

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

سال پنجم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۵)، بهار ۱۳۹۲

تاریخ وصول: ۹۰/۱۲/۲۱

تاریخ پذیرش: ۹۱/۸/۱۷

صص ۶۶-۵۱

## تحلیل تأثیر مالی شدن بر سرمایه‌گذاری‌های واقعی در شرکت‌های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سعید فتحی<sup>\*</sup>، کریم آذربایجانی<sup>\*\*</sup>، ایمان تقوی‌زاده یزدی<sup>\*\*\*</sup>، باقر عسگرنژاد نوری<sup>\*\*\*\*</sup>

<sup>\*</sup> استادیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان

fathiresearch@yahoo.com

<sup>\*\*</sup> دانشیار گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان

k\_azarbayjaniase.ui.ac.ir

<sup>\*\*\*</sup> کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی

taqaviman@yahoo.com

<sup>\*\*\*\*</sup> دانشجوی دکتری مدیریت بازرگانی دانشگاه اصفهان

b.asgarnezhad@gmail.com

### چکیده

یکی از ویژگی‌های برجسته اقتصاد کشورهای مختلف دنیا در طول دهه‌های اخیر، رشد قابل توجه بازارها و نهادهای مالی است؛ به طوری که برخی این تغییرات را تحت عنوان مالی شدن نامگذاری نموده‌اند. به علاوه، در طول دهه‌های اخیر نرخ رشد سرمایه‌گذاری ثابت در کشورهای مختلف نسبتاً کاهش یافته است. پدیده مالی شدن با فراهم آوردن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مالی و ایجاد هزینه‌های ناشی از تأمین مالی باعث کاهش سرمایه‌گذاری ثابت در شرکت‌های غیر مالی می‌شود. در این پژوهش، به تحلیل تأثیر مالی شدن بر سرمایه‌گذاری ثابت شرکت‌های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود. بدین منظور، درآمد و هزینه‌های مالی به عنوان ابعاد مالی شدن و متغیرهای مستقل و خالص سرمایه‌گذاری ثابت مشهود شرکت‌های غیرمالی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شدند. داده‌های مورد نیاز به صورت سالانه طی دوره زمانی ۸۷-۱۳۸۱ گردآوری شد. بر اساس پیش

فرض‌های اقتصادسنجی، روش رگرسیونی مبتنی بر داده‌های ترکیبی انتخاب و بر اساس آن تجزیه و تحلیل هر یک از فرضیه‌ها انجام گرفت. بر اساس نتایج پژوهش، فرضیه اول مبنی بر ارتباط هزینه‌های مالی بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها پذیرفته شد، اما فرضیه دوم مبنی بر ارتباط درآمدهای مالی بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها رد شد.

**واژه‌های کلیدی:** مالی شدن، سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری مالی، سرمایه‌گذاری واقعی.

#### مقدمه

مالکان یا مدیران شرکت‌ها در مورد توانایی کسب درآمد فروش بیشتر طی چند سال آینده خواهند داشت [۱۱].

در طول دهه‌های اخیر، نرخ رشد سرمایه‌گذاری ثابت در آمریکا، کشورهای اروپایی و ژاپن نسبتاً کاهش یافته است [۱۱]. شرکت‌های غیر مالی<sup>۲</sup> به منظور تأمین مالی فعالیت‌های خود، علاوه بر سود انباشته از بازارهای مالی نیز استفاده می‌کنند و به منظور پرداخت هزینه مربوط به سرمایه تأمین شده از این بازارها، سود سهام و بهره پرداخت می‌نمایند [۲۶ و ۲۲]. علاوه بر این، شرکت‌های غیر مالی به منظور سرمایه‌گذاری بخشی از منابع خود به دارایی‌های مالی روی آورده‌اند که نتیجه آن دریافتی شرکت‌های غیر مالی به صورت سود سهام، بهره و سود سرمایه‌ای<sup>۳</sup> است [۲۶ و ۲۲]. فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی در بازارهای مالی، نرخ رشد واقعی شرکت‌های غیر مالی را کاهش داده است [۲۶]. مالی شدن به علت کاهش در منابع مالی موجود به منظور سرمایه‌گذاری واقعی و کوتاه مدت شدن افق زمانی مورد نظر مدیریت باعث کاهش سرمایه‌گذاری واقعی می‌شود [۳۲]. با توجه به آنچه

در طول دهه‌های اخیر تغییرات گسترده‌ای در اقتصاد کشورهای مختلف دنیا رخ داده است. یکی از ویژگی‌های برجسته این دوره تغییر قابل توجه در حوزه امور مالی است؛ بدین معنی که گستره و اهمیت معاملات مالی با رشدی دائمی همراه بوده است؛ بازارها و نهادهای مالی به طور روز افزون موقعیتی چشمگیر در اقتصاد جهانی به دست آورده است؛ اندازه و سودآوری بخش مالی افزایش پیدا کرده و درآمد به دست آمده از منابع مالی در مقایسه با منابع غیر مالی رشد یافته است، در حالی که کل بدهی در اقتصاد جهانی با رشدی ناگهانی همراه بوده است [۲۲]. برخی این تغییرات را تحت عنوان مالی شدن<sup>۱</sup> نامگذاری نموده‌اند [۲۶]. بنابراین، مالی شدن به معنی پررنگ‌تر شدن نقش بازیگران، مؤسسات و بازارهای مالی در فعالیت اقتصاد داخلی و بین‌المللی است [۱۵ و ۹].

از طرف دیگر، یکی از انواع دارایی‌های بلند مدت، دارایی ثابت بنگاه‌های اقتصادی است. از دیدگاه اقتصاددانان، شاخص‌های مختلف سرمایه‌گذاری ثابت، همچون تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در دستیابی به رشد اقتصادی بلند مدت از اهمیت بالایی برخوردار هستند. میزان سرمایه‌گذاری ثابت شرکت‌ها، نشان دهنده سطح اطمینانی است که

<sup>2</sup> Non-financial Corporations (NFCs)

<sup>3</sup> سود سرمایه‌ای بازدهی است که از محل افزایش قیمت سهام در بازار عاید سهامدارن می‌گردد.

<sup>1</sup> Financialization

گفته شد، هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر مالی شدن بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

### چارچوب نظری پژوهش

اخیرا پدیده مالی شدن به یکی از موضوع‌های مورد توجه پژوهشگران تبدیل شده است. تعاریف این اصطلاح نا آشنا در بین صاحب‌نظران متفاوت است. شاید بهترین و کاملترین تعریف بدین صورت قابل ارائه باشد: "مالی شدن به معنی افزایش نقش انگیزه‌های مالی، بازارهای مالی، بازیگران مالی و نهادهای مالی در فعالیت‌های اقتصادی داخلی و بین‌المللی است" [۱۵].

افزایش اهمیت مالی شدن در آمریکا را می‌توان با این واقعیت نشان داد که سهم بخش مالی در کل سودآوری شرکت‌ها در سال ۱۹۸۱ برابر با ۱۴ درصد است، در حالی که این رقم طی دو دهه بعدی به ۳۹ درصد رسید [۲۵]. بر اساس مطالعات انجام شده، توسعه مالی مفهومی است جامع که در شش بعد مختلف شامل توسعه بخش بانکی<sup>۱</sup>، توسعه بخش مالی غیر بانکی<sup>۲</sup>، توسعه بخش پولی و سیاست‌گذاری پولی<sup>۳</sup>، مقررات و نظارت، بانکی<sup>۴</sup>، باز بودن بخش مالی<sup>۵</sup> و محیط نهادی<sup>۶</sup> تعریف می‌شود [۸]. در اکثر اقتصادها، سیستم بانکی مرکز سیستم مالی و پرداخت‌ها بوده و نقش مهمی در فرآیند تجهیز پس‌اندازها و شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و متنوع سازی ریسک ایفا می‌کنند [۱۷].

تحولات بخش مالی غیر بانکی، توسعه منابع سرمایه‌ای و خدمات مالی جایگزین را بررسی می‌کند. تنوع محصولات و بازارهای متنوع در این بخش، ضمن ایجاد زمینه تحول در وظایف سیستم، بنگاه‌ها و خانوارها را قادر می‌سازد تا تأمین مالی خود را از نظر هزینه به گونه‌ای کارا بهبود بخشند؛ منابع مالی را تجهیز کنند؛ بر مدیریت بخش مالی نظارت داشته باشند و ریسک‌ها را توزیع نمایند [۱۸].

در بعد توسعه بخش پولی و سیاست‌گذاری پولی، علاوه بر شاخص عمق مالی، حدود استفاده دولت‌ها از ابزارهای سیاست پولی غیر مستقیم، نرخ بهره، کارایی نهاد سیاستگذار پولی و همچنین، سهمیه‌بندی اعتبار بررسی می‌شود [۱۷]. به علت وجود اطلاعات نامتقارن و همچنین، شکست بازار<sup>۷</sup> در مبادلات مالی، کنترل و نظارت مناسب از جنبه‌های مهم توسعه مالی به شمار می‌آیند. جنبه دیگر توسعه مالی، رتبه و جایگاه نظام مالی در جابه‌جایی فرامرزی منابع مالی است. سرانجام فضای قانونی و سیاسی نقش تعیین کننده‌ای در کیفیت خدماتی که موسسات مالی ارائه می‌دهند، ایفا می‌کند [۲۰].

رشد اقتصادی موضوعی است که به انباشت سرمایه فیزیکی<sup>۸</sup> در یک کشور بستگی دارد. در این راستا، بررسی ارتباط بین مالی شدن و تجمع سرمایه توجه بسیاری از صاحب‌نظران اقتصادی و مالی را به خود جلب کرده است [۲۶].

مالی شدن از دو طریق اصلی می‌تواند بر سرمایه‌گذاری واقعی تأثیر منفی داشته باشد: اولاً، افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی می‌تواند

<sup>1</sup> Banking Sector Development

<sup>2</sup> Nonbank Financial Sector Development

<sup>3</sup> Monetary Sector & Policy Development

<sup>4</sup> Regulation & Supervision

<sup>5</sup> Financial Openness

<sup>6</sup> Institutional Environment

<sup>7</sup> Market Failure

<sup>8</sup> Physical Capital

تأثیری کاهشی بر سرمایه‌گذاری واقعی داشته باشد. کل منابع مالی موجود برای شرکت می‌تواند در دارایی‌های واقعی سرمایه‌گذاری شود و یا به منظور خریداری دارایی‌های مالی استفاده شود.

در صورت بیشتر بودن فرصت سودآوری در بازارهای مالی در مقایسه با بازارهای کالاهای واقعی، انگیزه‌ای فزاینده نسبت به سرمایه‌گذاری بیشتر در دارایی‌های مالی و سرمایه‌گذاری کمتر در دارایی‌های واقعی وجود خواهد داشت، اما باید در این مورد به دو موضوع توجه داشت: اولاً در صورت فرض محدود بودن منابع مالی خارجی به علت محدودیت‌های کمی، به علت موجود بودن منابع مالی مازاد در قبال هزینه‌ای بالاتر و یا به علت امنیت بالاتر منابع مالی داخلی در مقایسه با منابع مالی خارجی برای شرکت، در آن صورت سرمایه‌گذاری بیشتر در دارایی‌های مالی باعث کاهش سرمایه‌گذاری در سرمایه واقعی خواهد شد. دوماً فشار بر مدیریت شرکت به منظور افزایش بازدهی در کوتاه مدت می‌تواند به انتخاب سرمایه‌گذاری‌های مالی از سوی مدیریت منجر شود، چرا که چنین سرمایه‌گذاری‌هایی بازدهی سریعی را فراهم می‌آورد، اما بازدهی مربوط به سرمایه‌گذاری‌های واقعی در میان و بلند مدت به دست می‌آید [۲۶].

دومین شکل تأثیرگذاری منفی مالی شدن بر سرمایه‌گذاری واقعی از طریق فشار بر شرکت‌ها به منظور افزایش پرداختی به بازارهای مالی به شکل سود سهام و بازخدید سهام توسط شرکت است. افزایش تعداد سرمایه‌گذاران نهادی، که به دنبال

افزایش دائمی قیمت سهام هستند، به اعمال فشار بر مدیران برای افزایش نرخ بازگشت سرمایه<sup>۱</sup> منجر خواهد شد. در نتیجه، مدیران به علت علائق شخصی و فشار بازارهای مالی، انگیزه پیدا خواهند کرد تا انتظارات سهامداران را در مورد پرداختی بیشتر به شکل سود سهام و بازخرید سهام در کوتاه مدت برآورده نمایند. چنین تغییری سه مانع مجزا در مقابل سرمایه‌گذاری واقعی ایجاد می‌نماید: اولاً در صورت ارزان و امن تر بودن منابع مالی داخلی در مقایسه با منابع مالی خارجی، افزایش پرداختی‌های مالی از طریق کاهش منابع مالی داخلی، به کاهش منابع مالی موجود برای تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های واقعی منجر خواهد شد؛ دوم، افق زمانی مدیریت شرکت‌های غیر مالی به سرعت کاهش پیدا کرده است؛ به طوری که مانع تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلند مدت و همچنین فعالیت‌های تحقیق و توسعه خواهد شد؛ سوم، به علت عدم آگاهی مدیریت شرکت نسبت به میزان هزینه کسب مجدد سرمایه مالی بازپرداخت شده به بازارهای مالی (بدین معنی که مدیریت هیچ ایده‌ای در مورد هزینه تامین مالی پروژه‌های بلند مدت فعلی در سال‌های آینده نمی‌داند)، عدم اطمینان افزایش پیدا خواهد کرد؛ به طوری که سرمایه‌گذاری در برخی پروژه‌ها با بازدهی ناخالص مورد انتظار بلند مدت ریسک بالایی خواهد داشت [۲۶].

علاوه بر مالی شدن، متغیرهای سودآوری، درآمد فروش و هزینه سرمایه و نرخ بهره نیز بر سرمایه‌گذاری تأثیرگذار هستند. در ارتباط با اهمیت

<sup>1</sup> Payout Ratio

تصاحب<sup>۴</sup> و یا کاهش ارزش اختیار خرید (فروش)<sup>۵</sup> سهام منجر گردد.

نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام<sup>۶</sup> یا نسبت بدهی به سرمایه<sup>۷</sup> در مدل‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود، چرا که سطح بالای بدهی نشان دهنده آسیب‌پذیری مالی<sup>۸</sup> است که به نوبه خود تأثیری منفی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها خواهد گذاشت. با افزایش نسبت بدهی، مدیران و سهامداران با ریسک مربوط به از دست دادن کنترل شرکت مواجه می‌شوند. اگر میزان بدهی بیشتر از حد بهینه تصور شود، در آن صورت افزایش در کل بدهی تأثیری منفی بر سرمایه‌گذاری خواهد داشت. برعکس، اگر سطح بدهی کمتر از حد بهینه باشد، به علت افزایش منابع مالی در دسترس شرکت، باید شاهد عدم تأثیرگذاری یا تأثیرگذاری مثبت میزان بدهی بر سرمایه‌گذاری بود [۷، ۲۶، ۲۴، ۲۱، ۱۶، ۱۳، ۹].

#### پیشینه پژوهش

دویر و همکاران (۲۰۱۲) [۱۹]، معتقدند که سرمایه‌گذاران مالی با فعالیت خود باعث می‌شوند تا قیمت محصولات واقعی (غیرمالی) با افزایش قابل ملاحظه‌ای همراه باشد و علاوه بر آن، تغییرات قیمتی نیز با روندی صعودی همراه باشد. چنین سرمایه‌گذارانی در مقایسه با مشارکت‌کنندگان در بازارهای سنتی، نگرانی کمتری در مورد اصول بنیادی بازار دارند و بنابراین، مانع از فرآیند آشکارسازی قیمت می‌شوند؛ بدین معنی که سفته‌بازان فاقد ثبات

سودآوری می‌توان گفت که شرکت‌ها در تصمیم‌گیری در مورد پذیرش یا رد پروژه‌های سرمایه‌گذاری، به سودآوری این طرح‌ها توجهی ویژه دارند به طوری که در شرایط عدم اطمینان واقعی<sup>۱</sup>، شرایط آتی سودآوری و تقاضا نامشخص است؛ بنابراین، سود مورد انتظار یکی از مهمترین عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری با نرخ سودآوری آتی مورد انتظار طرح‌های سرمایه‌ای جدید ارتباطی مثبت دارد. انتظار بر این است که ارتباطی منفی بین متغیر هزینه‌های مالی و سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد، اما این ارتباط تنها نتیجه ممکن نیست.

به عبارت دیگر، می‌توان گفت که با افزایش هزینه‌های مالی می‌تواند به معنی اعتبار بالاتر در آینده باشد، زیرا افزایش هزینه‌های مالی نشان دهنده فراهم آمدن بازدهی بالاتر برای بازارهای مالی توسط شرکت است. نرخ بالای هزینه‌های مالی نشانه‌ای از سودآوری و توانایی در پرداخت بدهی شرکت است و همچنین، می‌تواند ترجیحات نقدینگی<sup>۲</sup> سهامداران را نیز برآورده سازد. در نتیجه، با افزایش قابلیت دریافت اعتبار شرکت، دسترسی آتی به منابع مالی افزایش و هزینه تامین مالی برای شرکت کاهش می‌یابد. با وجود این، افزایش در هزینه‌های مالی می‌تواند به طریق منفی نیز بر سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد. نیاز به افزایش هزینه‌های مالی می‌تواند بدین معنی باشد که شرکت مجبور است در کوتاه مدت محتاط‌تر عمل نماید، زیرا ناتوانی در عمل به این تعهدات مالی می‌تواند به سلب استقلال عمل<sup>۳</sup>، تهدید

<sup>4</sup> Takeover Threat

<sup>5</sup> Stock Options

<sup>6</sup> Debt-to-Equity ratio

<sup>7</sup> Debt-to-Capital

<sup>8</sup> Financial Fragility

<sup>1</sup> True Uncertainty

<sup>2</sup> Liquidity Preferences

<sup>3</sup> Autonomy

و یا معامله گرانی مزاحم<sup>۱</sup> شناخته می‌شوند. بر این اساس، دویر و همکاران (۲۰۱۲) [۱۹] در پژوهش خود با عنوان "مالی شدن بازار محصولات واقعی" به دنبال بررسی ارتباط بین بازارهای آتی برای محصولات واقعی و بازارهای نقدی هستند.

نتایج به دست آمده از این پژوهش نشان می‌دهد که مالی شدن محرکی اصلی برای افزایش قیمت محصولات واقعی در دهه ۲۰۰۰ میلادی محسوب نمی‌شود. به عبارت دیگر، بر اساس داده‌های پژوهش ارتباط بین قیمت‌های آتی و نقدی برای محصولات واقعی تأیید نشد و تغییر در قیمت‌های آتی ضرورتاً منجر به تغییر در قیمت‌های نقدی برای محصولات مورد نظر نمی‌شود. لاپاویتسزاس (۲۰۱۰) [۲۹]، به دنبال کسب درکی درست و روشن از نقش فرآیند مالی شدن در بحران مالی اقتصاد آمریکا و اروپا در سال ۲۰۰۷ میلادی است. به عبارت دیگر، ادبیات پژوهش حاکی از این است که تولید پایین نتیجه مالی شدن است، اما نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که هیچ رابطه علی مستقیمی بین مالی شدن و درآمد پایین وجود ندارد.

به عبارت دیگر، مالی شدن نشان دهنده تغییرات سیستماتیک تولید و تأمین مالی سرمایه‌داری است؛ به گونه‌ای که در نهایت به بحران مالی اخیر منجر شد. دمیر (۲۰۰۷) [۱۶]، پژوهشی با عنوان سرمایه‌گذاری خصوصی، انتخاب پرتفولیو و مالی شدن بخش واقعی در بازارهای نوظهور انجام داده است و به تجزیه و تحلیل تأثیر اختلاف نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌های ثابت و مالی در شرایط عدم اطمینان بر روی عملکرد

سرمایه‌گذاری واقعی در سه بازار نوظهور آرژانتین، مکزیک و ترکیه می‌پردازد. نتایج تجربی این پژوهش نشان می‌دهد که در سه کشور مورد مطالعه، افزایش اختلاف در نرخ بازدهی و عدم اطمینان باعث کاهش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی می‌شود. ارهان گازی (۲۰۰۶) [۳۲]، دلایل و نتایج ناشی از رشد سریع اندازه و اهمیت بازارهای مالی در اقتصاد آمریکا را از اواخر دهه ۱۹۷۰ مطالعه می‌کند و بر تاثیر فرآیند مالی شدن بر فعالیت‌های شرکت‌های غیر مالی تمرکز دارد.

وی به این نتیجه دست یافت که افزایش در نرخ سرمایه‌گذاری مالی شرکت‌های غیر مالی و نیز افزایش در هزینه‌های مالی پرداختی این شرکت‌ها به بازارهای مالی تأثیر منفی بر نرخ سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌های غیر مالی داشته است. مرادی و احمدی (۱۳۸۹) [۶]، بیان می‌کنند که شناخت و درک صحیح عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری مدیران در ارتباط با مخارج سرمایه‌ای، به دلیل آثار آن بر عملکرد بلند مدت شرکت، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. هدف تحقیق آنها، بررسی و دستیابی به معیارهایی است که بتوان به کمک آنها بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران اثر گذاشت و رفتار سرمایه‌گذاری این گروه را بهتر درک کرد. برای انجام این تحقیق، ابتدا با استفاده از پشتوانه نظری و مطالعات تجربی در خصوص موضوع، متغیرهای مستقل شناسایی و با استفاده از اطلاعات هشتماد و یک شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۸۶-۸۰ و به کارگیری مدل رگرسیون چند گانه، الگوی تغییرات مخارج سرمایه‌ای برآورد شده است.

<sup>۱</sup> Noise Traders

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که فقط متغیر جریان‌های نقد عملیاتی، با تغییرات مخارج سرمایه‌ای رابطه معناداری دارد. دسینه و همکاران (۱۳۸۸) [۳]، با انجام پژوهشی به ارزیابی ارتباط بین ساختار تأمین مالی و ترکیب سرمایه‌گذاری منابع در انواع دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازند. هدف اصلی این پژوهش، پاسخگویی به این سؤال است که آیا تصمیمات سرمایه‌گذاری اخذ شده در مورد ترکیب دارایی‌های شرکت‌های بورسی، متأثر از ساختار تأمین مالی آنهاست؟ در این پژوهش، تبیین روابط بین شاخص‌های معرف ساختار تأمین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری اتخاذ شده در مورد ترکیب دارایی‌ها با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندگانه و با استفاده از داده‌های مربوط به ۹۴ شرکت منتخب در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره زمانی ۱۰ ساله (۸۶-۷۷) صورت پذیرفته است. نتایج به دست آمده از این پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری‌ها هیچ گونه ارتباط معنی‌داری با شاخص‌های ساختار تأمین مالی نداشته‌اند.

کمیجانی و پوررستمی (۱۳۸۷) [۵]، در پژوهش خود به دنبال بررسی تأثیر سرکوب مالی بر رشد اقتصادی (مقایسه اقتصادهای کمتر توسعه یافته و نوظهور) هستند. در این پژوهش اشکال مختلف سرکوب مالی با توجه به مقدار نرخ بهره حقیقی ساخته و تأثیر آن با استفاده از داده‌های تلفیقی بر رشد اقتصادی ۹۲ کشور (نمونه کامل شامل ۳۳ کشور کمتر توسعه یافته، ۳۸ کشور نوظهور و ۲۱ کشور صنعتی) در طول سالهای ۲۰۰۵-۱۹۸۵ بررسی شده است. نتایج برآوردها نشان دهنده تأثیر منفی و معنادار نرخ‌های بهره حقیقی منفی بر رشد اقتصادی

کشورهاست. همچنین، برآوردهای این پژوهش نشان می‌دهد که افزایش شدت منفی بودن نرخ بهره حقیقی نیز تأثیر منفی بر رشد اقتصادی دارد.

### الگو و فرضیه‌های پژوهش

با توجه به آنچه در بخش چارچوب نظری پژوهش گفته شد، در این بخش مدل سرمایه‌گذاری معرفی می‌شود که عوامل تعیین کننده واقعی و مالی سرمایه‌گذاری را در نظر گرفته و همچنین، شامل دو متغیر مالی به منظور در نظر گرفتن تأثیرات احتمالی مالی شدن بر روی سرمایه‌گذاری واقعی است. مدل این پژوهش به عنوان تابع سرمایه‌گذاری به صورت معادله (۴-۱) قابل ارائه است [۲۶]:

$$I = a_0 + a_1\pi_F + a_2P + a_3\pi + a_4S + a_5D + y$$

در این مدل I سرمایه‌گذاری شرکت در دارایی‌های ثابت،  $\pi_F$  درآمدهای مالی، P هزینه‌های مالی، سودآوری شرکت، S فروش و D کل بدهی شرکت است. I با خالص دارایی‌های ثابت شرکت اندازه گرفته می‌شود.  $\pi_F$  برابر با دریافتی شرکت از بازارهای مالی؛ یعنی مجموع درآمد شرکت از محل بهره و سود سهام خواهد بود. P مجموع پرداختی شرکت به بازارهای مالی (بهره و سود سهام) است. S خالص فروش شرکت در صورت حساب سود و زیان و D کل بدهی شرکت در ترازنامه است. هدف از در نظر گرفتن متغیرهای  $\pi$  و S، بررسی تأثیر سودآوری مورد انتظار و استفاده از توانایی تولید یا فروش بر روی رفتار سرمایه‌گذاری شرکت است. D تأثیر بدهی را بر سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری می‌کند و دو متغیر مالی این مدل؛ یعنی P و  $\pi_F$  نشان دهنده تاثیر احتمالی مالی شدن بر روی سرمایه‌گذاری هستند، اما باید

با توجه به الگوی پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر قابل تدوین است:

**فرضیه اول:** هزینه‌های مالی با سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها رابطه منفی دارد.

**فرضیه دوم:** درآمدهای مالی با سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها رابطه منفی دارد.

### روش پژوهش

با در نظر گرفتن هدف پژوهش مبنی بر تحلیل تأثیر مالی شدن بر سرمایه‌گذاری‌های واقعی در شرکت‌های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، این پژوهش از نظر هدف کاربردی است. بر اساس ماهیت و روش، نیز این پژوهش در زمره پژوهش‌های توصیفی از نوع همبستگی، محسوب می‌شود که از روشهای مطالعه کتابخانه‌ای و استفاده می‌شود [۲ و ۱].

اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث تئوریک از منابع کتابخانه‌ای، مثل کتب، نشریات فارسی و لاتین جمع‌آوری شده است. داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز برای انجام پژوهش به روش کتابخانه‌ای و عمدتاً از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌های نمونه، گزارش‌های هفتگی، ماهانه‌ها، سالنامه‌ها و آمار بورس اوراق بهادار تهران، بانک‌های اطلاعاتی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین:

- ۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- ۲- معاملات سهام آنها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف

توجه داشت که در آزمون تجربی مدل پژوهش، مقادیر متغیرهای مستقل و کنترلی با تاخیر زمانی یک ساله استفاده می‌شود، زیرا تأثیرگذاری این متغیرها بر سرمایه‌گذاری واقعی به صورت آنی نبوده، با گذشت زمان صورت خواهد گرفت. بنابراین، معادله (۴-۱) به صورت معادله (۴-۲) بازنویسی می‌شود:

$$I_t = a_0 + a_1\pi_{t-1} + a_2S_{t-1} + a_3D_{t-1} + a_4\pi_{F,t-1} + a_5P_{t-1} + y$$

در معادله (۴-۲) مقادیر متغیرهای توضیحی همراه با تاخیر زمانی در نظر گرفته شده است، زیرا بین تصمیم سرمایه‌گذاری و هزینه‌های سرمایه‌ای و نقش آنها در شکل‌گیری انتظارات، تاخیر زمانی وجود دارد. همچنین، به منظور در نظر گرفتن احتمال وجود ارتباط غیر خطی بین متغیرهای پژوهش، معادله سرمایه‌گذاری بر حسب لگاریتم طبیعی در نظر گرفته می‌شود. بنابراین، مدل نهایی پژوهش را می‌توان به صورت معادله (۴-۳) در نظر گرفت [۲۶]:

$$\ln I_t = a_0 + a_1 \ln \pi_{t-1} + a_2 \ln S_{t-1} + a_3 \ln D_{t-1} + a_4 \ln \pi_{F,t-1} + a_5 \ln P_{t-1} + y$$

سرمایه‌گذاری ثابت مشهود به عنوان شاخص اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری واقعی در نظر گرفته می‌شود. درآمدهای مالی برابر با مجموع دریافتی شرکت‌ها از محل سرمایه‌گذاری‌های مالی در بازارهای مالی در نظر گرفته می‌شود. مجموع هزینه پرداختی شرکت‌ها به بازارهای مالی با هدف تأمین منابع مالی مورد نیاز برابر با هزینه‌های مالی است. کل بدهی‌ها با مجموع بدهی‌های جاری و غیر جاری شرکت‌ها برابر است. مقادیر فروش خالص و سود (زیان) خالص مندرج در صورت سود و زیان به ترتیب برای اندازه‌گیری فروش و سودآوری در نظر گرفته خواهد شد.



نشده باشد.

۱- به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آنها تولیدی باشد.

۲- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.

۳- داده‌های مربوط به درآمدها و هزینه‌های مالی را ارائه کرده باشند.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های مورد نظر، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۹۰ شرکت انتخاب شده است. در این پژوهش، به علت دسترسی به کل جامعه آماری، نمونه‌گیری انجام نمی‌شود. همچنین، داده‌های مورد نیاز پژوهش در بازه زمانی سالانه طی دوره زمانی ۸۷-۱۳۸۱ گردآوری شده است. در پژوهش حاضر برای تحلیل مدل از مجموعه داده‌های ترکیبی استفاده شده است؛ بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می‌شوند.

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، ابتدا باید در داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر نگاره کوچکتر باشد، از داده‌های تابلویی و در غیر این صورت از داده‌های تلفیقی استفاده شده است.

در صورتی که داده‌ها به صورت تابلویی باشند، باید آزمون هاسمن انجام شود. برای بررسی این موضوع که آیا عرض از مبدأ به صورت اثرات ثابت است یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی به صورت تصادفی عمل

می‌کند، از این آزمون استفاده می‌شود.

اگر احتمال آزمون هاسمن کوچکتر از ۵ درصد باشد، اثرات تصادفی رد می‌شود و اثرات ثابت انتخاب می‌شود و در صورتی که احتمال آزمون هاسمن بزرگتر از ۵ درصد باشد، اثرات تصادفی رد نمی‌شود و اثرات تصادفی انتخاب می‌شود. در صورت استفاده از روش اثرات تصادفی باید مشکل ناهمسانی واریانس رفع شود.

برای رفع این مشکل باید از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل، استفاده نمود. در ادامه برای تک تک فرضیه‌ها، از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن به صورت جداگانه انجام می‌شود و نتایج رگرسیونی به دست آمده با آماره  $t$  و احتمال  $t$ ، آماره  $F$  و احتمال آن و ضریب تعیین تجزیه و تحلیل می‌گردد [۴]. برای انجام آزمون‌های آماری، برآورد ضرایب و به دست آوردن مقادیر لازم برای تجزیه و تحلیل‌های آماری از نرم‌افزار آماری Stata استفاده می‌شود.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای ارائه یک نمای کلی از ویژگی‌های مهم متغیرهای محاسبه شده، در نگاره شماره (۱) برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، حداقل و حداکثر مشاهدات ارائه شده است.

نگاره شماره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	علامت اختصار	کمترین مقدار (میلیون ریال)	بیشترین مقدار (میلیون ریال)	میانگین (میلیون ریال)	انحراف معیار
سرمایه‌گذاری واقعی	I	۱۸۴۳	۲۲۶۱۲۲۲۲	۴۹۹۳۵۴	۱۸۶۶۹۲۰
درآمدهای مالی	$\pi_F$	۰	۶۱۸۸۵۴۴	۲۹۹۲۰	۲۴۴۰۸۸
هزینه‌های مالی	P	۰	۱۲۲۰۴۳۳۷	۲۳۷۱۱۵	۱۰۰۳۱۲۵
سودآوری	$\Pi$	-۲۰۸۹۷۸	۱۵۷۲۲۲۰۲	۲۴۸۵۰۰	۹۵۴۰۷۹
فروش خالص	S	۷۹۸۲	۹۴۲۹۰۰۷۸	۱۷۰۸۶۹۹	۷۵۵۸۲۳۶
کل بدهی‌ها	D	۱۳۹۷	۲۸۴۳۰۹۶۷۲	۲۰۵۴۳۳۳	۱۳۰۸۰۷۱۵

منبع: یافته‌های پژوهش

### نتایج آزمون F لیمر

همان‌طور که بیان شد، در صورتی که مقدار F محاسبه شده از F نگاره بیشتر باشد، باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود و در غیر این صورت از روش داده‌های تلفیقی استفاده خواهد شد. با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره شماره (۲) مقدار P.Value برای F لیمر عدد ۰/۰۰۰ است ( $p < ۰/۰۵$ ). این نشان می‌دهد که برای آزمون فرضیه‌های پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. در ادامه برای بررسی حالت‌های مختلف روش تابلویی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

### نتایج آزمون هاسمن

همان‌طوری که بیان شد، در صورتی که داده‌ها به صورت تابلویی باشند، باید برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. نتایج به دست آمده در

برای بررسی فرضیه‌های پژوهش مبتنی بر وجود رابطه معنادار بین سرمایه‌گذاری واقعی با هزینه و درآمدهای مالی، مدل رگرسیونی زیر برآورد گردیده است که در آن سرمایه‌گذاری واقعی به عنوان متغیر وابسته، هزینه و درآمدهای مالی به عنوان متغیرهای مستقل اصلی و فروش، سودآوری و کل بدهی‌ها به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. همچنین، مقادیر متغیرهای توضیحی همراه با تأخیر زمانی در نظر گرفته شده است، زیرا بین تصمیم سرمایه‌گذاری و هزینه‌های سرمایه‌ای<sup>۱</sup> و نقش آنها در شکل‌گیری انتظارات، تأخیر زمانی وجود دارد [۲۶]. بنابراین، بر اساس معادله (۱) خواهیم داشت:

$$(I)_t = a_0 + a_1(P)_{t-1} + a_2(a\pi) + a_3(\pi)_{t-1} + a_4(S)_{t-1} + a_5(D)_{t-1} + y$$

برای بررسی فرضیه‌های مورد نظر، ابتدا باید آزمون F لیمر انجام شود و سپس بر اساس نیاز از آماره هاسمن استفاده خواهد شد.

<sup>۱</sup> Capital Expenditures

نگاره شماره (۲) نشان می‌دهد که مقدار P.Value نشان می‌دهد که باید از روش اثرات ثابت استفاده برای آزمون هاسمن عدد ۰/۰۰۰۳ است و فرض صفر رد و فرض مقابل پذیرفته می‌شود. این مقدار

نگاره شماره ۲. اطلاعات مربوط به روش مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

نوع آزمون	مقدار محاسبه شده آماری	P. Value	نتیجه
F لیمر	۱۳/۴۹	۰/۰۰۰	داده های تابلویی
آزمون هاسمن	۲۲/۲۹	۰/۰۰۰۳	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

### نتایج آزمون رگرسیون

رگرسیون به آن توجه کرد. این مشکل با استفاده از روش رگرسیون GLS رفع می‌شود. نتایج این آزمون با استفاده از رگرسیون GLS مطابق نگاره‌های شماره (۳) و (۴) است:

با توجه به فزونی تعداد بنگاه‌ها از تعداد سال‌های موردنظر (۹۰ شرکت، در طی ۷ سال) مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد که باید هنگام انجام

نگاره شماره ۳. اطلاعات مربوط به معنی‌داری متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیرها	ضرایب	t-Statistic	P. Value
عرض از مبدأ	$\alpha_0$	۲/۴۷۸۶۰۷	۴/۴۱	۰/۰۰۰
هزینه‌های مالی	P	۰/۰۳۱۱۳۷۱	۱/۶۵	۰/۱۰۰
درآمدهای مالی	$\pi_F$	-۰/۰۰۰۷۹۰۳	-۰/۱۶	۰/۸۷۲
سودآوری	$\Pi$	۰/۰۰۵۱۳۳۲	۰/۵۲	۰/۶۰۲
فروش	S	۰/۲۲۴۹۳۴۶	$\frac{1}{4}$	۰/۰۰۰
کل بدهی‌ها	D	۰/۴۶۸۲۹۸۶	۱۰/۳۱	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره شماره ۴: اطلاعات مربوط به مدل رگرسیون

F-statistic	ضریب تعیین ( $R^2$ )
۶۶/۱۷	۰/۷۳۳۵

منبع: یافته‌های پژوهش

ارتباط مثبت وجود دارد و مقدار ضریب این متغیر عدد ۰/۰۳۱ است؛ بدین معنی که با افزایش یک واحدی در هزینه‌های مالی و با ثابت بودن سایر شرایط، میزان سرمایه‌گذاری واقعی ۰/۰۳۱ واحد افزایش می‌یابد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش پذیرفته نمی‌شود؛ بدین معنی که رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری واقعی و هزینه‌های مالی وجود ندارد.

با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره شماره (۳)، بین متغیر وابسته سرمایه‌گذاری واقعی با متغیر مستقل هزینه‌های مالی ارتباط معناداری وجود دارد. سطح معناداری برای متغیر درآمدهای مالی برابر با مقادیر ۰/۱ است، که برابر با سطح معناداری  $\alpha=10\%$  است. همچنین، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها در این پژوهش نشان می‌دهد بین این دو متغیر

همچنین، با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره شماره (۳)، بین متغیر وابسته سرمایه‌گذاری واقعی با متغیر مستقل درآمدهای مالی ارتباط معناداری وجود ندارد. سطح معناداری برای متغیر درآمدهای مالی برابر با مقادیر  $0/872$  است که بزرگتر از سطح معناداری  $0/10$  است. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود؛ بدین معنی که رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری واقعی و درآمدهای مالی وجود ندارد. درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه به مقدار  $F$  به دست آمده در نگاره شماره (۴)، می‌توان بیان نمود که مدل از لحاظ آماری معنادار است.  $R^2$  با مقدار  $0/7335$  نشان دهنده این است که تنها می‌توان  $73/35\%$  از تغییرات در متغیر وابسته را با استفاده از متغیرهای مستقل و کنترل موجود در مدل رگرسیون توضیح داد.

نتایج برآورد مدل در نگاره شماره (۳) نشان می‌دهد که از بین متغیرهای کنترلی، فروش و کل بدهی‌ها تأثیر مثبتی روی سرمایه‌گذاری واقعی داشته که این تأثیر از لحاظ آماری ( $p < 5\%$ ) معنادار نیز هست. همچنین، با توجه به نتایج برآورد مدل می‌توان گفت که متغیر کنترلی فروش با وجود رابطه مثبت با سرمایه‌گذاری واقعی، از لحاظ آماری ( $p > 5\%$ ) معنادار نیست.

### بحث و نتیجه‌گیری

در طول دهه‌های اخیر تغییرات درخور توجهی در جریان منابع مالی بین بازارها و نهادهای مالی و شرکت‌های غیر مالی رخ داده است؛ بدین معنی که استقبال شرکت‌های غیر مالی از منابع موجود در بازارهای مالی به منظور تأمین مالی فعالیت‌ها و میزان

سرمایه‌گذاری آنها در بازارهای مالی افزایش یافته است [۲۶ و ۲۲]. هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر مالی شدن بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این راستا، دو فرضیه به ترتیب مبنی بر رابطه منفی هزینه و درآمدهای مالی بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شد. بر اساس نتایج به دست آمده، فرضیه اول پژوهش رد می‌شود. نتیجه به دست آمده از این پژوهش با پژوهش میسرا (۲۰۰۷) سازگار و با پژوهش ارهان‌گازی (۲۰۰۶) ناسازگار است. فرضیه دوم پژوهش نیز رد می‌شود. نتیجه به دست آمده از این پژوهش با پژوهش اناران و همکاران (۲۰۱۰) و فیرات (۲۰۰۹) سازگار و با پژوهش ارهان‌گازی (۲۰۰۶) ناسازگار است. در توجیه نتیجه به دست آمده برای فرضیه اول پژوهش مبنی بر رابطه مثبت هزینه‌های مالی و سرمایه‌گذاری واقعی باید گفت که نرخ بالای هزینه‌های مالی نشانه‌ای از سودآوری و توانایی در پرداخت بدهی شرکت بوده و در نتیجه با افزایش قابلیت دریافت اعتبار شرکت، دسترسی آتی به منابع مالی افزایش و هزینه تأمین مالی برای شرکت کاهش می‌یابد. بنابراین با بهبود توانایی جذب منابع مالی، میزان سرمایه‌گذاری واقعی نیز افزایش خواهد یافت. همچنین در توجیه نتیجه به دست آمده برای فرضیه دوم پژوهش باید گفت که در مقایسه با کشورهای توسعه یافته مانند ایالات متحده آمریکا، بسیاری از شرکت‌های ایرانی آشنایی و تخصص چندانی در رابطه با امر سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی نداشته، بخش عمده‌ای از درآمدهای خود را از محل انجام فعالیت‌های اصلی شرکت به دست

می‌آورند.

#### منابع:

۱- بازرگان، عباس، زهره سرمد و الهه حجازی. (۱۳۷۹). "روش‌های تحقیق در علوم رفتاری"، تهران: نشر آگه.

۲- حافظ نیا، محمد رضا. (۱۳۸۲). "مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی"، چاپ هشتم، تهران: انتشارات سمت.

۳- دسینه، مهدی، سید یوسف احدی سرکنی و یداله نوری فرد. (۱۳۸۸). "ارزیابی ارتباط بین ساختار تأمین مالی و تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری منابع در دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مدیریت، سال ششم، ش ۱۶.

۴- سلیمی فر، مصطفی و مسعود قوی. (۱۳۸۲). "تسهیلات بانک‌ها و سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران"، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، ش ۱۳، صص ۱۳۵-۱۷۰.

۵- کمیجانی، اکبر و ناهید پوررستمی. (۱۳۸۷). "تأثیر سرکوب مالی بر رشد اقتصادی (مقایسه اقتصادهای کمتر توسعه یافته و نو ظهور)"، فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، سال دوازدهم، شماره ۳۷.

۶- مرادی، جواد و غلامرضا احمدی. (۱۳۸۹). "تعیین عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در عرصه بازارهای ناقص"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، ش ۲، شماره پیاپی (۸)، صص ۱۲۵-۱۳۶.

7- Chirinko, R. (1993), "Business fixed investment spending: Empirical results, and policy implications", Journal of Economic Literature, Vol. 31 (4), P.P. 1875-1911.

8- Creane Susan & Rishi Goyal & Ahmed Mushfiq Mobarak & Randa Sab, (2004),

#### پیشنهاد‌های پژوهش

بر اساس نتایج به دست آمده از پژوهش، به نهادها و افراد مسئول در بخش‌های دولتی و غیر دولتی پیشنهاد می‌شود، با برنامه ریزی و سیاستگذاری مناسب برای توسعه هر چه بیشتر بخش مالی و ترغیب شرکت‌ها و افراد، به تأمین مالی از بازارها و نهادهای مالی، زمینه لازم را برای مالی شدن نظام اقتصادی ایران فراهم آورند. همچنین، پیشنهاد می‌شود با اجرای گام به گام اصل ۴۴ قانون اساسی مبنی بر خصوصی سازی شرکت‌های دولتی و فرهنگ سازی در جهت آشنایی بیشتر افراد و سازمان‌ها با بازارهای مالی، از جمله بورس اوراق بهادار تهران برای استفاده از چنین بازارهایی، جهت سرمایه‌گذاری منابع مالی مازاد، در راستای مالی شدن سریع نظام اقتصادی ایران گام بردارند.

#### محدودیت‌های پژوهش

از مهمترین محدودیت‌های پژوهش می‌توان به وجود تورم اشاره کرد که موجب می‌شود اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی نتواند وضعیت مالی و نتایج عملیات شرکت‌ها را به درستی نشان دهد. به علاوه، اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی به دور از اشتباهات با اهمیت و اساسی نیست. سرانجام استفاده از روش‌های حسابداری متفاوت توسط شرکت‌های مختلف سبب می‌شود که تفاوت اقلام موجود در صورت‌های مالی شرکت‌ها تنها تحت تأثیر تصمیمات مالی و عملیاتی آنها نباشد، در نتیجه، اطلاعات مالی بدرستی وضعیت مالی و عملیاتی شرکت‌ها را منعکس نمی‌کند.

- No. 3835, University of Oklahoma.
- 17- Duménil, G. and D. Lévy, (2004a), "Capital Resurgent", Cambridge, MA: Harvard University Press.
  - 18- Duménil, G. and D. Lévy, (2004b), "The real and financial components of profitability (USA 1952-2000)", *Review of Radical Political Economics*, Vol. 36, No. 1, P.P. 82-110.
  - 19- Dwyer, Alexandra, Holloway, James, Wright, Michelle, (2012), "Commodity Market Financialization: A Closer Look at the Evidence", *Bulletin, March Quarter*, Reserve Bank of Australia.
  - 20- Eichner, A., (1976), "Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics", Cambridge: Cambridge University Press.
  - 21- Eisner, R., (1974), "Econometric studies of investment behavior: A comment", *Economic Inquiry*, Vol. 12 (1), P.P. 91-104.
  - 22- Epstein, Gerald, (2005), "Introduction: Financialization and the World Economy", In Epstein, Gerald (ed.), "Financialization and the World Economy", Cheltenham and Northampton: Edward Elgar.
  - 23- Galbraith, J., (1967), "The New Industrial State", New York, New American Library.
  - 24- Gelbard, Enrique A., & Sergio Pereira Leite, (1999), "Measuring financial development in Sub-Saharan Africa", IMF Working Paper 99/105 (Washington: International Monetary Fund).
  - 25- Jbili, Abdelali & Vicente Galbis & Amer Biset, (1997), "Financial systems and reform in the gulf cooperation council countries", (Unpublished; Washington: International Monetary Fund).
  - 26- Khan, Mohsin S., & Abdelhak S. Senhadji, (2000), "Financial development and economic growth: an overview", IMF Working Paper 00/209 (Washington: International Monetary Fund).
  - 27- Kopcke, R. and R. Brauman, (2001), "The performance of traditional macroeconomic models of businesses' investment spending", *New England Economic Review*, Vol. 2, P.P. 3-39.
  - 28- Krippner, G., (2005), "The financialization of the american economy," *Socio-Economic Review*, Vol. 3(2), P.P. 173-208.
  - "Evaluating financial sector development in the Middle East and North Africa: New methodology and some new results", International Monetary Fund.
  - 9- Crotty, J. and J. P. Goldstein, (1992), "A Marxian-Keynesian theory of investment demand: Empirical evidence", in Moseley, F. and E. Wolff (eds.), "International Perspectives on Profitability and Accumulation", Edward Elgar.
  - 10- Crotty, J., (1990), "Owner-manager conflict and financial theory of investment stability: A critical assessment of keynes, tobin, and minsky", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 12 (4), P.P. 519-542.
  - 11- Crotty, J., (1993), "Rethinking marxian investment theory: Keynes-minsky instability, competitive regime shifts and coerced investment", *Review of Radical Political Economics*, Vol. 25(1), P.P. 1-26.
  - 12- Crotty, J., (2000), "Structural contradictions of the global neoliberal regime", *Review of Radical Political Economics*, Vol. 32, No. 3, P.P. 361-368.
  - 13- Crotty, J., (2002), "The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of non-financial corporations in the neoliberal era", Political Economy Research Institute Working Paper, No. 44.
  - 14- Crotty, J., (2005), "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era", in Epstein, G. (ed) *Financialization and the World Economy*. Northampton, MA: Edward Elgar.
  - 15- Crotty, J., (2005), "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Non-financial Corporation Performance in the Neoliberal Era", in Epstein, G. (ed) *Financialization and the World Economy*. Northampton, MA: Edward Elgar.
  - 16- Demir, F., (2007), "Private Investment, Portfolio Choice and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets", Munich Personal RePEc Archive (MPRA),

- mishra.
- 32- Orhangazi, Ozgur, (2006), "Financialization and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973-2004", Munich Personal RePEc Archive (MPRA), Roosevelt University, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst.
- 29- Lapavitsas, C., (2010), "Financialization and Capitalist Accumulation: Structural Accounts of the Crisis of 2007-2009", School of Oriental and African Studies, University of London, Research on Money and Finance.
- 30- Lavoie, M., (1992), "Foundations of Post-Keynesian Econometric Analysis", Aldershot: Edward Elgar.
- 31- Mishra, Girish, (2007), "Financialization in Globalized World", from Z Net – The Spirit of Resistance Lives, Available at: <http://www.zcommunications.org/financialization-in-globalized-world> by girish-

