



## واکاوی نقش ریسک پذیری صنعت بانکداری در سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با نقش تعدیلگر نقدینگی

محمد مهدی<sup>۱\*</sup>

آرمینا میرزاده<sup>۲</sup>

حمیرا ریگی<sup>۳</sup>

### چکیده

تأمین مالی خارجی جهت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است. شرکت‌ها در دوره‌هایی که به اصطلاح پول آسان نامیده می‌شود، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند؛ به عبارتی، وضعیت بازارهای مالی و به‌ویژه بخش بانکی می‌تواند بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثرگذار باشد. بر همین اساس هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری بخش بانکی و سرمایه‌گذاری شرکتی و همچنین نقش نگهداری وجه نقد بر این رابطه می‌باشد. برای این منظور از اطلاعات ۱۲۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش رگرسیون خطی با داده‌های پنل نشان می‌دهد که ریسک‌پذیری بخش بانکی تأثیر معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکتی دارد. علاوه بر این، نگهداری وجه نقد شرکت‌ها تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی بر سرمایه‌گذاری شرکتی را تعدیل می‌نماید؛ به عبارتی دیگر شرکت‌هایی که دارای نقدینگی بیشتری هستند، کمتر تحت تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی در سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرند.

**واژه‌های کلیدی:** بانک، سرمایه‌گذاری، ریسک‌پذیری، وجه نقد.

طبقه‌بندی JEL: G11، G24 و G32.

۱. استادیار، دانشگاه امام علی (ع)، تهران، ایران (نویسنده مسئول)؛ Mehdi@iamu.ac.ir

۲. عضو هیئت علمی، دانشگاه بین‌المللی چابهار، چابهار، ایران؛ Mirzadeh@iuc.ac.ir

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی چابهار، چابهار، ایران؛ homeirar243@gmail.com

## مقدمه

اخیراً پیامدهای نامطلوب درجات بالای ریسک‌پذیری بخش بانکی بر اقتصاد به‌ویژه در دوره‌های پس از بحران‌های بزرگ بانکی و مالی مورد توجه بسیاری قرار گرفته است. در دوره‌های گذشته، سیاست‌گذاران اساساً بر اطمینان از سلامت بانک‌های منفرد به‌منظور کاهش احتمال وقوع بحران بانکی که منجر به توسعه توافق‌نامه‌های بازل شد، تمرکز کردند. در سال‌های اخیر نیز، تمرکز به بحث در مورد چگونگی جلوگیری از افزایش ریسک سیستمی بخش بانکی یا مالی تغییر کرده است که منجر به توسعه سیاست‌های تنظیم احتیاط کلان شده است (کوروتی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷).

مطالعات و ادبیات گذشته استدلال می‌کنند که افزایش ریسک‌پذیری بانک‌ها با تسهیل وام‌دهی و نرم کردن استانداردهای وام‌دهی، به‌صورت فردی و جمعی، یکی از محرک‌های کلیدی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. در واقع، میل به ریسک‌پذیری بانک‌ها در زمان‌های مطلوب ممکن است شرکت‌ها را به سرمایه‌گذاری‌های بزرگتر تشویق کند؛ یعنی در زمان‌های مناسب، بانک‌ها تمایل دارند استانداردهای وام‌دهی خود را نرم‌تر کنند و بنابراین وام‌های بیشتری به شرکت‌ها برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها ارائه می‌کنند، درحالی‌که در زمان‌های بد و نامطلوب، استانداردهای وام‌دهی خود را سخت‌تر می‌کنند و اعطای وام به شرکت‌ها را کاهش می‌دهند. این رفتارها منجر به گسترش عرضه اعتبار و سرمایه‌گذاری شرکتی در زمان خوب و کاهش عرضه اعتبار و سرمایه‌گذاری شرکتی در زمان بد می‌شود (ساتو و ویتسونتی<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱).

همچنین، برخی مطالعات تأثیر شرایط بازار مالی را بر سرمایه‌گذاری شرکت بررسی می‌کنند. این مطالعات شواهدی در مورد نقدینگی بازار سهام و نقش تأمین مالی خارجی برای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را نشان می‌دهند. در دوره‌هایی که به اصطلاح «پول ارزان»<sup>۳</sup> نامیده می‌شود، شرکت‌ها تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند؛ زیرا دسترسی بهتری به منابع مالی خارجی دارند. برخی از مطالعات مانند بیکر و ایواشینا<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) نشان می‌دهند که رابطه بین عرضه وام بانکی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مثبت است. با این حال، سؤال اساسی در این خصوص، این است که وجه نقد یا به معنای وسیع‌تر، وجوه داخلی یک شرکت تا چه اندازه تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی را بر سرمایه‌گذاری شرکت پس از کنترل رشد وام بخش بانکی و سایر شرایط مالی و اقتصادی تعدیل می‌کند.

1. Cerutti et al
2. Sato & Vithessonthi
3. Easy Money
4. Becker & Ivashina

شرکت‌های با نقدینگی بیشتر که از نظر مالی محدودیت کمتری نسبت به شرکت‌های با نقدینگی کمتر دارند، در موقعیت بهتری برای افزودن ارزش با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت (NPV) نسبت به شرکت‌های با نقدینگی کمتر خواهند بود. مک‌لین و ژائو<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) فرض می‌کنند شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدی کمتری دارند، در هنگام سرمایه‌گذاری نیاز بیشتری به تأمین مالی خارجی خواهند داشت. افزایش موجودی وجه نقد ممکن است ناشی از تقاضای احتیاطی برای پول نقد باشد. علاوه بر این، شرکت‌ها ممکن است نقدینگی خود را در زمانی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها محدود است، افزایش دهند؛ اما مدیران تمایلی به بازگرداندن وجه نقد به سهام‌داران ندارند. همان‌طور که جنسن<sup>۲</sup> (۱۹۸۶) و ایندرست و مولر<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) اشاره کردند، شرکت‌هایی با سرمایه داخلی بزرگتر می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های جدیدی را بدون نیاز به تأمین مالی خارجی انجام دهند. اگر افزایش ریسک‌پذیری بخش بانکی با کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌ها، افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تسهیل کند، تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها باید نسبتاً برای شرکت‌هایی با محدودیت مالی کمتر نسبت به شرکت‌هایی که از نظر مالی محدودتر هستند، ضعیف‌تر باشد.

انواع منابع تأمین مالی در کشور به دو دسته منابع مالی بدون هزینه و منابع مالی با هزینه تقسیم‌بندی می‌شود. منابع مالی بدون هزینه شامل پیش‌دریافت از مشتریان، بستانکاران تجاری، سود سهام پرداختنی و هزینه‌های پرداختنی است. منابع مالی با هزینه به دو دسته منابع داخلی (سود انباشته) و منابع خارجی (تسهیلات کوتاه‌مدت و بلندمدت و انتشار سهام جدید) تقسیم می‌شود. در ایران، شرکت‌های بورسی در تأمین مالی وضعیت نامطلوبی دارند. بسیاری از این شرکت‌ها با مشکلات مالی مواجه هستند و از توانایی تأمین مالی داخلی و خارجی بهره‌مند نمی‌شوند. به‌طور کلی، شرکت‌های بورسی معمولاً از بانک‌ها و سرمایه‌گذاران محلی تأمین مالی می‌کنند و به‌دلیل نوسانات بازار و محدودیت‌های اقتصادی، تأمین مالی خارجی برای شرکت‌های بورسی ایران بسیار کم است (رحمانی نوروآباد و همکاران، ۱۳۹۹). بر همین اساس، شرکت‌ها اغلب مجبور به استفاده از منابع مالی بانک‌ها می‌گردند که اعطای تسهیلات بانک‌ها و ایجاد مطالبات به‌نوبه خود ریسک‌هایی را برای آن‌ها به همراه دارد. با توجه به این که تاکنون هیچ مطالعه داخلی تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی را بر سرمایه‌گذاری شرکتی و به‌ویژه نقش تعدیلی نقدینگی در این رابطه را بررسی ننموده، این پژوهش اولین

1. McLean & Zhao  
2. Jensen  
3. Inderst & Müller

مطالعه داخلی در این زمینه می‌باشد. به‌طور کلی، این پژوهش به بررسی تأثیر ریسک‌پذیری بانک‌ها بر عملکرد شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری می‌پردازد.

### مبانی نظری

سرمایه‌گذاران به دنبال حداکثر کردن ثروت خود هستند. فرصت‌های رشد، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه کرده و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در این میان سرمایه‌گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند، زیرا آنچه باعث موفقیت می‌گردد استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است که برای این امر باید سیاست‌های مالی مؤثر بر ایجاد فرصت‌های رشد را در واحدهای تجاری شناسایی کرد. امروزه دستگاه‌های اطلاعاتی حسابداری در کمترین زمان اطلاعات لازم را در دسترس استفاده‌کنندگان قرار می‌دهند تا در تصمیم‌گیری‌ها مورد استفاده قرار دهند (تهرانی، ۱۳۸۷).

ارتقای آگاهی‌های حرفه‌ای در زمینه سرمایه‌گذاری، همراه با توسعه فناوری ارتباطات باعث شده است که تأمین‌کنندگان سرمایه، وجوه خود را در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که امکان کسب سود در آن‌ها بیشتر است. آنچه در شرایط کنونی باعث موفقیت می‌گردد، استفاده بهینه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود است که برای این امر باید عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌ها را شناسایی کرد. تحلیلگران مالی با تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی شرکت، وضعیت آن را مورد بررسی قرار می‌دهند. امروزه یکی از مباحث مهم در مورد تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی شرکت‌ها، سودآوری و عملکرد شرکت‌ها است. از طرف دیگر، یکی از عوامل مؤثر بر بهبود عملکرد شرکت‌ها فرصت‌های رشد است و این می‌تواند نشان‌دهنده استعداد بالقوه شرکت در سودآوری و سرمایه‌گذاری باشد.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری در طی مراحل مختلف دارای چرخه عمر متفاوت است. شرکتی که از انعطاف‌پذیری بالایی برای استفاده از این فرصت‌ها برخوردار باشد، چشم‌انداز روشنی از آینده آن متصور است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری از جمله عوامل مؤثر بر رشد مناسب سود شرکت‌ها است. از طرفی اکثر قریب به اتفاق شرکت‌های منحل شده به دلیل ضعف مالی و فقدان سودآوری به مرحله انحلال کشیده شده‌اند. صورت سود یا زیان (به همراه اطلاعات موجود در سایر صورت‌های مالی) ابزار انتقال اطلاعات برای ارزیابی عملکرد شرکت و نتایج فعالیت‌های مالی است.

تئوری‌های مربوط به سطح سرمایه‌گذاری، دلایل انتخاب و بررسی تأثیر متغیرهای توبین، نرخ رشد درآمد، سود پرداختی، سود اعلام شده، تغییرات  $Q$  جریان نقدی، نسبت بدهی و تغییرات سرمایه بر سطح

سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را به بهترین نحو تشریح می‌کنند. تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری و آشنایی با نظریه‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند تا آنجا که ممکن است باعث بهبود مدیریت و افزایش ثروت سرمایه‌گذاران شده و تصمیم‌گیری آگاهانه را محقق سازد.

تصمیم‌گیران سرمایه‌گذاری با سه مسئله مهم انتظارات، وقفه‌ها و ریسک روبه‌رو است که پرداختن همزمان به آن‌ها برای اقتصاددانان به‌سادگی مقدور نیست؛ زیرا با توجه به این مسائل، عوامل بسیاری بر سطح سرمایه‌گذاری یک شرکت تأثیرگذار است (دنیس و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۴). مدیران شرکت‌ها، با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری و با به‌کارگیری آن‌ها در رسیدن به سطح سرمایه‌گذاری بهینه، می‌توانند نهایت بازدهی را ایجاد کنند (وردی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶). بازارهای ناکارا دارای نواقصی هستند که می‌تواند سطح سرمایه‌گذاری بهینه شرکت را تحت تأثیر قرار داده و در نهایت، به فرآیند "بیش سرمایه‌گذاری" و یا "کم سرمایه‌گذاری" منتهی شود. فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری بیان می‌کند شرکت‌هایی که کمتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند؛ لذا شناخت عوامل مهم و تأثیرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها، در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، بسیار حائز اهمیت است (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۸).

عدم تقارن اطلاعاتی، چندین تضاد بین ذینفعان اصلی ایجاد می‌کند که منتهی به فرآیند بیش یا کم سرمایه‌گذاری می‌گردد (مورگادو<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰). براساس فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری، از یک سو وجود جریان نقد به سبب نبود تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام‌داران منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌شود و از سوی دیگر وجود محدودیت در تأمین مالی، به کم سرمایه‌گذاری منتهی می‌گردد (بیدل و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹). جنسن (۱۹۸۶) با ترکیب نظریه نابرابری اطلاعات و نمایندگی، فرضیه جریان نقد آزاد را مطرح نمود که براساس آن وجوه باقی‌مانده، پس از تأمین مالی تمام پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت، باعث به‌وجود آمدن تضاد منافع، میان مدیران و سهام‌داران می‌شود. بر مبنای فرضیه سرمایه‌گذاری بی‌فایده، یکی از هزینه‌های نمایندگی که به دنبال تفکیک مالکیت از مدیریت شرکت‌ها ایجاد می‌شود، تمایل مدیران به سرمایه‌گذاری بیش از حد است که منجر به پذیرش پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی می‌شود (عباسی، ۱۳۸۳). بر مبنای پیش‌فرض‌های اصلی فرضیه

1. Denis et al
2. Verdi
3. Morgado
4. Biddle et al

جریان نقد آزاد، شرکت‌هایی که جریان نقد بالایی دارند، در امر سرمایه‌گذاری فعال‌تر هستند (کاتو، ۲۰۰۲). در تصمیم‌گیری‌های مربوط به انجام سرمایه‌گذاری‌ها، پیش‌بینی جریان‌ات نقدی شرکت، مبنای مهمی در نمایان ساختن توانایی شرکت در سرمایه‌گذاری‌ها برای دوره‌های آینده است (فریگو و گریانو، ۲۰۰۳). نرخ رشد درآمد نشان دهنده وضعیت جریان نقد شرکت است؛ اما درآمد شرکت لزوماً برابر با جریان نقدی موجود شرکت برای پرداخت سود و یا سرمایه‌گذاری نیست. نسبت  $Q$  توپین یک شرکت، نشان‌دهنده فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن شرکت است. نظریه سرمایه‌گذاری توپین به نسبت  $Q$  (نسبت ارزش بازاری دارایی‌های مالی به هزینه‌های مالی شرکت و نسبت ارزش بازاری دارایی به هزینه جایگزینی دارایی‌های واقعی شرکت) مربوط می‌شود (کاتو، ۲۰۰۲). شاخص  $Q$  توپین به سرمایه‌گذار در شناسایی بازارهای جذاب کمک می‌کند و به مدیران نشان می‌دهد که بهتر است از بدهی‌های بلندمدت استفاده کنند یا از بدهی‌های کوتاه‌مدت؟ از نظر گوردون<sup>۳</sup> (۱۹۶۴) و والتر<sup>۴</sup> (۱۹۵۶) شرکت‌های در حال رشد که نرخ هزینه سرمایه آن‌ها کمتر از نرخ بازده است، دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند. در این شرکت‌ها افزایش سود انباشته و تبدیل آن به سرمایه موجب افزایش قیمت سهام می‌شود.

افزون بر این، انواع مؤسسات مالی بخشی از سیستم کلان مالی محسوب می‌شوند و سیستم مالی هم از مهمترین اجزای نظام اقتصادی می‌باشد. مؤسسات مالی مجموعه‌ای از واسطه‌ها در بازار پول و سرمایه می‌باشند که انواع سپرده، انواع اوراق بهادار و ابزارهای پول و سرمایه را به صورت مد نظر خود تغییر داده و به واسطه آن تسهیلات اعطایی در اختیار بخش واقعی اقتصاد قرار می‌گیرد. این مؤسسات با ایجاد نمودن و ارائه خدمات لازم پرداخت، تجهیز منابع، پس‌انداز، تخصیص اعتبار و بسترسازی برای دست‌اندرکاران در بازارهای مالی برای مواجهه با ریسک‌های تجاری و نوسانات قیمت فعالیت‌های اقتصادی را ساده‌سازی نموده و وضع اقتصاد عمومی را دگرگون می‌کند. این مؤسسات می‌توانند تخصیص منابع را ارتقا بخشیده و زمینه کارایی فعالیت کارفرمایان اقتصادی و واحدهای تولیدی را فراهم نمایند (مجتهد و حسن‌زاده، ۱۳۸۴).

مؤسسات مالی باعث می‌شوند کیفیت اطلاع‌رسانی برای کلیه واحدهای اقتصادی جامعه، فراهم آمده و فعالیت‌های اقتصادی را آسان‌تر نموده، به کارایی بیشتر واحدهای تولیدی کمک کرده، ریسک‌های تولیدی و نقدینگی را تقلیل داده و در تخصیص مطلوب‌تر منابع نقش درخوری را نمایان

1. Kato
2. Frigo & Graziano
3. Gordon
4. Walter

سازند. مؤسسه‌های مالی که واسطه‌گری وجوه خود را به حساب خویش اجرا می‌کنند، در هر کشوری برحسب درجه توسعه‌یافتگی و تشکیل بازارهای پول و سرمایه، متنوع و مختلف هستند. بانک‌های تجاری، بانک‌های تخصصی، بانک‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های اجاره، سازمان تأمین اجتماعی، صندوق بازنشستگی، مؤسسات رتبه‌بندی اعتباری، کارگزاران بورس اوراق بهادار، مؤسسات پس‌انداز و مسکن، از جمله این مؤسسات و نهادها محسوب می‌شوند (مجتهد و حسن‌زاده، ۱۳۸۴). ریسک‌پذیری بانک‌ها و تصمیم‌گیری‌ها در زمان‌های مناسب ممکن است شرکت‌ها را به سرمایه‌گذاری‌های بزرگتر تشویق کند. به این معنی که در زمان‌های مناسب، بانک‌ها تمایل دارند استانداردهای وام‌دهی خود را نرم‌تر کنند و بنابراین وام‌های بیشتری به شرکت‌ها برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها ارائه می‌کنند، درحالی‌که در زمان‌های نامطلوب استانداردهای وام‌دهی خود را سخت‌تر می‌کنند و اعطای وام به شرکت‌ها را کاهش می‌دهند. این رفتارها منجر به گسترش عرضه اعتبار و سرمایه‌گذاری شرکتی در زمان‌های مطلوب و مناسب و کاهش عرضه اعتبار و سرمایه‌گذاری شرکتی در زمان‌های نامطلوب و نامناسب می‌شود.

علاوه بر این، مطالعات گذشته نشان می‌دهد که نقدینگی یک شرکت با فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مرتبط است (لولن و لولن، ۲۰۱۶). هنگامی که درجه نوسانات جریان نقدی افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاری در مخارج سرمایه و تحقیق و توسعه کاهش می‌یابد (مینتون و شراند، ۱۹۹۹)؛ در نتیجه شرکت‌ها ممکن است از نظر مالی محدود باشند و نتوانند تأمین مالی خارجی را برای پوشش کامل شوک‌های جریان نقدی نامطلوب خود به دست آورند.

هنگامی که شرکت‌ها دارای منابع نقدی بیشتری هستند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوبی ندارند، اگر مشکل نمایندگی غالب نگردد، باید وجه نقد اضافی را بین سهام‌داران خود توزیع کنند. باین‌حال، شرکت‌ها ممکن است نقدینگی زیادی را به‌عنوان یک اقدام پیشگیرانه برای کاهش اثر نامطلوب شوک‌های جریان نقدی بالقوه یا کاهش ریسک تأمین مالی مجدد داشته باشند (هارفورد و همکاران، ۲۰۱۴). شرکت‌ها از وجوه نقد اضافی (غیر عملیاتی) و خطوط اعتباری خود برای محافظت در برابر شوک‌های جریان نقدی در آینده استفاده می‌کنند، که به‌طور بالقوه می‌تواند جایگزین نقدینگی اضافی شود و به‌عنوان گزینه‌ای برای بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی در زمان‌های مناسب از آن بهره‌مند شوند.

1. Lewellen & Lewellen
2. Minton & Schrand
3. Harford et al

## مروری بر پیشینه تحقیق

### پیشینه داخلی

محمودزاده و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و نشان دادند که بین ریسک‌پذیری و ارزش آتی سهام شرکت رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

یاری‌فرد و همکاران (۱۴۰۲) رابطه بین دوره‌ای ریسک، سرمایه و کارایی در نظام بانکداری ایران را طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که بین سرمایه و کارایی با ریسک رابطه معناداری وجود دارد.

لونی و همکاران (۱۴۰۰) اثر ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی را بر سرمایه‌گذاری شرکتی مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان داد که ناطمینانی سیاست‌های اقتصادی تأثیر منفی و معکوسی بر سرمایه‌گذاری شرکتی دارد. همچنین، نتایج آن‌ها نشان داد که تأثیر ناطمینانی سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری شرکتی نسبت به ناطمینانی سیاست مالی بیشتر است.

گل‌محمدی شورکی (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین سطح ریسک‌پذیری شرکت و ارزش شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ پرداخته و نشان داد که ریسک‌پذیری شرکت رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد. همچنین، نسبت گردش سهام، نسبت عدم نقدشوندگی و درصد سهام شناور آزاد فاقد رابطه معنادار با ارزش شرکت است؛ ولی رتبه نقدشوندگی شرکت رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد. علاوه بر این، نتایج نقدشوندگی سهام رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت را تعدیل نمی‌کند.

دهقان و همکاران (۱۳۹۸) نیز در بررسی ارتباط میان ریسک اعتباری بانک‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران و ریسک و بازده سهام آن‌ها نشان دادند که ریسک اعتباری بانک‌ها تأثیر منفی و معناداری بر بازده سهام بانک‌ها دارد و میان ریسک اعتباری بانک‌ها و متغیرهای ریسک (بتای سنتی و بتای نامطلوب) نیز رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

### پیشینه خارجی

لی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) در بررسی نقش نگهداری وجه نقد شرکت در پاسخ به ریسک نشان دادند که شرکت‌ها در مواجهه با ریسک‌های ژئوپولیک، تمایل به نگهداری پول نقد بیشتری دارند. جمعا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) نقش تعدیل‌کننده تنوع شرکتی در رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و سرمایه‌گذاری شرکتی را بررسی نمودند. نتایج آن‌ها نشان داد که تنوع شرکت‌ها به‌طور مثبت تأثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت را با کاهش محدودیت‌های مالی تعدیل می‌کند. همچنین، تجزیه و تحلیل آن‌ها نشان داد که تنوع، تأثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.

امیهود و لوی<sup>۳</sup> (۲۰۲۳) در مطالعه خود دریافتند که نقدینگی بازار سهام بر سرمایه‌گذاری و تولید شرکت تأثیر دارد. به اعتقاد آن‌ها عدم نقدشوندگی، که هزینه سرمایه شرکت‌ها را افزایش می‌دهد، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای، تحقیق و توسعه و موجودی را کاهش می‌دهد. شرکت‌های فاقد نقدشوندگی بهره‌وری نهایی سرمایه، افزایش نیروی کار بیشتر برای افزایش دارایی‌ها و اهرم عملیاتی پایین‌تری دارند که به معنای اتکای کمتر به هزینه‌های ثابت است.

ساتو و ویتسونتی (۲۰۲۱) رابطه بین ریسک‌پذیری بخش بانکی و سرمایه‌گذاری شرکت را بررسی کردند و به این نتیجه دست یافتند که هم نگهداری وجه نقد و هم ریسک‌پذیری بخش بانکی با سرمایه‌گذاری شرکتی ارتباط مثبت و معناداری دارند. علاوه بر این، شرکت‌هایی که نقدینگی کمتری دارند، در دوره‌های ریسک‌پذیری بیشتر توسط بخش بانکی، به‌طور نامتناسبی بیش از شرکت‌های با نقدینگی بیشتر، سرمایه‌گذاری می‌کنند.

### روش‌شناسی پژوهش

با توجه به اینکه این پژوهش به بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری صنعت بانکداری و سرمایه‌گذاری شرکتی با نقش تعدیلی نقدینگی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد، لذا پژوهشی توصیفی است که در پی توصیف روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون‌های آماری است. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، پژوهشی توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی است و در حوزه مطالعات پس‌رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار می‌گیرد و مبتنی بر اطلاعات

1. Lee et al

2. Jumah et al

3. Amihud & Levi

- واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره با استفاده از روش پانل دیتا استفاده می‌شود.
- جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ می‌باشد که با توجه شرایط زیر شرکت‌ها انتخاب می‌شوند:
۱. شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۴۰۱ از بورس اخراج نشده باشند.
  ۲. شرکت‌ها بین سال‌های دوره زمانی تحقیق، تغییر سال مالی نداشته باشند.
  ۳. شرکت‌های مورد نظر جزء بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، لیزینگ‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و صندوق‌ها نباشند.
  ۴. اطلاعات مورد نیاز متغیرها در دسترس باشند.

### سوال‌های تحقیق

سوال‌های پژوهش نیز به‌صورت زیر تعریف می‌شوند:

- سوال ۱:** آیا ریسک‌پذیری بخش بانکی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد؟
- سوال ۲:** آیا نقدینگی نقش تعدیل‌کنندگی معناداری در تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد؟

### مدل تحقیق

جهت بررسی تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی بر سرمایه‌گذاری شرکتی، بر اساس مطالعه ساتو و ویتسونتی (۲۰۲۱) از رابطه ۱ استفاده می‌شود.

$$\begin{aligned}
 CAPEX_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 BRT_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} \\
 &+ \beta_3 DIVTA_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 PPETA_{i,t} \\
 &+ \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 TQ_{i,t} + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{رابطه ۱}$$

همچنین، جهت بررسی نقش تعدیلی نقدینگی در تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی بر سرمایه‌گذاری شرکتی نیز از رابطه ۲ استفاده می‌شود.

$$\begin{aligned}
 CAPEXTA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 BRT_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} \\
 & + \beta_3 BRT_{i,t} \times Cash_{i,t} + \beta_4 DIVTA_{i,t} \\
 & + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 PPETA_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} \\
 & + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 TQ_{i,t} + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{رابطه ۲}$$

که در آن متغیرهای پژوهش به شرح زیر می باشد:

#### - متغیر وابسته

سرمایه گذاری (CAPEXTA): برای سنجش این متغیر از نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌های دوره گذشته شرکت استفاده می‌شود.

#### - متغیر مستقل (توضیحی)

ریسک‌پذیری بانک (BRT): ریسک‌پذیری بانک که از طریق دو شاخص امتیاز (Z-SCORE) مجموع بانک‌ها (مجموع بازده دارایی‌ها به اضافه نسبت سرمایه به دارایی تقسیم بر انحراف استاندارد بازده دارایی‌ها) و حاشیه سود خالص بانک مجموع بانک‌ها (INTMAR) استفاده می‌شود. لازم به ذکر است از آنجا که مقدار بالای Z-SCORE به معنای ریسک کمتر نکول بانک است، برای سهولت در تفسیر، از شاخص INZ-SCORE به عنوان معکوس Z-SCORE استفاده می‌شود.

#### - متغیر تعدیل‌گر

نقدینگی شرکت (Cash): نقدینگی شرکت برابر است با نسبت نقدینگی پایان دوره شرکت به کل دارایی‌ها.

#### - متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی شامل متغیرهای ذیل هستند:

سود تقسیمی (DIVTA): برابر است با نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها؛

اهرم مالی (LEV): برابر است با نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها؛

دارایی‌های مشهود (PPETA): برابر است با نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به کل

دارایی‌ها؛

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): برابر است با نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌های

شرکت؛

**بازده دارایی‌ها (ROA):** برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها؛  
و **کیو توبین (TQ):** برابر است با نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری کل بدهی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

### یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از تحلیل توصیفی داده‌ها برای کل شرکت‌های نمونه در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. تحلیل توصیفی داده‌های تحقیق برای کل شرکت‌های نمونه

| متغیر                  | شاخص                   | نماد      | میانگین | بیشترین | کمترین  | انحراف استاندارد |
|------------------------|------------------------|-----------|---------|---------|---------|------------------|
| ریسک‌پذیری بانک        | امتیاز Z               | INZ-SCORE | ۰/۰۴۵   | ۰/۳۹۱   | -۰/۰۲۲  | ۰/۱۱۳            |
|                        | حاشیه سود خالص بانک‌ها | INTMAR    | ۱۰۰/۵۵  | ۸۱۰/۷۲  | ۱۲/۰۴۶  | ۲۲۵/۲۴           |
| سرمایه‌گذاری           | سرمایه‌گذاری           | CAPEXTA   | ۰/۰۳۷   | ۰/۶۶۳   | -۰/۳۶۶  | ۰/۰۹۸            |
| نقدینگی شرکت           | نقدینگی شرکت           | Cash      | ۰/۰۴۸   | ۰/۵۹۹   | -۰/۰۰۰۳ | ۰/۰۵۴            |
| سود تقسیمی             | سود تقسیمی             | DIVTA     | ۰/۰۴۵   | ۰/۳۶۹   | ۰/۰۰۰   | ۰/۰۶۲            |
| اهرم مالی              | اهرم مالی              | LEV       | ۰/۵۵۰   | ۱/۲۶۹   | ۰/۰۳۱   | ۰/۱۹۵            |
| دارایی‌های مشهود       | دارایی‌های مشهود       | PPETA     | ۰/۲۵۵   | ۰/۹۶۸   | ۰/۰۰۷   | ۰/۱۷۶            |
| بازده حقوق صاحبان سهام | بازده حقوق صاحبان سهام | ROE       | ۲۹/۹۳۸  | ۹۵/۴۲۶  | -۹۲/۷۴۴ | ۲۶/۸۴۹           |
| بازده دارایی‌ها        | بازده دارایی‌ها        | ROA       | ۱۴/۴۵۲  | ۶۷/۳۱۹  | -۴۰/۴۴۶ | ۱۵/۲۹۹           |
| ارزش شرکت              | کیو توبین              | TQ        | ۱۰/۶۷۱  | ۹۴/۸۸۱  | ۰/۰۰۰   | ۱۶/۲۴۶           |

قبل از تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها، پایایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. بدین منظور از آزمون فیلیپس پرون استفاده شده که نتایج آن در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. آزمون ریشه واحد

| مقدار احتمال | آماره آزمون | نماد      | شاخص                   |
|--------------|-------------|-----------|------------------------|
| ۰/۰۰         | ۶۰۲/۲۰      | INZ-SCORE | امتیاز Z               |
| ۰/۰۰         | ۷۷۶/۷۴      | INTMAR    | حاشیه سود خالص بانکها  |
| ۰/۰۰         | ۶۱۹/۳۹      | CAPEXTA   | سرمایه گذاری           |
| ۰/۰۰         | ۵۲۶/۳۴      | Cash      | نقدینگی شرکت           |
| ۰/۰۰         | ۵۰۸/۹۹      | DIVTA     | سود تقسیمی             |
| ۰/۰۰۱        | ۳۳۵/۱۳      | LEV       | اهرم مالی              |
| ۰/۰۰         | ۴۶۶/۶۳      | PPETA     | دارایی های مشهود       |
| ۰/۰۰         | ۴۴۶/۵۴      | ROE       | بازده حقوق صاحبان سهام |
| ۰/۰۰         | ۴۰۴/۵۰      | ROA       | بازده دارایی ها        |
| ۰/۰۰         | ۴۴۵/۴۹      | TQ        | کیو توبین              |

نتایج جدول ۲ نشان می دهد که میزان احتمال تمامی متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین تمامی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند. در گام بعدی، آزمون های F لیمر و هاسمن جهت تعیین پانل بودن یا تلفیقی بودن داده ها و نوع اثرات ثابت یا تصادفی مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون F لیمر جهت تعیین نوع داده ها و همچنین، آزمون هاسمن جهت تعیین اثرات ثابت یا تصادفی به شرح جدول ۳ می باشد.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

| فرضیه   | مدل            | آزمون F لیمر | احتمال | نتیجه         | آماره هاسمن | احتمال | نتیجه      |
|---------|----------------|--------------|--------|---------------|-------------|--------|------------|
| مدل اول | امتیاز Z       | ۲/۶۸۷        | ۰/۰۰   | داده های پانل | ۱۳۲/۷۷      | ۰/۰۰   | اثرات ثابت |
|         | حاشیه سود خالص | ۲/۶۷۲        | ۰/۰۰   | داده های پانل | ۱۳۰/۵۹      | ۰/۰۰   | اثرات ثابت |
| مدل دوم | امتیاز Z       | ۲/۶۸۶        | ۰/۰۰   | داده های پانل | ۱۳۲/۶۰      | ۰/۰۰   | اثرات ثابت |
|         | حاشیه سود خالص | ۲/۶۹۰        | ۰/۰۰   | داده های پانل | ۱۳۲/۲۵۴     | ۰/۰۰   | اثرات ثابت |

با توجه به نتایج جدول ۳ که نشان می دهد مقدار احتمال آماره آزمون F لیمر برای همه مدل های فرضیه اول و دوم کمتر از مقدار بحرانی ۰/۰۵ است، فرض صفر آزمون آن ها رد شده و مدل مورد تأیید، از نوع پانل می باشد. همچنین با توجه به مقدار احتمال آماره آزمون برای این مدل ها که کم تر از مقدار

بحرانی ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر مبتنی بر وجود اثرات تصادفی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و مدل‌های مورد استفاده از نوع پانل با اثرات ثابت می‌باشند. در نهایت فرضیه‌های پژوهش با توجه به مدل‌های مناسب آماری تعیین شده، مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از برآورد مدل اول به شرح جدول ۴ می‌باشد.

جدول ۴. نتایج تجزیه و تحلیل مدل اول

| INTMAR         |                                     |         | INZ-SCORE      |                                     |         | نماد  | متغیر                  |
|----------------|-------------------------------------|---------|----------------|-------------------------------------|---------|-------|------------------------|
| نتیجه          | Prob.                               | Coeff   | نتیجه          | Prob.                               | Coeff   |       |                        |
| تأیید          | ۰/۰۳۶                               | -۰/۰۰۰۱ | تأیید          | ۰/۰۰۵                               | -۰/۰۳۶  | BRT   | ریسک‌پذیری بخش بانکی   |
| رد             | ۰/۱۷۵                               | ۰/۰۳۴   | رد             | ۰/۲۲۲                               | ۰/۰۲۸   | Cash  | نقدینگی شرکت           |
| رد             | ۰/۹۹۷                               | -۰/۰۰۱  | رد             | ۰/۸۰۴                               | ۰/۰۰۶   | DIVTA | سود تقسیمی             |
| تأیید          | ۰/۰۰                                | -۰/۰۹۰  | تأیید          | ۰/۰۰۵                               | -۰/۰۹۳  | LEV   | اهرم مالی              |
| تأیید          | ۰/۰۰                                | ۰/۲۸۵   | تأیید          | ۰/۰۰                                | ۰/۲۸۷   | PPETA | دارایی‌های مشهود       |
| تأیید          | ۰/۰۰۴                               | ۰/۰۰۰۴  | تأیید          | ۰/۰۰۷                               | ۰/۰۰۰۴  | ROE   | بازده حقوق صاحبان سهام |
| رد             | ۰/۸۲۳                               | ۰/۰۰۰۱  | رد             | ۰/۸۳۸                               | -۰/۰۰۰۱ | ROA   | بازده دارایی‌ها        |
| رد             | ۰/۸۲۹                               | -۰/۰۰۰۲ | رد             | ۰/۶۰۷                               | -۰/۰۰۰۱ | TQ    | کیو توبین              |
| رد             | ۰/۸۸۰                               | ۰/۰۰۲   | رد             | ۰/۷۶۷                               | ۰/۰۰۶   | C     | عرض از مبدا            |
| ۵/۷۷۴<br>۰/۰۰  | F<br>احتمال                         |         | ۶/۰۵۶<br>۰/۰۰  | F<br>احتمال                         |         |       |                        |
| ۱/۶۵۱          | دوربین واتسون                       |         | ۱/۶۳۶          | دوربین واتسون                       |         |       |                        |
| ۰/۳۹۵<br>۰/۳۲۷ | R <sup>2</sup><br>Ad R <sup>2</sup> |         | ۰/۴۰۷<br>۰/۳۴۰ | R <sup>2</sup><br>Ad R <sup>2</sup> |         |       |                        |
| ۱/۶۴۴<br>۰/۰۸۳ | آزمون وایت<br>احتمال                |         | ۰/۹۰۹<br>۰/۱۳۷ | آزمون وایت<br>احتمال                |         |       |                        |
| ۲۵۳/۸۳<br>۰/۰۰ | آزمون جاک‌برا<br>احتمال             |         | ۲۴۲/۹۲<br>۰/۰۰ | آزمون جاک‌برا<br>احتمال             |         |       |                        |

نتایج به دست آمده از جدول ۴ نشان می‌دهد که با توجه به مقدار F و سطح احتمال آن که کمتر از مقدار بحرانی ۰/۰۵ است، هر دو مدل در سطح معنادار و قابل قبولی قرار دارند. همچنین، آماره دوربین واتسون در هر دو مدل در بازه مقداری ۱/۵ تا ۲/۵ قرار داشته و بنابراین می‌توان بیان نمود که مشکل

خودهمبستگی در مدل‌ها وجود ندارد. در رابطه با واریانس همسانی نیز نتایج آزمون وایت و سطح احتمال آن برای هر دو مدل بیشتر از مقدار بحرانی  $0/05$  بوده و بنابراین مشکل واریانس همسانی نیز در مدل‌ها وجود نخواهد داشت. نتایج آزمون جاک-برا جهت بررسی نرمال بودن باقی‌مانده‌ها نیز نشان می‌دهد که با توجه به آماره آزمون که کمتر از مقدار بحرانی  $0/05$  است، در هیچ یک از مدل‌ها باقی‌مانده‌ها دارای توزیع نرمال نمی‌باشند؛ با این حال با توجه به این که حجم داده‌ها بزرگ بوده (بزرگتر از ۳۰) و همچنین از آنجا که سایر آزمون‌ها و فرضیه‌های کلاسیکی در مدل تأیید شده، نرمال نبودن توزیع باقی‌مانده‌های مدل نمی‌تواند خللی در نتایج به وجود آورد. در نهایت، ضریب تعیین در مدل‌های مربوط به شاخص‌های امتیاز  $Z$  (Z-SCORE) مجموع بانک‌ها و حاشیه سود خالص مجموع بانک‌ها به ترتیب برابر با  $0/407$  و  $0/395$  می‌باشد که نشان دهنده قدرت توضیح‌دهندگی بالاتر مدل مربوط به شاخص امتیاز  $Z$  نسبت به مدل حاشیه سود خالص مجموع بانک‌ها می‌باشد.

در رابطه با سوال و هدف اول، نتایج نشان می‌دهد که با توجه به احتمال آماره  $t$  متغیر ریسک‌پذیری بخش بانکی در هر دو شاخص که در مدل‌های مختلف برآورد شده کمتر از مقدار بحرانی  $0/05$  است، بنابراین تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی با استفاده از شاخص‌های امتیاز  $Z$  (Z-SCORE) مجموع بانک‌ها و حاشیه سود خالص بانک مجموع بانک‌ها بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأیید می‌گردد و با توجه به مقدار ضریب تأثیر که منفی است، این تأثیر معکوس می‌باشد.

همچنین، نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون  $t$  متغیر نقدینگی شرکت در هر دو مدل مورد استفاده از مقدار بحرانی  $0/05$  بیشتر است، بنابراین، تأثیر مستقیم نقدینگی شرکت بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأیید نمی‌گردد.

افزون بر این، در خصوص متغیرهای کنترلی نتایج نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیرهای اهرم مالی، دارایی‌های مشهود و بازده حقوق صاحبان سهام در هر دو مدل کمتر از  $0/05$  بوده، بنابراین تأثیر آن‌ها بر سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأیید می‌گردد؛ به طوری که اهرم مالی تأثیر منفی و معکوس و دارایی‌های مشهود و بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر مثبت و مستقیمی داشته‌اند. نتایج حاصل از بررسی و تجزیه و تحلیل مدل دوم به شرح جدول ۵ می‌باشد.

جدول ۵. نتایج تجزیه و تحلیل مدل دوم

| INTMAR         |                                     |         | INZ-SCORE      |                                     |          | نماد         | متغیر                                  |
|----------------|-------------------------------------|---------|----------------|-------------------------------------|----------|--------------|--|
| نتیجه          | Prob.                               | Coeff   | نتیجه          | Prob.                               | Coeff    |              |  |
| تأیید          | ۰/۰۰۴                               | -۰/۰۰۰۱ | تأیید          | ۰/۰۰۵                               | -۰/۰۲۶   | BRT          | ریسک‌پذیری بخش بانکی                   |
| رد             | ۰/۳۸۷                               | ۰/۱۹۷   | رد             | ۰/۱۴۴                               | ۰/۰۳۷    | Cash         | نقدینگی شرکت                           |
| تأیید          | ۰/۰۰۶                               | ۰/۰۰۰۲  | تأیید          | ۰/۰۲۷                               | ۰/۲۲۲    | BRT×<br>Cash | ریسک‌پذیری بخش بانکی ×<br>نقدینگی شرکت |
| رد             | ۰/۹۸۲                               | ۰/۰۰۰۵  | رد             | ۰/۸۲۰                               | ۰/۰۰۵    | DIVTA        | سود تقسیمی                             |
| تأیید          | ۰/۰۱۱                               | -۰/۰۹۱  | تأیید          | ۰/۰۰۴                               | -۰/۰۹۴   | LEV          | اهرم مالی                              |
| تأیید          | ۰/۰۰                                | ۰/۲۸۵   | تأیید          | ۰/۰۰                                | ۰/۲۸۸    | PPETA        | دارایی‌های مشهود                       |
| تأیید          | ۰/۰۱۲                               | ۰/۰۰۰۴  | تأیید          | ۰/۰۰۷                               | ۰/۰۰۰۴   | ROE          | بازده حقوق صاحبان سهام                 |
| رد             | ۰/۸۲۴                               | ۰/۰۰۰۱  | رد             | ۰/۸۳۶                               | -۰/۰۰۰۱  | ROA          | بازده دارایی‌ها                        |
| رد             | ۰/۸۴۴                               | -۰/۰۰۰۳ | رد             | ۰/۶۴۹                               | -۰/۰۰۰۰۱ | TQ           | کیو توبین                              |
| رد             | ۰/۸۷۸                               | ۰/۰۰۳   | رد             | ۰/۷۸۰                               | ۰/۰۰۶    | C            | عرض از مبدا                            |
| ۵/۷۲۰<br>۰/۰۰  | F<br>احتمال                         |         | ۶/۰۳۱<br>۰/۰۰  | F<br>احتمال                         |          |              |  |
| ۱/۶۵۳          | دوربین واتسون                       |         | ۱/۷۸۷          | دوربین واتسون                       |          |              |  |
| ۰/۳۸۵<br>۰/۳۲۶ | R <sup>2</sup><br>Ad R <sup>2</sup> |         | ۰/۴۰۸<br>۰/۳۴۰ | R <sup>2</sup><br>Ad R <sup>2</sup> |          |              |  |
| ۱/۱۰۲<br>۰/۰۹۲ | آزمون وایت<br>احتمال                |         | ۰/۹۳۷<br>۰/۱۲۰ | آزمون وایت<br>احتمال                |          |              |  |
| ۳۵۷/۸۷<br>۰/۰۰ | آزمون چارک‌برا<br>احتمال            |         | ۳۳۲/۳۴<br>۰/۰۰ | آزمون چارک‌برا<br>احتمال            |          |              |  |

نتایج به‌دست آمده از جدول ۵ نشان می‌دهد که با توجه به مقدار F و سطح احتمال آن که کمتر از مقدار بحرانی ۰/۰۵ است، هر دو مدل در سطح معنادار و قابل قبولی قرار دارند. همچنین، آماره دوربین واتسون مدل‌ها در بازه مقداری ۱/۵ تا ۲/۵ قرار داشته و بنابراین می‌توان بیان نمود که مشکل خودهمبستگی در مدل‌ها وجود ندارد. در رابطه با واریانس همسانی نیز نتایج آزمون وایت و سطح احتمال آن برای هر دو مدل بیشتر از مقدار بحرانی ۰/۰۵ بوده، بنابراین مشکل واریانس همسانی نیز در مدل‌ها وجود نخواهد داشت. نتایج آزمون چارک-برا جهت بررسی نرمال بودن باقی‌مانده‌ها نیز مشابه مدل‌های اول نشان می‌دهد که با توجه به سطح احتمال آماره که کمتر از مقدار ۰/۰۵ است، در هیچ یک از مدل‌ها باقی‌مانده‌ها دارای توزیع نرمال نمی‌باشند؛ با این حال با توجه به این که حجم داده‌ها

بزرگ می‌باشد (بزرگتر از ۳۰) و همچنین از آنجا که سایر آزمون‌ها و فرضیه‌های کلاسیکی در مدل تأیید شده، نرمال نبودن توزیع باقی‌مانده‌های مدل نمی‌تواند خللی در نتایج به‌وجود آورد. در نهایت، ضریب تعیین در مدل‌های مربوط به شاخص‌های امتیاز Z (Z-SCORE) مجموع بانک‌ها و حاشیه سود خالص بانک مجموع بانک‌ها به ترتیب برابر با ۰/۴۰۸ و ۰/۳۸۵ می‌باشد که نشان دهنده قدرت توضیح دهنده نسبتاً بالاتر مدل مربوط به شاخص امتیاز Z (Z-SCORE) مجموع بانک‌ها نسبت به مدل حاشیه سود خالص بانک مجموع بانک‌ها می‌باشد.

در رابطه با مدل دوم، نتایج نشان می‌دهد با توجه به احتمال آماره t متغیر تعاملی (نقدینگی شرکت × ریسک‌پذیری بخش بانکی) که در هر دو مدل مربوط به شاخص‌های امتیاز Z (Z-SCORE) مجموع بانک‌ها و حاشیه سود خالص بانک مجموع بانک‌ها کمتر از مقدار بحرانی ۰/۰۵ است، نقش تعدیلی نقدینگی شرکت در تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی با شاخص‌های امتیاز Z (Z-SCORE) مجموع بانک‌ها و حاشیه سود خالص بانک مجموع بانک‌ها بر سرمایه‌گذاری شرکتی تأیید می‌گردد. به طوری که نقدینگی شرکت تأثیر منفی و معکوس ریسک‌پذیری بخش بانکی بر سرمایه‌گذاری شرکت را تعدیل می‌کند. به عبارت دیگر، شرکت‌های دارای نقدینگی بالاتر، کمتر تحت تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی در سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرند.

افزون بر این، درخصوص متغیرهای کنترلی نیز نتایج نشان می‌دهد مشابه مدل‌های اول برای متغیرهای اهرم مالی، دارایی‌های مشهود و بازده حقوق صاحبان سهام سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ بوده و بنابراین، تأثیر آن‌ها بر سرمایه‌گذاری شرکتی تأیید می‌گردد؛ به طوری که اهرم مالی تأثیر منفی و معکوس و دارایی‌های مشهود و بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر مثبت و مستقیمی بر سرمایه‌گذاری شرکتی داشته‌اند. باین‌حال، تأثیر متغیرهای کنترلی سود تقسیمی، بازده دارایی‌ها و کیو توبین بر سرمایه‌گذاری شرکتی تأیید نشده است.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

سرمایه‌گذاری شرکت‌ها برای رشد اقتصادی، افزایش تولید و توسعه فناوری‌های جدید اهمیت فراوانی دارد. همچنین، از آنجا که شرکت‌ها جهت حفظ و توسعه خود نیاز به سرمایه‌گذاری داشته و سرمایه‌گذاری نیز نیازمند تأمین مالی از بازارهای مالی و به‌ویژه بخش بانکی می‌باشد، موضوع ریسک بخش بانکی مورد توجه قرار گرفته و از اهمیت بالایی برخوردار است. بنابراین، در شناسایی عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری، توجه به ریسک‌پذیری بخش بانکی ضروری به‌نظر می‌رسد. اگر بانک‌ها

ریسک‌پذیری بالایی داشته باشند، تأمین مالی شرکت‌ها تسهیل می‌شود، اما اگر بانک‌ها محافظه‌کار باشند و تمایل کمتری به پذیرش ریسک داشته باشند، دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی کاهش می‌یابد و به تبع آن، سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. در شرایط مناسب، بانک‌ها تمایل دارند استانداردهای وام‌دهی خود را نرم‌تر کنند، بنابراین وام‌های بیشتری به شرکت‌ها برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها ارائه می‌کنند؛ درحالی‌که در شرایط نامطلوب و بد استانداردهای وام‌دهی خود را سخت‌تر می‌کنند و اعطای وام به شرکت‌ها را کاهش می‌دهند. این رفتارهای بخش بانکی می‌تواند منجر به گسترش عرضه اعتبار و سرمایه‌گذاری شرکتی در وضعیت مطلوب و کاهش عرضه اعتبار و سرمایه‌گذاری شرکتی در وضعیت نامطلوب بخش بانکی شود. افزایش ریسک‌پذیری بخش بانکی که ناشی از کاهش بازده و حاشیه سود خالص آن‌ها می‌باشد، منجر به این می‌شود که همه بانک‌ها تمایل کمتری داشته باشند تا به شرکت‌ها وام اعطا کنند که به‌نوبه خود منجر به کاهش سرمایه‌گذاری‌های شرکتی می‌گردد. نتایج این مطالعه نشان داد که ریسک‌پذیری بخش بانکی تأثیر منفی و معکوس معناداری بر سرمایه‌گذاری‌های شرکتی دارد. بنابراین، این دیدگاه که ریسک‌پذیری بخش بانکی منجر به کاهش اعطای وام به شرکت‌ها می‌شود و شرکت‌ها مجبور به کاهش سرمایه‌گذاری می‌گردند مورد تأیید قرار گرفت. به عبارت دیگر، نتایج فرضیه اول بیان می‌کند زمانی که بخش بانکی با کاهش بازدهی و حاشیه سود، منابع مالی و سرمایه خود را در خطر ببیند، در اعطای وام سخت‌گیری بیشتری اعمال خواهد کرد که به نوبه خود منجر به رد درخواست وام بسیاری از شرکت‌های متقاضی تسهیلات که نیاز به منابع مالی دارند اما شرایط تعیین شده بانک را ندارند، می‌گردد. عدم دسترسی چنین شرکت‌هایی به منابع مالی بخش بانکی سبب می‌گردد که آن‌ها در سرمایه‌گذاری‌های خود احتیاط بیشتری نمایند و در بخش تولید و هزینه‌های تولید تمرکز بیشتری کنند که در نهایت منجر به کاهش تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌گردد.

افزون بر این، نقدینگی نیز از عوامل مهمی است که می‌تواند اثرات ریسک بخش بانکی را تحت تأثیر قرار دهد. در این خصوص می‌توان بیان نمود هنگامی که شرکت‌ها با بازارهای مالی ریسک‌پذیر مواجه هستند، تصمیم به نگهداری وجه نقد می‌تواند آن‌ها را از بحران‌های پیش رو در امان نگه دارد تا بتوانند مقداری منابع را برای شرکت ذخیره کنند و این منابع ذخیره شده بتواند خطر بازارهای مالی را کاهش دهد. تأثیر ریسک‌پذیری بخش بانکی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها برای شرکت‌هایی با نقدینگی کمتر (بیشتر) قوی‌تر (ضعیف‌تر) است. در حقیقت، شرکت‌هایی که نقدینگی بیشتری دارند، با احتمال بیشتری می‌توانند منابع مالی برای سرمایه‌گذاری در دسترس داشته باشند و در نتیجه بهتر می‌توانند از

فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند بهره‌برداری کنند تا شرکت‌هایی که نقدینگی کمتری دارند. از این رو، کمتر تحت تأثیر ریسک‌های موجود در بازارهای مالی و عدم دریافت وام قرار می‌گیرند. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که نقدینگی بیشتری دارند، در صورت مواجهه با بحران‌های مالی و تأمین مالی خارجی، می‌توانند از طریق منابع داخلی تأمین مالی نموده و اقدام به سرمایه‌گذاری کنند. هنگامی که شوک‌هایی به بازارهای مالی وارد می‌شود (مانند شوک نقدینگی در سیستم بانکی)، شرکت‌هایی که از نظر مالی محدودتر و دارای منابع مالی محدود هستند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری را از دست می‌دهند و سرمایه‌گذاری‌های کمتری نسبت به شرکت‌هایی که محدودیت مالی کمتری دارند، انجام خواهند داد. بنابراین، انتظار بر این است که ریسک‌پذیری بخش بانکی تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری شرکتی داشته و نقدینگی نیز بر رابطه آن‌ها اثرگذار باشد. مطابق انتظار، نتایج این مطالعه نشان داد که نقدینگی شرکت به‌طور مثبت بر رابطه بین ریسک‌پذیری بخش بانکی و سرمایه‌گذاری شرکتی تأثیر دارد. به عبارت دیگر، نقش تعدیلی نقدینگی شرکت بر رابطه بین ریسک‌پذیری بخش بانکی و سرمایه‌گذاری شرکتی تأیید شده است. این نتایج نیز بیان می‌کند زمانی که شرکت‌ها منابع داخلی و نقدی بیشتری داشته باشند، سخت‌گیری بانک‌ها که ناشی از کاهش بازدهی و حاشیه سود می‌باشد، محدودیتی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ایجاد نخواهد کرد و عدم دسترسی به منابع مالی بخش بانکی به دلیل وجود منابع داخلی نقدی مانعی برای آن‌ها ایجاد نخواهد کرد. در چنین شرایطی شرکت‌ها محدودیت‌های مالی کمتری خواهند داشت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتری را از دست خواهند داد و از این رو، می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های بیشتری انجام دهند. در حقیقت، شرکت‌هایی که نقدینگی کافی داشته باشند، حتی در شرایط سخت‌گیری بانک‌ها در اعطای وام نیز محدودیت مالی نخواهند داشت و تنها شرکت‌هایی امکان سرمایه‌گذاری را نخواهند داشت که وجه نقد کافی در اختیار نداشته باشند. بنابراین، نگهداشت وجه نقد، اثرات منفی ریسک‌پذیری بخش بانکی بر سرمایه‌گذاری‌های شرکتی را کاهش می‌دهد. بر همین اساس، دیدگاه موجود در این رابطه نیز مورد تأیید قرار می‌گیرد.

در راستای نتایج به‌دست آمده، شرکت‌ها باید به‌منظور تأمین مالی پروژه‌ها و سرمایه‌گذاری‌های آتی، شرایط ریسک‌پذیری بخش بانکی را از طریق شاخص‌هایی همچون حاشیه سود خالص بانک‌ها و بازده دارایی‌های آن‌ها مد نظر قرار داده و پیش‌بینی نمایند و براساس آن با نگهداری وجه نقد بهینه، اثرات مخرب ریسک‌پذیری آن‌ها بر سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت را کاهش دهند. همچنین، سرمایه‌گذاران می‌بایست به نشانه‌های وقوع ریسک‌پذیری بخش بانکی، شامل حاشیه سود و امتیاز  $Z$  و میزان نقدینگی شرکت‌ها توجه لازم را داشته باشند. افزون بر این، ریسک‌پذیری بخش بانکی و مکانیزم‌ها و

راهکارهای خروج از بحران بخش بانکی را می‌توان از طریق نظارت بیشتر مدیریت نمود تا به سرمایه‌گذاری بیشتر شرکت‌ها و به‌دنبال آن تولید بیشتر دست یافت. نتایج این مطالعه با گسترش ادبیات توانسته راهکارهای مناسبی را جهت دستیابی به تولید و رشد اقتصادی بیشتر شرکت‌ها و کشور ارائه نماید. باین‌حال، مطالعات آتی می‌توانند در راستای گسترش ادبیات و دستیابی به نتایج دقیق‌تر، سایر بازارهای مالی و همچنین شرکت‌های مختلف در صنایع را نیز مد نظر قرار دهند. همچنین، اضافه نمودن سایر عوامل و متغیرهای اثربخش بر ریسک‌پذیری بخش بانکی به مدل از جمله حاکمیت شرکتی نیز می‌تواند ادبیات مربوطه را گسترش دهد.

## منابع و مأخذ

### الف. فارسی

- تهرانی، رضا. (۱۳۸۷). *مدیریت مالی*. تهران، انتشارات نگاه دانش.
- تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر. (۱۳۸۲). *مدیریت سرمایه‌گذاری*. تهران، انتشارات نگاه دانش.
- دهقان، عبدالمجید؛ فرهادی شریف آباد، محسن و فهیمی، علیرضا. (۱۳۹۸). *بررسی ارتباط ریسک اعتباری بانک‌ها و ریسک و بازده سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران*. دانش سرمایه‌گذاری، ۲۹(۸)، ۲۴۱-۲۵۶.
- رحمانی نوروآباد، سامان؛ انواری رستمی، علی اصغر؛ خلیلی، کرم و محمدی، اسفندیار. (۱۳۹۹). *استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و بحران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران*. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۸(۲)، ۱۳-۳۰.
- گل‌محمدی شورکی، مجتبی. (۱۴۰۰). *بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری شرکت و نقدشوندگی سهام با ارزش شرکت*. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۹(۱)، ۲۳-۴۰.
- لونی، سمیه؛ عباسیان، عزت‌اله و حاجی، غلامعلی. (۱۴۰۰). *اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. تحقیقات مالی، ۲۳(۲)، ۲۴۹-۲۶۸.
- مجتهد، احمد و حسن زاده، علی. (۱۳۸۴). *پول و بانکداری و نهادهای مالی*. تهران، پژوهشکده پولی و بانکی.

محمود آبادی، حمید و زمانی، زینب. (۱۳۹۵). *بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبردی شرکتی*. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۳(۴۹)، ۱۴۱-۱۷۰.

محمودزاده، میثم؛ کی‌قبادی، امیررضا؛ نوجوان، مهناز و سلطانی، فریبا. (۱۴۰۲). *رابطه بین ریسک‌پذیری، ارزش شرکت و قضاوت مدیریت از سود*. نشریه قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری، ۵(۲)، ۱۳۹-۱۶۲.

میرزایی، زینب. (۱۳۹۸). *مطالعه ارتباط بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری شرکت با توجه به نقش عدم تقارن اطلاعاتی و رشد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد لنگه.

یاری‌فرد، سمیه؛ سالم، علی اصغر؛ محمدی، تیمور و شاکری حسین آباد، عباس. (۱۴۰۲). *بررسی رابطه‌ی بین دوره‌ای ریسک، سرمایه و کارایی، ارزیابی از بانک‌های ایران*. اقتصاد باثبات، ۴(۲)، ۱-۳۳.

#### ب. انگلیسی

Amihud, Y., & Levi, S. (2023). *The Effect of Stock Liquidity on the Firm's Investment and Production*. The Review of Financial Studies, 36(3), 1094-1147.

Becker, B., & Ivashina, V. (2014). *Cyclicality of credit supply: Firm level evidence*. Journal of Monetary Economics, 62(March), 76-93.

Biddle, G.C., Hilary, G., & Verdi, R.S. (2009). *How does Financial Reporting Quality Relateto Investment Efficiency?*. Journal of Accounting and Economics, 48(2), 112-131.

Cerutti, E., Claessens, S., & Laeven, L. (2017). *The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence*. Journal of financial stability, 28(February), 203-224.

Denis, D., Denis, D., & Sarin, A. (1994). *The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 29(4), 567- 587

Frijo, M.L., & Graziano, R. (2003). *Strategic Decisions and Cash Flow*. Strategic Finance, 85(1), 8-31.

Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W.F. (2014). *Refinancing Risk and Cash Holdings*. The Journal of Finance, 69(3), 975-1012.

Inderst, R., & Müller, H.M. (2003). *Internal versus External Financing: An Optimal Contracting Approach*. The Journal of Finance, 58(3), 1033-1062.

Jensen, M.C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*. The American economic review, 76(2), 323-329.

Jumah, Z., Younas, Z.I., & Al-Faryan, M.A.S. (2023). *Economic Policy Uncertainty, Corporate Diversification and Corporate Investment*. Applied Economics Letters, 30(19), 2732-2742.

Lee, S.H., Choi, D.J., & Han, S.H. (2023). *Corporate Cash Holdings in Response to Climate Risk and Policies*. Finance Research Letters, 55, 103910.

Lewellen, J., & Lewellen, K. (2016). *Investment and Cash Flow: New Evidence*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 51(4), 1135-1164.

McLean, R. D., & Zhao, M. (2014). *The Business Cycle, Investor Sentiment and Costly External Finance*. The Journal of Finance, 69(3), 1377-1409.

Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). *The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Costs of Debt and Equity Financing*. Journal of financial economics, 54(3), 423-460.

Sato, M., & Vithessonthi, C. (2021). *Bank Risk-taking and Corporate Investment: Evidence from the Global Financial Crisis of 2007–2009*. Global Finance Journal, 49(August), 1-16.

Verdi, R. (2006). *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*. Working paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=930922> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.930922> Verdi, Rodrigo S., Financial Reporting Quality.