری شرکت‌ها تأثیر مثبتی می‌گذارد. این محققین در خصوص ساختار مالکیت در

1. Decker, C.
2. Saving Banks
3. Demsetz, H., and Villalonga, B.
4. Thomsen, s., Pedersen

شرکت‌ها و تمرکز سهام به این منظور تأکید می‌کنند. به باور این محققین هویت سهامدار نهادی نظیر بانک در نظریه عاملیت مورد غفلت واقع شده است. تمرکز سهام و اینکه سهامدار چه اندازه سهام در اختیار دارد در کنار هویت سهامدار موضوع تعیین‌کننده‌ای در عملکرد شرکت‌ها است. از نظر این محققین تمرکز مالکیت، اندازه سهامداران بزرگ در یک شرکت است. سهامداران بزرگ انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند زیرا هزینه‌های مرتبط با نظارت بسیار کمتر از منافع ناشی از آن است.

جیمز و اسمیت<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) در مطالعه‌ای نشان داده‌اند سهامداری بانک بر افزایش ارزش شرکت‌ها تأثیر مثبت خواهد داشت. البته نوع و سطح این شرکت‌ها نیازمند تعریف است که یک امر و الزام برنامه‌ای و توسعه‌ای است.

گورتون و اسمیت (۲۰۰۰) نشان داده‌اند سهامداری بانک و حضور آن در هیئت‌مدیره شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد. این محققین به مطالعه اثر حق کنترل بانک‌ها و میزان تمرکز این حقبر عملکرد شرکت‌ها پرداخته‌اند. در این زمینه یک عامل مهم اثرگذار بر حق کنترل شرکت‌ها از سوی بانک‌ها میزان سهامی است که بانک‌ها به نمایندگی از سوی مشتریان در اختیار دارند. طبق این مطالعه و در چارچوبی مشخص، سهامداران حقیقی و خرد شرکت‌ها حق رأی خود را به بانک واگذار می‌کنند؛ بنابراین با توافق، بانک‌های آلمانی حق دارند به نمایندگی از این سهامداران رأی دهند. توافق‌نامه به صورت کتبی تهیه می‌شود و ۱۵ ماه زمان دارد. سهامداران می‌توانند در صورت تمایل به بانک دستور دهند که چگونه رأی بدهد، اما این باید کتبی باشد. با این حال، بانک‌ها از قدرت نامحدودی برای رأی دادن به سهام در بانک برخوردار نیستند. قبل از مجمع عمومی سالانه، بانک‌ها به سهامدارانی که نماینده دارند در مورد نحوه رأی‌گیری در این جلسه اطلاع می‌دهند. اگر سهامداران منفرد با بانک مخالف باشند، می‌توانند با اطلاع رسانی به بانک (از طریق نامه پستی) نحوه تصمیم‌گیری در رأی‌گیری را بیان کنند. سپس بانک باید به این دستورالعمل‌ها عمل کند. به دلیل این واقعیت که این بانک‌ها دارای شبکه گسترده‌ای از شعب هستند، حق رأی در بانک‌ها متمرکز می‌شود و این شامل بانک‌های دولتی نیست و بانک‌های خصوصی نیز در این فرایند نقش دارند، به طوری که در اواخر دهه ۱۹۷۰،

1. James, C, and Smith C, D.

بزرگ‌ترین شش بانک خصوصی و غیردولتی حدود سه‌چهارم از حق رأی سهامداران پراکنده را کنترل می‌کردند.

بتشینگر<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) در مورد بنگاه‌های ژاپنی نشان داده است که حضور بانک به‌عنوان سهامدار بر عملکرد شرکت اثر مثبتی دارد و باعث کاهش اتکا به سرمایه‌گذار خارجی و بنابراین کاهش ریسک می‌شود.

لو و دیگران<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) در مطالعه‌ای با عنوان تبعیض بانک، بنگاهداری بانک و عواقب اقتصادی: شواهدی از چین " به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های غیردولتی با مالکیت بانک‌های تجاری می‌توانند عملکرد بهتری داشته باشند.

لین، ایکسیو چیو دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) در مطالعه "آیا مالکیت بانک منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود: شواهدی از چین" به این نتیجه رسیدند که مالکیت مستقیم سهام به عملکرد شرکت آسیب وارد می‌کند.

لیمپاهایوم و پولویتون<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) در مطالعه‌ای با عنوان "ارتباط بانک و عملکرد شرکت: شواهدی از تایلند قبل از بحران مالی آسیا" به این نتیجه رسیدند که مالکیت سهام بانک عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد.

فوک، چانگ و لی<sup>۵</sup> (۲۰۰۴) روابط بانکی و تأثیرات آن را بر عملکرد شرکت‌ها پیرامون بحران مالی آسیا: شواهدی از تایوان مورد مطالعه قرار داده‌اند. طبق نتایج این مطالعه یک رابطه منفی و معنی‌دار بین تعداد روابط بانکی داخلی و عملکرد شرکت قبل از بحران و دوره بحران وجود دارد.

سو و وانگ<sup>۶</sup> (۱۹۹۷) ساختار سهامداران و عملکرد شرکت‌های نیمه‌خصوصی چین را مطالعه کرده‌اند. طبق این مطالعه که بر اساس رگرسیون داده‌های ترکیبی صورت گرفته بین ساختار سهامداران و عملکرد شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد و این مهم بر سودآوری شرکت‌ها اثر مستقیم داشته است.

1. Betschinger

2. Lu, Zhengfei & Zhu, Jigao & Zhang, Weining

3. Lin, Xiaochi, Zhang, Yi, Zhu Ning

4. Limpahayom, P., Polwitoon, S.,

5. Fok, Robert C.W., Chang, Yuan-Chen and Lee, Wan-Tuz.

6. Xiaonian Xu and Yan Wang

در مطالعات داخلی طالب‌نیا و میرحسینی (۱۳۹۹) در مقاله‌ای با هدف تعیین تأثیر مالکیت نهادی بانک‌ها بر هزینه بدهی شرکت‌ها یا شرکت‌های سرمایه‌پذیر که بر پایه اطلاعات ۱۴۰ شرکت بورسی انجام گرفته است به این نتیجه رسیده‌اند که مالکیت بانک باعث افزایش هزینه تأمین مالی شده است. دخالت‌های دولت عامل اصلی این نتیجه‌گیر عنوان شده است.

میدری (۱۳۹۲) با اشاره به تجربه‌های مثبت بنگاهداری بانک‌ها و با توجه به انواع بانک‌ها به بررسی ارتباط بانک‌ها و بنگاه‌ها پرداخته است. وی الگوی بانکداری ژاپنی را که بر پایه پیوند مالکیتی و مدیریتی در نظام بانکی و نظام تولیدی برقرار است، به‌عنوان راه‌حلی برای حل چالش‌های ارتباط بین بانک و بنگاه می‌داند.

مظاهری و همکاران (۱۳۹۷a و ۱۳۹۷b) در مطالعاتی بنگاهداری را شامل فعالیت‌های بیمه‌ای، اوراق بهادار، املاک و مستغلات و تملک و سهامداری شرکت‌های غیرمالی از سوی بانک‌ها در نظر گرفتند. در این مطالعات تأثیر فعالیت‌های مذکور بر کفایت سرمایه و نقدینگی بانک‌ها بررسی شده است. سایر مطالعات مرتبط داخلی در جدول ۱ که حوزه‌ی تأثیر نوع سهامدار و ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها را شامل می‌شود آورده شده است.

جدول ۱: مطالعات صورت گرفته در داخل کشور

عنوان مقاله	محقق	روش تحقیق	نتیجه‌ی مقاله
بررسی تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌ها	صادقی شریف و همکاران (۱۳۸۷)	۴۱ شرکت در فاصله سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ و تحلیل رگرسیون	مناسب بودن بازدهی شرکت‌های با درصد اندک سهام در اختیار سهامدار نهادی ترکیب پراکنده‌ای از سهامداران
رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران	حساس یگانه، یحیی و همکاران (۱۳۸۸)	روش پرسشنامه و رگرسیون مقطعی	هیچ‌گونه رابطه معناداری بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها وجود ندارد.
بررسی تأثیر نوع ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها	رحمانی، علی، مشایخ، شهناز، پور اعظم، مهدیه. (۱۳۹۰)	تحلیل همبستگی و آزمون رگرسیون	ساختار مالکیت و سهامدار نهادی تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت دارد

عنوان مقاله	محقق	روش تحقیق	نتیجه‌ی مقاله
ارتباط ساختار مالکیت و عملکرد شرکت	سعیدی و شیری قهی (۱۳۹۱)	رگرسیون تعمیم‌یافته	تعداد سهامداران مالک‌بیش از ۵ درصد سهام به حداقل برسد
رابطه ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها با تأکید بر هزینه‌های نمایندگی	خدادادی و ویسی (۱۳۹۴)	GMM	وجود ارتباط بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت
ارزیابی و سنجش عملکرد مالی شرکت‌ها و رتبه‌بندی آن‌ها	غفاری فرد و زاهدی (۱۳۹۸)	روش TOPSIS	رتبه‌بندی شرکت‌های برتر صنایع شیمیایی
تأثیرگذاری چرخه تجاری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها و تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد آن‌ها	روشن‌پژوه، اکرم، اوحدی، فریدون (۱۳۹۸)	مدل رگرسیونی پانل	عدم تأثیر معنادار چرخه تجاری بر ساختار سرمایه و تأثیر منفی و معنادار ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت در چرخه‌های مختلف تجاری
نقش افشا اطلاعات پایداری بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها	جعفری جم، عسگری، زارعی، (۱۳۹۸).	مدل رگرسیونی پانل	افزایش افشای اطلاعات پایداری شرکت‌ها منجر به بهبود عملکرد مالی و ارزش آن‌ها می‌گردد.

همان‌طور که جدول ۱ نشان می‌دهد، در ایران مطالعات زیادی در خصوص بررسی عوامل مختلف اثرگذار بر عملکرد شرکت‌ها انجام گرفته است اما در اندک مطالعه‌ای به اینکه سهام‌داری و حضور بانک در شرکت به‌عنوان مالک چه تأثیری بر عملکرد شرکت خواهد داشت اشاره شده است؛ بنابراین موضوع این تحقیق در ایران موضوع جدیدی محسوب می‌شود.

### روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر جزو تحقیقات کاربردی و توصیفی پس‌رویدادی می‌باشد که آمار، اطلاعات و داده‌های موردنیاز آن، از طریق کتابخانه و از منابعی مثل مقاله‌های پژوهشی، کتاب‌ها و سایت‌های بورسی و نرم‌افزار جامع اطلاعات بورس اوراق بهادار به‌دست آمده است. تعداد نمونه‌ی مطالعه شده در این پژوهش در مجموع شامل ۲۶ شرکت تولیدی بورسی بوده است که با استفاده از روش غربال و با توجه به معیارهای زیر انتخاب شد:

۱. در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲، سهام شرکت در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار گرفته باشد.
۲. بانک جزء سهامداران شرکت باشد و بیش از ۵٪ سهام شرکت را در دوره ۵ ساله دارا باشد.
۳. در دوره مورد رسیدگی تغییر سال مالی نداشته باشند.
۴. شرکت‌های مورد نظر جزو شرکت‌های تولیدی باشند و جزو بانک‌ها و واسطه‌گری مالی، لیزینگ و سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.
۵. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
۶. وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه نداشته باشند.
۷. دارای اطلاعات کامل باشند و داده‌های ناقص نداشته باشند.

#### معرفی مدل و داده‌ها

به منظور انجام آزمون فرضیه اثر مالکیت بانک و تحریم‌های اقتصادی بر عملکرد شرکت معادله (۱) را به صورت زیر تعریف می‌نماییم:

$$(1) ROE_{it} = \delta + \beta_1 Dabook_{it} + \beta_2 Lnasset_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 Fsb_{it} + \beta_5 Lso_{it} + \beta_6 Nsb_{it} + \beta_7 D_{sanit} + u$$

متغیرها عبارت‌اند از:

Dabook نسبت کل بدهی شرکت به کل دارایی آن،  $Lnasset$  لگاریتم طبیعی کل دارایی شرکت که معرف اندازه شرکت است،  $Age$  بیانگر عمر شرکت،  $Lso$  سهم بزرگ‌ترین سهامدار شرکت به درصد که نقش سهامدار عمده را در عملکرد شرکت نشان می‌دهد و  $Nsb$  تعداد سهامداران بانکی با بیش از ۵ درصد سهم می‌باشد و  $Fsb$  بیانگر میزان مالکیت و سهامداری بانک در شرکت است که با درصد سهام بانک نشان داده می‌شود. متغیر مجازی  $D_{sanit}$  بیانگر تحریم‌های اقتصادی در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ می‌باشد.

متغیر وابسته بازده سرمایه (ROE) است که معیاری برای عملکرد شرکت‌ها است و نسبت اندازه‌گیری سوددهی سهام‌داران می‌باشد که به عنوان درصدی از ارزش حقوق صاحبان سهام بیان می‌شود و نشان‌دهنده بهره‌وری یک شرکت در استفاده مشترک



سهام‌داران است. ROE از تقسیم سود خالص به ارزش حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید که نشان می‌دهد سهامدار به ازای هر ریال سرمایه‌گذاری، چه میزان بازدهی به دست می‌آورد.

برای آزمون فرضیه اثر نوع بانک مالک بر عملکرد شرکت معادله (۲) در نظر گرفته شد که نوع بانک مالک در آن با متغیر State نشان داده شده است و نسبت به معادله (۱) متغیر Fsb از معادله (۲) حذف و اثر غیرمستقیم آن را به صورت ضرب این متغیر در متغیر مجازی نوع بانک مالک در نظر گرفته شده است.

$$(2) \text{Roe}_{it} = \delta + \beta_1 \text{Dabook}_{it} + \beta_2 \text{Lnasset}_{it} + \beta_3 \text{Age}_{it} + \beta_4 \text{Lso}_{it} + \beta_5 \text{Nsb}_{it} + \beta_6 \text{D}_{\text{sancit}} + \beta_7 \text{State}_{it} + u$$

همچنین برای آزمون فرضیه نوع صنعت شرکت بورسی که بانک سهامدار آن می‌باشد متغیر مجازی Ind در معادله (۳) تعریف شده است و به منظور جلوگیری از هم خطی بین متغیر مجازی نوع بانک مالک و نوع صنعت، متغیر نوع بانک مالک از معادله حذف و اثر غیرمستقیم حضور مالکیت بانک نیز از طریق ضرب Ind و Fsb لحاظ شده است.

$$(3) \text{Roe}_{it} = \delta + \beta_1 \text{Dabook}_{it} + \beta_2 \text{Lnasset}_{it} + \beta_3 \text{Age}_{it} + \beta_4 \text{Lso}_{it} + \beta_5 \text{Nsb}_{it} + \beta_6 \text{D}_{\text{sancit}} + \beta_7 \text{Ind}_{it} + u$$

### آزمون‌های تشخیص

با توجه به اینکه در این تحقیق از داده‌های تابلویی استفاده می‌کنیم ابتدا باید مشخص کنیم که مدل ما از نوع تجمیعی (Pooled) است یا ترکیبی (Panel). بر اساس آن کار را ادامه خواهیم داد اما اگر مدل تجمیعی نباشد آنگاه باید مشخص کرد که مدل پانل با اثرات ثابت است و یا اثرات تصادفی. برای تشخیص مدل تجمیعی و پانل از آزمون F-leamer و برای تشخیص اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود و برای کارا بودن تخمین‌زنده‌ی مدل از آزمون واریانس همسانی راستنمایی<sup>۱</sup> و آزمون خودهمبستگی وولدریج<sup>۲</sup> استفاده می‌شود.

1. Likelihood Ratio  
 2. Wooldrige

## برآورد مدل و تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق به منظور انتخاب نوع مدل ابتدا آزمون مدل اثرات ثابت مقطعی در مقابل مدل تجمیعی (Pooled) انجام می‌گیرد. نتایج این آزمون به صورت زیر است:

جدول ۲: نتایج آزمون F لیمر

Test cross-section fixed effects	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F (1)	۴۸,۱۰۸۴	۲۵	۰/۰۰۳۶
Cross-section F (2)	۱,۵۱۴۲	(۹۷ و ۲۵)	۰
Cross-section F (3)	۴,۴۷۸۵	(۹۲ و ۲۵)	۰

نتایج جدول نشان می‌دهد که در هر سه مدل مقدار احتمال کمتر از ۵ درصد است، لذا فرضیه صفر را رد می‌کند و بدان معنا است که اثرات ثابت مقطعی وجود دارد. بدین ترتیب شرکت‌ها از لحاظ عملکرد باهم تفاوت معناداری دارند. بنابراین در این مرحله مدل اثرات ثابت مقطعی در مقابل مدل تجمیعی، انتخاب می‌گردد. حال می‌بایست مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی آزمون گردد. بدین منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

جدول ۳: نتایج آزمون هاسمن

Hausman Test	Test Summary	مدل (۱)	مدل (۲)	مدل (۳)
	Chi-Sq. Statistic	۰/۸۸۳۳	۲/۵۳۰	۰
	Chi-Sq. d.f.	۶	۷	۱۲
	Prob.	۰/۹۸۹۷	۰/۹۲۴۸	۱

نتیجه آزمون هاسمن نشان می‌دهد که در سه مدل ارائه شده فرضیه  $H_0$  مبنی بر مناسب بودن اثرات تصادفی، رد نمی‌شود. لذا مدل اثرات ثابت نمی‌تواند مناسب باشد و مدل اثرات تصادفی ترجیح داده می‌شود.

برای اطمینان بیشتر از وجود یا عدم وجود مشکل خودهمبستگی در مدل توسط نرم‌افزار Stata، آزمون وولدریچ انجام شد که فرضیه‌های آن به صورت زیر است:

$H_0$ : عدم خود همبستگی

$H_1$ : خود همبستگی

جدول ۴: نتایج آزمون وولدریج

Wooldridge test	مدل (۱)	مدل (۲)	مدل (۳)
آماره آزمون $F(1, 25)$	۰/۰۰۶	۰/۰۰۶	۲/۶۵
احتمال $F < Prob$	۰/۹۴	۰/۹۴۰۳	۰/۱۱۶۱

با توجه به نتایج جدول مشاهده می‌شود که در هر سه مدل ارائه شده خود همبستگی وجود ندارد.

برای انجام آزمون واریانس ناهمسانی بین جملات اختلال دو مدل رگرسیون مقید و نامقید تخمین زده می‌شود. در مدل مقید فرض همسانی واریانس یا فرض توزیع یکسان و مستقل جملات اختلال در نظر گرفته می‌شود در حالی که در مدل نامقید فرض بر یکسان نبودن واریانس جملات اختلال بین واحدهای مقطعی (ناهمسانی واریانس) می‌باشد. سپس هر دو مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته، تخمین زده می‌شوند و بر اساس آماره آزمون نسبت راستنمایی با استفاده از فرمول محاسباتی زیر به آزمون فرضیه ناهمسانی واریانس پرداخته می‌شود.

$$LR = 2 (L_{UR} - L_R)$$

در رابطه فوق  $L_{UR}$  لگاریتم راستنمایی مدل نامقید و  $L_R$  لگاریتم راستنمایی در مدل مقید می‌باشد. برای تعیین محدودیت‌ها یا درجه آزادی آماره آزمون، نسبت راستنمایی و درجه آزادی به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$localdf = e(N-g) - 1$$

در رابطه فوق  $e(N-g)$  بیانگر تعداد گروه‌ها یا تعداد واحدهای مقطعی می‌باشد. در مرحله آخر بعد از تعریف درجه آزادی نسبت راستنمایی، آماره آزمون LR محاسبه می‌شود.

$H_0$ : همسانی واریانس

$H_1$ : ناهمسانی واریانس

جدول ۵: نتایج آزمون واریانس ناهمسانی

آماره آزمون	مدل (۱)	مدل (۲)	مدل (۳)
LR chi2(25)	۱۹۹/۹۶	۱۸۰/۴	۹۰/۸۹
prob> chi2	۰	۰/۰۳۵	۰/۰۴۶

با توجه به آماره آزمون نسبت راستنمایی و احتمال کمتر از ۵٪ در هر سه مدل، فرضیه صفر رد می‌شود و فرضیه یک پذیرفته می‌شود. در نتیجه مدل دارای واریانس ناهمسانی می‌باشد. در نتیجه مدل نهایی بعد از اعمال اثرات تصادفی و رفع واریانس ناهمسانی به صورت زیر می‌باشد:

جدول ۶: تخمین پنل دیتا اثرات تصادفی

Dep Var= ROE	مدل (۱)		مدل (۲)		مدل (۳)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
C	-۸۸/۳۴۴	۰/۰۰۰	-۱۰۱/۵۱۷	۰/۰۰۰	-۱۴۵/۲۹۹	۰/۰۰۰
DABOOK	-۰/۲۷۴	۰/۰۰۰	-۰/۴۷۸	۰/۰۰۰	-۰/۳۲۳	۰/۰۰۰
LASSET	۱۴/۲۸۹	۰/۰۰۰	۱۶/۱۸۸	۰/۰۰۰	۲۳/۳۸۲	۰/۰۰۰
AGE	۰/۲۷۲	۰/۰۰۱	۰/۳۶۸	۰/۰۰۳	۰/۵۵۷	۰/۰۰۰
FSB	۰/۰۸۱	۰/۰۳۴				
LSO	۰/۷۵۵	۰/۰۰۰	۰/۸۱۵	۰/۰۰۰	۰/۵۰۴	۰/۰۰۰
Nsb	۵/۶۴	۰/۰۰۰	۹/۳۹۳	۰/۰۰۹	۵/۲۰۷	۰/۰۱۷
DP	۲/۳۵۷	۰/۰۰۳	۱۱/۵۷۴	۰/۰۰۰	۱۲/۶۷۳	۰/۰۰۰
DB1*FSB			۱۱/۷۹۴	۰/۰۰۰		
D1*FSB					-۱/۸۸۱	۰/۰۰۰
D2*FSB					۰/۱۸۹	۰/۰۳۸
D3*FSB					۰/۱۹۴	۰/۲۲۹
D4*FSB					۰/۸۶۱	۰/۰۰۰
D5*FSB					۰/۴۹۰	۰/۰۰۰
D6*FSB					-۱/۳۳۱	۰/۱۰۶
R-squared	۰/۷۲۴۱		۰/۷۱۹۶		۰/۷۹۴۴	
F-statistic	۳۶/۰۰۷		۳۰/۴۸۷۲		۲۶/۷۶۵۶	
Prob(F-	۰		۰		۰	

Dep Var= ROE	مدل (۱)		مدل (۲)		مدل (۳)	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Variable						
statistic)						

نکته: Dep Var, Coef و Prob به ترتیب متغیر وابسته، ضریب و احتمال را نشان می‌دهند.

### نتایج تخمین مدل

در این تحقیق، هدف اصلی بررسی حضور بانک در بین سهامداران بر عملکرد شرکت می‌باشد. مطابق جدول ۵، نتیجه مدل (۱) به صورت ذیل می‌باشد:

$$ROE = -۸۸/۳۴۴ - ۰/۲۷۴ * DABOOK + ۱۴/۲۸۹ * LASSET + ۰/۲۷۲ * AGE + ۰/۰۸۱ * FSB + ۰/۷۵۵ * LSO + ۵/۶۴ * Nsb + ۲/۳۵۷ * DP$$

مدل نهایی (۱)، ۷۲/۴۱ درصد از عملکرد شرکت را به وسیله متغیرهای مستقل معرفی شده بیان می‌کند. احتمال آماره F برای این مدل صفر است که نشان‌دهنده‌ی معنی‌داری کل مدل بوده که در کل بیان می‌کند که مدل ارائه‌شده مدل مناسبی برای توضیح عملکرد شرکت‌ها با استفاده از متغیرهای نسبت بدهی، اندازه شرکت، عمر شرکت، مالکیت بانک (سهامداری بانک)، بزرگ‌ترین سهامدار، تعداد سهامداران بانکی بیش از سهم ۵ درصد و تحریم‌های اقتصادی می‌باشد. تفسیر ضرایب فوق به شرح زیر می‌باشد:

نسبت بدهی: نتایج تحقیق حاضر حاکی از آن است که نسبت بدهی بر عملکرد شرکت تأثیر منفی داشته و این تأثیر معنادار است و یک درصد افزایش در نسبت بدهی، عملکرد شرکت (نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) را به میزان ۰/۲۷۴ درصد کاهش خواهد داد.

اندازه شرکت: با توجه به مدل تأثیر اندازه شرکت بر عملکرد شرکت مثبت و معنادار است و یک درصد افزایش در اندازه شرکت، عملکرد شرکت به میزان ۱۴/۲۸ درصد افزایش خواهد یافت.

عمر شرکت: عمر شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد و با افزایش یک واحد در این متغیر، عملکرد شرکت به میزان ۰/۲۷۲ واحد افزایش می‌یابد. عمر

شرکت دلیلی بر سابقه و شهرت شرکت‌هاست و انتظار می‌رفت که تأثیر مثبت داشته باشد.

تعداد سهامداران بانکی بیش از ۵ درصد سهم: نتایج تحقیق نشان‌دهنده آن است که تعداد سهامداران بانکی بیش از ۵ درصد بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد و با افزایش یک واحد در این متغیر، عملکرد شرکت ۵/۶۴ واحد افزایش خواهد یافت. در ۲۶ شرکت مورد مطالعه، ۴ شرکت دارای ۲ سهامدار بانکی بیش از ۵ درصد و ۲ شرکت دارای ۳ سهامدار بانکی بیش از ۵ درصد است.

مالکیت بانک (بانک با بیشترین سهام): با توجه به مدل نهایی، حضور بانک در بین سهامداران تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد به صورتی که با افزایش یک درصد در سهام متعلق به بانک، عملکرد شرکت به میزان ۰/۰۸۱ درصد افزایش خواهد یافت.

بزرگ‌ترین سهامدار: با توجه به نتایج تحقیق، بزرگ‌ترین سهامدار تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد و به ازای افزایش یک درصد این متغیر، عملکرد شرکت به میزان ۰/۷۵۵ درصد افزایش خواهد یافت.

تحریم‌های اقتصادی: با توجه به نتایج تحقیق، تحریم‌های اقتصادی در سال‌های ۹۱ و ۹۲ تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد و به ازای یک واحد افزایش این متغیر، عملکرد شرکت به میزان ۲/۳۵۷ واحد افزایش خواهد یافت. از جمله دلایل مثبت بودن اثر تحریم‌های اقتصادی بر عملکرد شرکت (نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

از آنجایی که در سال‌های تحریم با افزایش نرخ ارز و قیمت‌ها مواجه بوده‌ایم، عملکرد صادراتی شرکت‌ها و در نتیجه بازدهی و عملکرد شرکت مثبت شده است و یا اینکه شرکت‌ها به منابع مالی از طریق بانک سهامدار شرکت، دسترسی آسان‌تر داشتند. نتیجه نهایی مدل (۲) به شرح زیر است:

$$ROE = -101/517 - 0/478 * DABOOK + 16/188 * LASSET + 0/368 * AGE + 0/815 * LSO + 11/574 * DP + 9/393 * Nsb + 11/794 * DB1 * FSB$$

بانک دولتی (DB1) بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد که به ازای یک درصد افزایش در سهم بانک دولتی در سهامداری شرکت، عملکرد شرکت به میزان ۱۱/۷۹۴ درصد افزایش خواهد یافت.

همچنین بانک خصوصی (DB2) بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد. از آنجایی که تعداد بانک‌های دولتی سهامدار و هم‌اندازه سهام بانک‌های دولتی بیشتر از بانک‌های خصوصی است و حتی در برخی شرکت‌ها سهام بانک دولتی بیش از ۲۰ درصد می‌باشد پس بانک‌های دولتی دارای سهام کنترلی هستند و این امر موجب شده است که نوع بانک دولتی سهامدار بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت داشته باشد. در زمینه تأثیر متفاوت سهام‌داری بانک‌های دولتی و خصوصی غیر از موارد فوق شاید دلایل ورود بانک‌ها به مجموعه سهامداران شرکت‌ها نیز مؤثر باشد. به طوری که به نظر می‌رسد بانک‌های دولتی بعضاً بالاجبار مدیریت بنگاه‌ها را بر عهده می‌گیرند و اما در مورد بانک‌های خصوصی آزادی عمل بیشتری وجود دارد و البته با توجه به حساسیت‌هایی که درباره سهامداری و حضور بانک‌های خصوصی در شرکت‌ها وجود داشته است این بانک‌ها سهم اندکی در مقایسه با بانک‌های دولتی دارند و بنابراین کنترل کمتری بر مسائل شرکت می‌توانند داشته باشند.

نتایج آزمون فرضیه ۳ به شرح زیر است:

$$\begin{aligned}
 ROE = & -145/299 - 0/323 * DABOOK + 23/382 * LASSET + \\
 & 0/557 * AGE + 0/504 * LSO + 12/673 * DP + 5/207 * Nsb- \\
 & 1/881 * D1 * FSB + 0/189 * D2 * FSB + 0/194 * D3 * FSB + \\
 & 0/861 * D4 * FSB + 0/490 * D5 * FSB - 1/331 * D6 * FSB
 \end{aligned}$$

با توجه به نتایج جدول ۵، صنعت فلزات اساسی (d1)، صنعت سیمان، آهک و گچ (d2)، صنعت مواد و محصولات داروسازی (d4)، صنعت شیمیایی (d5) تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارند.

در صنعت فلزات اساسی (d1) این تأثیر منفی می‌باشد و به ازای افزایش یک درصد این متغیر، عملکرد شرکت ۱/۸۸۱ درصد کاهش می‌یابد.

صنعت سیمان، آهک و گچ (d2) تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد و به ازای افزایش یک درصد در این متغیر، عملکرد شرکت ۰/۱۸۹ درصد افزایش خواهد یافت. همچنین صنعت مواد و محصولات داروسازی (d4) و صنعت شیمیایی (d5) تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد به طوری که به ازای افزایش یک درصد در متغیر d4 و d5 عملکرد شرکت به ترتیب ۰/۸۶۱ و ۰/۴۹۰ درصد افزایش خواهد یافت.

### نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات

با توجه به مدل نهایی تحقیق می‌توان نتیجه گرفت که مالکیت بانک دولتی و تحریم‌های اقتصادی در سال‌های ۹۱ و ۹۲ بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت و معناداری داشته‌اند. همچنین نوع صنعت سیمان، آهک و گچ، مواد و محصولات داروسازی و صنعت شیمیایی اثر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت خواهند داشت. این نتایج نشان می‌دهد که حضور بانک‌ها و به‌ویژه بانک‌های دولتی مزیت‌های قابل توجهی برای شرکت‌ها به دنبال دارد و در تنگنای اعتباری سال‌های مورد بررسی همین عامل باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شده است.

با توجه به نتایج تحقیق به نظر می‌رسد بنگاه‌داری گزینشی، نظام‌مند، مطابق برنامه، محدود و منطقه‌ای‌بانک‌ها می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها مؤثر و به‌عنوان یک انتخاب برای برنامه‌ریزان باشد. به‌ویژه در مورد شرکت‌هایی که اصرار است بر منابع و خدمات بانکی دسترسی آسان‌تری داشته باشند.

در تحلیل نتایج باید گفت که بنگاه‌داری بانک‌ها به دلیل دور شدن بانک‌ها از فعالیت اصلی که واسطه‌گری است امری نامطلوب محسوب می‌شود. از سویی بنگاه‌داری می‌تواند کاهش قدرت رقابت بخش خصوصی در عرصه‌هایی که بانک‌ها به آن ورود کرده‌اند را به دنبال داشته باشد. لیکن در راستای نتایج این مطالعه، برخی مطالعات مشابه نشان داده است که سهامداری بانک‌ها در شرکت‌ها علاوه بر کاهش اطلاعات نامتقارن و کاهش هزینه‌های نظارت بانکی و تضاد منافع، به کاهش هزینه تأمین مالی شرکت‌ها می‌انجامد که به نوبه خود بر سودآوری و ارزشمندی شرکت‌ها می‌افزاید. مطالعات هوستن و دیگران (۲۰۱۴) مؤید این مطلب است. برخی نیز نظیر راملی (۲۰۱۳) و فیلدز (۲۰۱۲) تأثیر سهامدار نهادی را بر پایه آثاری که بر حاکمیت



شرکتی و کیفیت هیئت‌مدیره می‌گذارد بر شرکت‌ها بررسی کردند و در این زمینه نیز نتایج نشانگر اثر بنگاهداری بر ارتقای کیفیت راهبری و در نتیجه بر هزینه تأمین مالی است که به بهبود وضعیت شرکت می‌انجامد. شایان توجه است که بانک به دلیل رابطه تجاری که با شرکت سرمایه پذیر دارد متفاوت از سایر سهامداران نهادی است و سهامداری بانک به کاهش هزینه استقراض منجر می‌شود. علیمردانی و عباسیان هم با اشاره به مطالعات کانگ و همکاران (۲۰۰۰)، برلین و همکاران (۱۹۹۶) و اندرسون و فریسر (۲۰۰۰) و برای بانک‌های کرده‌ای بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاری بانک‌ها در بنگاه‌ها کمک می‌کند تا شرکت‌ها دسترسی آسان‌تری به سرمایه و منابع بانکی داشته باشند و از طریق رفع تضاد منافع میان بانک و بنگاه و همین‌طور کاهش عدم تقارن اطلاعات هر دو سود ببرند.

در یک مطالعه داخلی در این زمینه که با نتایج تحقیق حاضر متفاوت است طالب نیا و میرحسینی (۱۳۹۹) نتیجه می‌گیرند که سهامداری بانک‌ها به کاهش هزینه تأمین مالی شرکت‌ها نینجامیده است و جالب اینکه عملکرد بانک‌های تخصصی دولتی در این زمینه بدتر از بقیه بانک‌ها بوده است.

توصیه‌های سیاستی این مطالعه به شرح زیر خواهد بود

برای کاستن از تبعات بنگاهداری بی‌ضابطه بانک‌ها، وزارت امور اقتصادی و بانک مرکزی باید ضوابط و فرایندهایی را تعریف کنند که ضمن رعایت استانداردهای کمیته بال و با توجه به شرایط اقتصادی کشور قواعد لازم برای بنگاهداری بانک‌های دولتی و خصوصی را در مشارکت با بخش خصوصی اعلام و اجرایی کند. البته تمرکز بنگاهداری طبق ضوابط در بانک‌های توسعه‌ای و تخصصی دولتی می‌تواند در راهبرد توسعه کشور تأثیرگذار باشد. نوع صناعی که هر بانک باید پشتیبانی کند و دوره بنگاهداری مربوط به هر شرکت از جمله این ضوابط باشد.

بانک‌های موردنظر مکلف باشند در انتهای دوره شرکت‌های سرمایه‌پذیر را از طریق بازار سرمایه واگذار کنند. به این ترتیب بنگاهداری بانک‌ها با رعایت ضوابط فوق در چارچوب برنامه‌های توسعه کشور به صورت یک مأموریت و در قالبی تخصصی و حرفه‌ای دنبال شود. در این جهت می‌توان از تجربیات برخی از کشورها نظیر ژاپن و

آلمان در تنظیم رابطه بانکها و بنگاهها استفاده کرد و در برخی مناطق محروم کشور پروژه‌های بزرگ و سودآوری را اجرا نمود. همچنین لازم است در شرکت‌های سرمایه‌پذیر اصول بنگاهداری بانکها ذیل اصول حاکمیت شرکتی و برای کاهش و کنترل آثار زیان‌بار بنگاهداری تدوین شود.

در مطالعات دیگر و تحقیقات آتی می‌توان روی ساختار و فرایندهای فوق‌الذکر مطالعه نمود و از معیارهای دیگری از جمله؛ نرخ بازده دارایی، Q-توبین، رشد فروش و... برای ارزیابی عملکرد شرکت استفاده نمود و نیز بررسی تأثیر و اندازه مالکیت بانک بر عملکرد شرکت‌های صنایع مختلف می‌تواند به‌طور جداگانه مورد آزمون قرار گیرد.



## منابع

- امانی، علی؛ دوانی، غلامحسین (۱۳۹۰) بورس، سهام و نحوه قیمت‌گذاری سهام، انتشارات کیومرث. بانک مرکزی، قانون عملیات بانکداری بدون ربا. پایگاه اینترنتی بانک مرکزی. [www.cbi.ir](http://www.cbi.ir)
- بیابانی، سروش و گرکز، منصور، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال سوم، شماره ۱۲، زمستان ۱۳۹۳، صفحه‌های ۷۴-۶۳ خدادادی، ولی ویسی، سجاد. (۱۳۹۴). تبیین رابطه ساختار سرمایه، مسئله نمایندگی و عملکرد شرکت. پژوهش حسابداری. ۱۵۹-۱۳۳، (۴)۵.
- جعفری جم، حسین، علی عسگری، فائزه، زارعی، حمید. (۱۳۹۸). عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها: نقش افشا اطلاعات پایداری. *دانش حسابداری مالی*، ۶ (۳) ۲۱۵-۲۴۲.
- دمودران، اسوات، مترجمان: دکتر بدری، احمد، فرهادی، روح اله، شهریار، سارا، ۱۳۹۳، نام کتاب: مالی شرکتی پیشرفته رویکرد کاربردی، چاپ اول، نشر نص.
- رحمانی، علی، مشایخ، شهناز، پور اعظم، مهدیه. (۱۳۹۰). تأثیر نوع ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. ۳ (۹). صص ۱-۲۲.
- روشن پژوه، اکرم، اوحدی، فریدون. (۱۳۹۸). رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها (اثر چرخه تجاری) در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*. ۱۲ (۴۴). ۹۷-۱۰۹.
- سالار، ناصر (۱۳۸۷). اصلاح ساختار مالی بانک‌ها در فرآیند خصوصی‌سازی، مجموعه مقالات هجدهمین همایش بانکداری اسلامی. موسسه عالی آموزش بانکداری ایران.
- سجادی، سید حسین و دستگیر، محسنو فرازمنند، حسن (۱۳۸۵)، عوامل مؤثر بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- سعیدی علی و شیرینی قهی امیر (۱۳۹۱) "ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)" فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۸ سال پنجم تابستان. صص ۱۵۳-۱۷۲.
- سوری، علی (۱۳۹۲)، اقتصادسنجی همراه با کاربرد Eviews7، نشر فرهنگ شناسی و نشر نور علم.
- صادقی شریف، سید جلال؛ کفایش پنجه شاهی، محمد. (۱۳۸۸). تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۱۶ (۲).
- غفاری فرد، محمد، زاهدی، جمشید. (۱۳۹۸). انتخاب شاخص‌های راهبردی و ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها با استفاده از روش تحلیلی سلسله مراتبی فازی و تاپسیس (مطالعه موردی: صنایع شیمیایی در بورس اوراق بهادار) تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی ۱۱ (۴۴) صص ۱۲۵-۱۴۴.

کمالان، سید مهدی، ۱۳۹۳، قانون تجارت، چاپ دهم، نشر کمالان

- محمدزاده، پرویز و ممی‌پور، سیاب و فشاری، مجید، ۱۳۸۹، نام کتاب: کاربرد نرم‌افزار stata در اقتصادسنجی، چاپ اول، نشر نور علم و دانشکده علوم اقتصادی
- نیک‌بخت، محمدرضا و سیدی، سید عزیز و هاشم‌الحسینی، روزبه، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره اول، تابستان ۱۳۸۹، پیاپی ۳، ۵۸- صفحه‌های ۲۵۱-۲۷۰
- رستمی مرتضی و بادینی حسن (۱۳۹۸) "بنگاهداری صندوق‌های بازنشستگی در نظام تأمین اجتماعی ایران" فصلنامه پژوهش حقوق عمومی دوره ۲۱، شماره ۶۳، تابستان ۱۳۹۸، ۲۷۱-۲۹۵.
- مظاهری طهماسب؛ شیرکوند سعید؛ و جمالی علی (۱۳۹۷a) "تأثیر محدودیت فعالیت غیر بانکی و بنگاهداری بانک‌ها بر کفایت سرمایه آن‌ها در کشورهای درحال توسعه" پژوهش‌های پولی و بانکی، سال ۱۱ شماره ۳۷، ۳۵۶-۳۸۲.
- مظاهری طهماسب؛ شیرکوند سعید؛ و جمالی علی (۱۳۹۷b) "بررسی تأثیر مقررات حاکم بر فعالیت‌های مالی غیر بانکی و بنگاهداری بانک‌ها بر نقدینگی آن‌ها در کشورهای درحال توسعه" تحقیقات مالی، ۲۰(۴)، ۴۴۵-۴۶۶.
- سلامیغلامرضا (۱۳۸۹) "آداب گذار؛ بنگاهداری تا سهام‌داری" توسعه‌مدیریت. مرداد، دوره جدید، شماره ۷۹، صص ۱۱ تا ۱۴.
- میدری، احمد (۱۳۹۲) رفع تضاد منافع بخش‌های بانکی و تولیدی در الگوهای مختلف بانکداری. مجلس و راهبرد، پاییز، شماره ۷۵، ۵۳-۷۸.
- طالب‌نیا، قدرت‌الله؛ میرحسینی، عاطفه‌السادات (۱۳۹۹) مالکیت نهادی بانک‌ها و هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه نظریه‌های نوین حسابداری، زمستان، شماره ۱۴، ۱-۱۹.
- علیمردانی، الهام؛ عباسیان، عزت‌اله (۱۳۹۸) طراحی الگوی غیرخطی برای بررسی اثر هم‌زمان کفایت سرمایه و سرمایه‌گذاری بانک‌ها در شرکت‌ها بر وام‌دهی. پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، سال سوم، زمستان، شماره ۵، ۱-۱۴.
- Anderson, R. C., & Fraser, D. R. (2000). Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry. *J. Bank. Financ.* 24, 1383-1398...
- Berlin, M., John, K., & Saunders, A. (1996). Bank Equity Stakes in Borrowing Firms and Financial Distress. *The Review of Financial Studies*, 9(3), 889-919. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/2962314>
- Kang, J. K., Shivdasani, A., & Yamada, T. (2000). The effect of bank relations on investment decisions: an investigation of Japanese takeover bids. *Journal of Finance*. 2197-2218.

- Betschinger, M.-A. (2015) ‘Do banks matter for the risk of a firm's investment portfolio? Evidence from foreign direct investment programs’ Strategic Management Journal. Volume36, Issue8, August 2015. Pages 1264-1276.
- Daqing Qi, Woody Wu and Hua Zhang (1997), "shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: evidence from listed Chinese companies" Pacific-Basin Finance Journal 8 2000 587–610
- Decker, C (2018) “Stakeholders’ Impact on Turnaround Performance: The Case of German Savings Banks” Journal of Small Business Management. Volume56, Issue4. October. Pages 534-554.
- Degryse, H., and S. Ongena, 2001, “Bank relationships and firm profitability, *Financial Management* 30, 9-34.
- Demsetz, H., (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", Journal of Law and Economics, Vol.:26, Pp: 375–390.
- Demsetz, H., and Villalonga, B., (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", Journal of Corporate Finance, Vol.: 7, Pp: 209–33.
- Gorton, G., Schmid, F., 2000. Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial Economics* 58, 29–80.
- James, C, and Smith C, D. “Are Banks Still Special? New Evidence on Their Role in the Corporate Capital-Raising Process” *Journal of Applied Corporate Finance* SPRING 2000 VOLUME 13.1. pp 52-63.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol (3), No. 4: 305-360.
- Johnson, S.A. (2003), "Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage", *Review of Financial Studies*, Vol. 16, pp. 209–36.
- Kang, J., and R.M. Stulz, (2000), "Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience," *Journal of Business* 73 (1), 1-23.
- Kun-Li Lin, Anh Tuan Doan (2012), "changes in ownership structure and bank efficiency in Asian developing countries: the role of financial freedom", *International Review of Economics & Finance*, Pages 19–34
- Limpahayom, P., Polwitoon, S., (2004). "Bank relationship and firm performance: evidence from Thailand before the Asian financial crisis". *Journal of Business Finance & Accounting* 31-9, 306–368.

- McConnell, John and Henri Servaes (1990) "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.
- Mahrt-Smith, J., 2006. Should banks own equity stakes in their borrowers? A contractual solution to hold-up problems. *Journal of Banking and Finance* 30, 2911–2929.
- Myeong Hyeon Cho., (1998), " Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.: 47, Pp: 103- 121.
- Thomsen, s., Pedersen (2000) "Ownership structure and economic performance in the largest european companies", *Strategic Management*. Volume 21, Issue 6. June. Pages 689-705.
- Fok, Robert C.W., Chang, Yuan-Chen and Lee, Wan-Tuz. (2004), "Bank Relationships and Their Effects on Firm Performance around the Asian Financial Crisis: Evidence from Taiwan" *financial management*, vol.33, NO, pp.89-112
- Santos, J., Rumble, A.S., (2006). "The American Keiretsu and universal banks: investing, voting and sitting on non financials" *corporate boards*. *Journal of Financial Economics* 80, 419–454.
- Lin, Xiaochi, Zhang, Yi, Zhu Ning (2009), "Does bank ownership increase firm value? Evidence from China", *Journal of International Money and Finance*. vol. 28, issue 4, 720-737.
- Lu, Zhengfei & Zhu, Jigao & Zhang, Weining, 2012. "Bank discrimination, holding bank ownership, and economic consequences: Evidence from China," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 36(2), pages 341-354.
- Fields, L. Paige, Donald R. Fraser, Avaniidhar Subrahmanyam (2012), Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans, *Journal of Banking & Finance*, Volume 36, Issue 5, May 2012, Pp. 1536-1547
- HOUSTON ,JOEL F., LIANGLIANG JIANG, CHEN LIN and YUE MA (2014), Political Connections and the Cost of Bank Loans, *Journal of Accounting Research* ,Vol 52, Issue 1, March 2014, Pp. 193–243.
- Ramly ,Zulkufly (2013), Corporate Governance, Shareholder Monitoring and Cost of Debt in Malaysia, *Engineering and Technology International Journal of Social, Management, Economics and Business Engineering*,2013, Vol:7, No:4,pp 494-505