https://amf.ui.ac.ir
Journal of Asset Management and Financing
E-ISSN: 2383-1189
Vol. 13, Issue 3, No. 50, Autumn 2025, p 77-94
Received: 11/09/2024 Accepted: 01/02/2025

Research Paper

Investigating the Relationship between Financialization and Long-Term Use of Short-Term Debt

Seyed Reza Seyed Nezhad Fahim*
Assistant Professor, Department of Accounting, La.C., Islamic Azad University, Lahijan, Iran
fahim_re@iau.ac.ir

Abstract
The purpose of this study is to investigate the relationship between financialization and financing maturity mismatch concerning the debt issues faced by Iranian firms, aiming to provide insights for managers and policymakers. The statistical sample consists of 143 active firms listed on the Tehran Stock Exchange over a ten-year period, from 2013 to 2022. The regression method was employed to estimate the models and test the research hypotheses. The findings indicate no significant relationship between financialization and the long-term use of short-term debt. However, distinct results emerged when firms were categorized into large and small entities. In large firms, financialization appears to positively affect the long-term use of short-term debt, in contrast to smaller firms. Additionally, financial constraints do not significantly influence the propensity of firms to utilize short-term debt and do not incentivize increased willingness among these firms to rely on short-term financing in the long term. Furthermore, financialization leads to a decrease in investment in productive assets, with firms that are more inclined toward financialization utilizing less internal financing. While previous studies on maturity mismatch have highlighted factors such as external regulations, the macroeconomic environment, and internal corporate governance, this study addresses a gap in the research concerning the discrepancy between corporate debt and investment horizons. It provides empirical evidence at the firm level and investigates the underlying mechanisms through which financialization influences the long-term use of short-term debt.
Keywords: Capital Structure, Debt Maturity Structure, Financialization, Tangible Long-Term Investments
JEL Classification: G11 ،G31 ،P45

Introduction

According to the principle of matching investment and financing maturities, the maturity of a firm's debt should correspond to the maturity of its assets (Chen et al., 2023). The long-term use of short-term debt (LUSD) is a critical aspect of debt maturity mismatch, wherein short-term debt is allocated to support long-term investments. Analyzing the factors influencing LUSD is essential for gaining a comprehensive understanding of corporate financing decisions. The phenomenon of corporate financialization is prevalent globally and is closely linked to corporate investment and financing practices (Cao et al., 2022). Financialization may seem to reduce investment in fixed assets, potentially leading to diminished firm performance and economic recession (Tori & Onaran, 2018). Consequently, firms may encounter financing constraints, making it more challenging to secure long-term loans and resulting in an increased reliance on LUSD. Conversely, financialization may also be driven by hedging strategies and the pursuit of higher returns, which can alleviate financing constraints and improve firm performance, thereby reducing reliance on LUSD to some extent (Gong et al., 2023). Thus, the relationship between corporate financialization and LUSD remains ambiguous and warrants further investigation. This study aims to explore the relationship between financialization and financing maturity mismatch concerning the prevailing debt issues among Iranian firms, with the intent of providing insights for managers and policymakers. The findings are expected to offer valuable guidance for aligning fiscal policies, financing strategies, and investment initiatives.

Materials & Methods

The dependent variable of this study is the long-term use of short-term debt (LUSD), measured as the difference between the ratio of short-term liabilities to total liabilities and the ratio of short-term assets to total assets. Financialization serves as the independent variable, defined as the ratio of total financial assets to total assets. Financial assets encompass short-term and long-term investments, non-trade receivables, prepayments, and investments in real estate. Additionally, financial constraints are incorporated as an interactive variable, represented by a dummy variable. Firms with a financial cost-to-total debt ratio exceeding the median are classified as facing

*Corresponding author
Seyed Nezhad fahim, S. R. (2025). Investigating the relationship between Financialization and Long-Term Use of Short-Term Debt. *Journal of Asset Management and Financing*, *13*(3), 77-94.

10.22108/amf.2025.142771.1921

resource acquisition restrictions and assigned a value of one; otherwise, they are assigned a value of zero. The sample includes active firms listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). The sample includes 143 firms over a ten-year period from 2013 to 2022. To explore the relationships among the variables, multiple linear regression analysis was conducted. The data were collected from firms' financial reports, the Codal system, and other reliable financial sources.

Findings

The findings indicate that, contrary to existing literature, there is no significant relationship between financialization and the long-term use of short-term debt (LUSD). However, when firms are categorized into large and small entities, distinct results emerge. In large firms, financialization has a positive effect on LUSD, whereas in small firms, financialization exerts a negative impact on LUSD. Additionally, the results suggest that financial constraints do not significantly influence the use of short-term debt and do not serve as an incentive for firms to increase their reliance on short-term financing in the long term. Furthermore, financialization is associated with a reduction in investment in productive assets. The findings also indicate that financialization diminishes firms' willingness to obtain internal financing. This suggests that firms inclined toward financialization are less likely to seek internal funds, thereby increasing their dependence on external borrowing.

Discussion & Conclusion

Given the high level of financialization in the sample firms, it is suggested that there should be an optimal degree of financialization, with careful consideration of the economic consequences of excessive financialization. In response to the current situation, it is recommended that enterprises focus on their core business, clarify their development priorities, and engage in financialization activities strategically at the micro level. Additionally, participation in corporate governance is essential. At the macro level, while guiding the development of the financial industry, it is also necessary to stimulate innovation in the economic value of enterprises and enhance their overall strength. Given the negative impact of financialization on investment in productive assets, it is crucial to foster a greater willingness and confidence among enterprises to invest in production units and encourage investment in the real economy. Governments and local institutions should effectively support enterprises by implementing robust policies for the real industry and creating a favorable business environment. Considering the positive impact of financialization on LUSD in large firms, managers are advised to rely more on long-term financing to better manage financial risk and working capital, thereby preventing default risk. Furthermore, in light of the negative impact of financialization on domestic financing—which diminishes its benefits—it is essential to streamline both direct and indirect financing channels for companies, improve the capital market environment, and expand the routes for long-term capital supply in the market.

مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال سیزدهم، شماره سوم، شماره پیاپی (۵۰)، پاییز ۱۴۰۴، ص ۷۷-۹۴
تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۶/۲۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۱/۱۳

مقاله پژوهشی

بررسی رابطۀ بین مالی‌سازی و استفادۀ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت

سیدرضا سیدنژاد فهیم *

استادیار، گروه حسابداری، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران

fahim_re@iau.ac.ir

چکیده

هدف این مطالعه بررسی رابطۀ بین مالی‌سازی و عدم تطابق سررسید تأمین مالی در پرتو مشکلات بدهی حاکم بر شرکت‌های ایرانی، با دیدگاه ارائۀ ایده‌هایی برای مدیران و سیاست‌گذاران است. نمونۀ آماری پژوهش شامل ۱۴۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازۀ زمانی ده ساله ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ است. به‌منظور سنجش مدل پژوهش و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که برخلاف ادبیات پژوهش، بین مالی‌سازی و استفادۀ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت رابطۀ معناداری وجود ندارد. با تفکیک شرکت‌ها به بزرگ و کوچک، نتایج جدیدی به دست آمد. در شرکت‌های بزرگ (برخلاف شرکت‌های کوچک) مالی‌سازی تأثیر مثبتی بر استفادۀ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت دارد؛ علاوه‌براین، محدودیت مالی عاملی تأثیرگذار برای استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت نیست و نمی‌تواند انگیزه‌ای برای افزایش تمایل شرکت‌ها برای استفادۀ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت شود. مالی‌سازی منجر به کاهش میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مولد می‌شود و شرکت‌هایی که تمایل بیشتری به مالی‌سازی دارند کمتر از تأمین مالی داخلی استفاده می‌کنند؛ درحالی‌که مطالعات قبلی دربارۀ عدم تطابق سررسید بر عواملی مانند مقررات خارجی، محیط اقتصاد کلان و حاکمیت شرکتی داخلی تأکید کرده‌اند، در این پژوهش با ارائۀ شواهد تجربی در سطح شرکت و بررسی مکانیسم‌های اساسی که ازطریق آن مالی‌سازی بر استفادۀ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت تأثیر می‌گذارد، شکاف مطالعات اختلاف بین بدهی شرکت و افق سرمایه‌گذاری روشن می‌شود.

کلیدواژه‌ها: ساختار سررسید بدهی، ساختار سرمایه، سرمایه‌گذاری‌های مشهود بلندمدت، مالی‌سازی

طبقه‌بندی موضوعی: G11، G31، P45

* نویسندۀ مسئول

سید نژاد فهیم، سید رضا . (۱۴۰۴). بررسی رابطه بین مالی‌سازی و استفاده بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت .*مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۱۳ (۳)، ۷۷-۹۴.

10.22108/amf.2025.142771.1921

مقدمه

برای شرکت‌ها انتخاب بین بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت برای تأمین مالی بسیار مهم است؛ زیرا به طور چشمگیری بر ثبات مالی و سودآوری آنها تأثیر می‌گذارد (Choi, 2024). طبق اصل تطابق سررسید سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، سررسید بدهی یک شرکت باید با سررسید دارایی آن مطابقت داشته باشد (Chen et al., 2023). استفادهٔ بلندمدت از بدهی کوتاه‌مدت[1] (LUSD) جنبه‌ای مهم از عدم تطابق سررسید بدهی است که به تخصیص بدهی کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت اشاره دارد. تجزیه‌وتحلیل عوامل مؤثر بر LUSD برای به دست آوردن بینش جامع دربارهٔ تصمیمات تأمین مالی شرکت بسیار مهم است؛ درحالی‌که LUSD می‌تواند به طور مؤثر کمبود سرمایه‌گذاری را برطرف کند و عملکرد شرکت را بهبود بخشد، هزینه‌های بالقوه مرتبط با تأمین مالی مجدد و احتمال شکست تأمین مالی را افزایش می‌دهد و درنتیجه منجر به از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و افزایش ریسک نکول می‌شود (Chen & Sun, 2023). جالب است که هیچ نظریهٔ مالی استانداردی نمی‌گوید که چرا شرکت‌ها نباید عدم تطابق سررسید را اجرا کنند. درک اینکه چگونه شرکت‌ها ساختار سرمایهٔ خود را مدیریت می‌کنند سؤالی مهم است (Chen et al., 2022)؛ بااین‌وجود، شرکت‌ها انگیزه‌های متعددی برای پذیرش LUSD دارند: نخست، سیستم‌های مالی ناکارآمد ممکن است در دسترس بودن تأمین مالی مستقیم را مختل کنند و شرکت‌ها را به سمت تأمین مالی بدهی در زمانی که وجوه داخلی ناکافی است سوق دهند. در سیستم مالی در تسلط نظام بانکی [مثل ایران]، بانک‌ها به دلیل ریسک‌گریزی، حداکثرکردن سود و فشارهای نظارتی خارجی تمایل به اعطای وام‌های کوتاه‌مدت دارند؛ درنتیجه، شرکت‌ها برای برآوردن الزامات سرمایه‌گذاری بلندمدت به وام‌های کوتاه‌مدت تکیه می‌کنند؛ دوم، شرکت‌ها ممکن است ساختار بدهی خود را برای افزایش نسبت بدهی کوتاه‌مدت، با هدف کاهش هزینه‌های تأمین مالی براساس شرایط خاص و اهداف حداکثرسازی سود، اصلاح کنند؛ سوم، عدم قطعیت‌های کلان اقتصادی و سیاستی ممکن است شرکت‌ها را به سمت افزایش تأمین مالی کوتاه‌مدت سوق دهد که منجر به کوتاه‌شدن سررسید بدهی به‌عنوان پاسخی انطباقی به شرایط نوسان بازار می‌شود (Liao et al., 2024).

پدیدهٔ مالی‌سازی[2] شرکت‌ها در سراسر جهان وجود دارد و پیوندهای قوی با سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها را نشان می‌دهد (Cao et al., 2022). مالی‌سازی ممکن است به‌گونه‌ای ظاهر شود که سرمایه‌گذاری را در دارایی‌های ثابت کاهش دهد و منجر به کاهش عملکرد شرکت و رکود اقتصادی شود (Tori & Onaran, 2018)؛ درنتیجه، شرکت‌ها ممکن است با محدودیت‌های تأمین مالی روبه‌رو شوند که دریافت وام بلندمدت را چالش‌برانگیزتر می‌کند و منجر به افزایش اتکا به LUSD می‌شود؛ بااین‌وجود، مالی‌سازی می‌تواند توسط پوشش ریسک و جست‌وجوی بازده بالاتر نیز انجام شود که می‌تواند محدودیت‌های تأمین مالی را کاهش و عملکرد شرکت را بهبود دهد و درنتیجه اتکا به LUSD را تا حدی کاهش می‌دهد (Gong et al., 2023)؛ بنابراین، تأثیر مالی‌سازی شرکت‌ها بر LUSD نامشخص است و نیاز به بررسی بیشتری دارد. پژوهش‌ها در این زمینه بسیار محدود است. مالی‌سازی تمایل دارد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را جایگزین کند و سطوح تأمین مالی سهام را کاهش دهد و درنتیجه LUSD افزایش یابد؛ علاوه‌براین، افزایش هزینه‌های تأمین مالی و محدودیت‌ها تأثیر مالی‌شدن بر ساختار بدهی را بیشتر می‌کند. شرکت‌های کوچک‌تر با سابقهٔ عملیاتی کوتاه‌تر و ریسک‌های عملیاتی بالا بیشتر در معرض تأثیر مالی‌شدن قرار می‌گیرند و باعث افزایش LUSD می‌شوند (Chen et al., 2023).

انجام این پژوهش در ایران از جنبه‌های مختلف حائز اهمیت است. وضعیت کنونی اقتصادی کشور پیچیده و متنوع است. نرخ رشد اقتصاد واقعی ایران کند است. درحالی‌که شتاب توسعهٔ صنعت مالی به طور فزاینده‌ای سریع است، نرخ رشد و

1. Long-term use of short-term debt (LUSD)
2. Financialization

حاشیهٔ سود آن بسیار بیشتر از صنایع تولیدی است. در گیرودار رکود در اقتصاد واقعی، دولت مکرراً سیاست‌های پولی ضعیفی را اعمال کرده است. نقدینگی مازاد به بازار پول و سرمایه، املاک، خودرو و طلا سرازیر شده و باعث ایجاد حباب قیمت آنها شده است. از سوی دیگر برخلاف کشورهای توسعه‌یافته، شرکت‌ها در ایران به سیستم‌های بانکی برای ارتقای رشد مالی وابسته هستند؛ بااین‌وجود، به دلیل فضای نابالغ بازار، بانک‌ها برای کنترل ریسک نکول و تقویت مدیریت نقدینگی تمایل بیشتری به اعطای وام‌های کوتاه‌مدت دارند. در پاسخ به رکودهای اقتصادی اخیر و افزایش عدم اطمینان، بانک‌ها سیاست‌های خود را دربارهٔ تمدید وام‌ها برای مدیریت ریسک سخت‌تر کرده‌اند. این موضوع شرکت‌ها را وادار می‌کند تا LUSD را افزایش دهند. این مطالعه به روش‌های زیر به ادبیات موجود کمک می‌کند: اولاً، درحالی‌که مطالعات قبلی دربارهٔ عدم تطابق سررسید بر عواملی مانند مقررات خارجی، محیط اقتصاد کلان و حاکمیت شرکتی داخلی تأکید کرده اند (Ben-Nasr et al., 2015; Fu et al., 2022; Chen et al., 2023)، در این پژوهش با ارائهٔ شواهد تجربی در سطح شرکت و بررسی مکانیسم‌های اساسی که ازطریق آن مالی‌سازی بر LUCD تأثیر می‌گذارد، شکاف مطالعات اختلاف بین بدهی شرکت و افق سرمایه‌گذاری روشن می‌شود؛ ثانیاً، با بررسی رابطهٔ بین مالی‌سازی و سرمایه‌گذاری، دامنهٔ پژوهش گسترش داده می‌شود. این مطالعه خود را از فرایندهای تحلیلی و تجزیه‌وتحلیل مکانیزمی متمایز می‌کند که حاجی و همکاران (Haji et al., 2023)، توری و اوناران (Tori & Onaran, 2018) و گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) به کار گرفته‌اند. درحالی‌که حاجی و همکاران (Haji et al., 2023)، چن و سان (Chen & Sun, 2023) و توری و اوناران (Tori & Onaran, 2018) ادعا می‌کنند که مالی‌سازی، سرمایه‌گذاری فیزیکی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد و گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) تأثیر مثبت مالی‌سازی را بر سرمایه‌گذاری شناسایی می‌کنند، این مطالعه به طور خاص بر تأثیر مالی‌سازی بر عدم تطابق سررسید بدهی‌ها متمرکز است. یافته‌های این پژوهش بینش‌های مهمی را برای ارتقای هماهنگی سیاست‌های مالی، تأمین مالی و سرمایه‌گذاری ارائه می‌دهد.

مبانی نظری

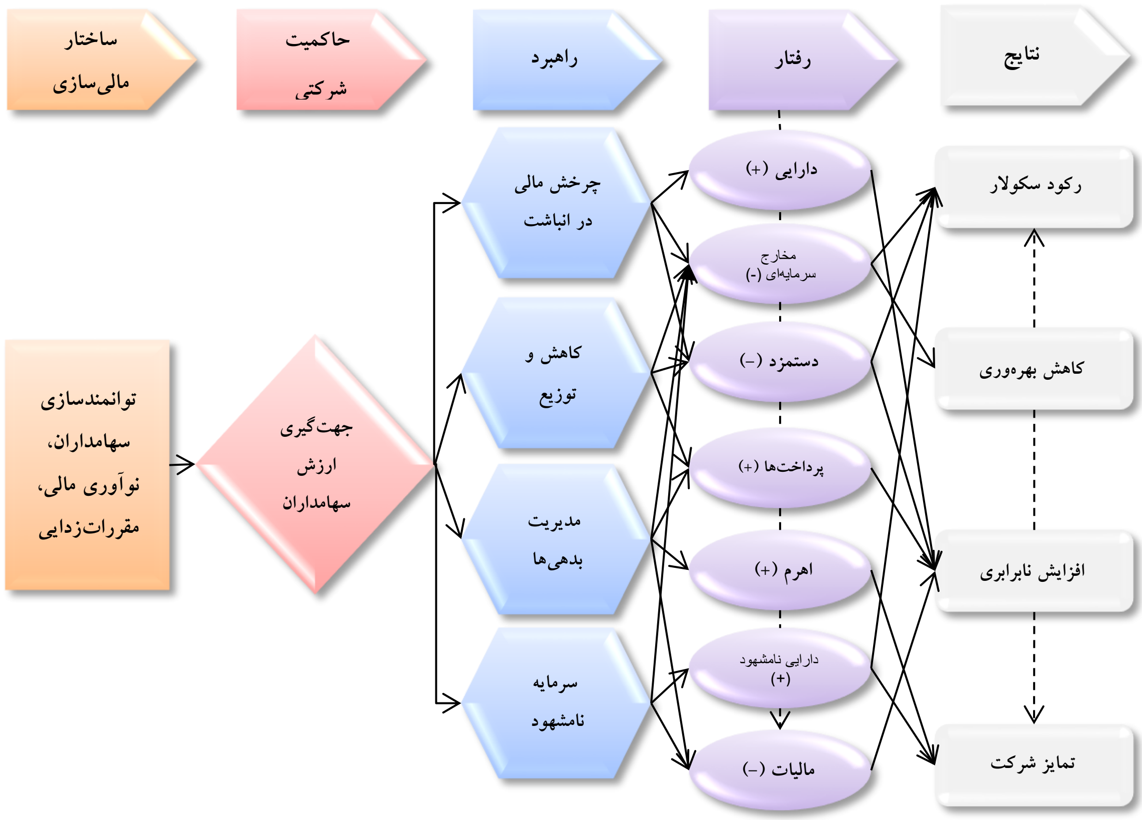
مالی‌سازی شرکتی شاخه‌ای مهم و اساسی از پژوهش‌های مالی‌سازی اقتصادی و جلوه‌ای میکروسکوپی از تغییر اقتصادی «از واقعی به مجازی» است و از سال ۱۹۹۰ به‌تدریج به موضوعی جذاب در پژوهش‌های دانشگاهی تبدیل شد (Wang, 2019). مالی‌سازی مفهومی گسترده و چند بُعدی است که پدیده‌های اقتصادی متنوعی را نشان می‌دهد که از نقش فزایندهٔ بازارهای مالی، بازیگران و نهادها در اقتصاد ناشی می‌شود (Szalavetz & Sauvage, 2024). با توسعهٔ بازارهای مالی، مالی‌سازی به‌تدریج به روند مهمی در توسعهٔ شرکت‌های غیرمالی تبدیل شده است، به‌طوری‌که روند مالی‌سازی در دههٔ اخیر در آمریکا از ۱۲درصد به ۱۶درصد، در چین از ۱۷درصد به ۲۱درصد و در کشورهای آمریکای لاتین به بیش از ۲۶درصد رسیده است. این روند منجر می‌شود که شرکت‌ها به طور فزاینده‌ای توجه را از کسب‌وکار اولیه منحرف کنند و مانع نوآوری و کارایی بازار سرمایه شوند (Hu et al., 2024; Rabinovich & Pérez Artica, 2023; Cao & Li, 2024).

تعاریف مختلف مالی‌سازی عمدتاً از دو منظر توضیح داده شده است: اول، از منظر ساختار دارایی: مالی‌سازی به شرکت‌هایی اطلاق می‌شود که بیشتر در بازارهای مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند یا بیشتر بر آن تکیه می‌کنند؛ دوم، از منظر کسب سود: مالی‌سازی منجر به منبع اصلی سود شرکت می‌شود که از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی حاصل می‌شود (Zhang, 2024). در حال حاضر اعتقاد بر این است که مالی‌سازی شرکت‌ها عمدتاً از دو انگیزهٔ احتیاط و منفعت‌جویی سرچشمه

می‌گیرد. انگیزهٔ احتیاط به انگیزهٔ «مخزن[۱]» اشـــاره دارد که می‌تولند به اقتصـــاد واقعی خدمت کند. جایی که دارایی‌های مالی نقدینگی قوی و هزینه‌های تعدیل پایینی دارند و امکان انحلال دارایی‌های مالی نگهداری‌شـده را برای کاهش مشـکلات مالی پیش رو فراهم می‌کند. از دیدگاه «سـودجویی»، با رکود پایدار در اقتصـاد واقعی و کاهش مسـتمر بازدهٔ سـرمایه‌گذاری برای شـرکت‌ها، شـرکت‌ها برای دسـتیابی به بازدهٔ مازاد کوتاه‌مدت، سـرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی را به‌جای برخی از مشـاغل اصلی خود انتخاب می‌کنند (Wei, 2024).

ظهور جهت‌گیری ارزش سهامداران[۲] (SVO) به‌عنوان شیوهٔ غالب حاکمیت شرکتی در مرکز داستان شرکت‌های غیرمالی[۳] قرار دارد. SVO در ابتدایی‌ترین حالت خود بیانگر یک رژیم حاکمیتی است که در آن از مدیران انتظار می‌رود که شرکت را به نفع اکثریت سـهامداران اداره کنند که منافع آنها درنهایت با ارزش بازار شـرکت اندازه‌گیری می‌شـود (Rabinovich & Reddy, 2024). براسـاس نظریهٔ پسـاکینزی[۴]، ادعا می‌شـود درحالی‌که مدیران رشـد بلندمدت را ترجیح می‌دهند، سـهامداران بر سـود کوتاه‌مدت تأکید دارند. هم‌راسـتایی ترجیحات مدیران با سـهامداران توسـط جنبش تصـاحب خصـمانه و تغییرات در سـاختار پرداخت ارائه شــد که منجر به رانت‌گرایی بیشــتر شــرکت‌های غیرمالی و کنارگذاشــتن اولویت‌های رشــدمحور می‌شــود (Rabinovich & Pérez Artica, 2023). در سطح راهبردی، چهار گرایش اصلی به سمت مالی‌سازی مدل کسب‌وکار شناسایی شــده اســت که پژوهش‌های علمی به آن توجه کرده‌اند: اول، شــرکت‌های غیرمالی با انجام چرخش مالی در انباشــت[۵] و جایگزین‌کردن فعالیت‌های مالی مولد به سـودآوران مالی تبدیل شـده‌اند؛ دوم، آنها به فراهم‌کنندگان منابع مالی برای سـهامداران خود تبدیل شده‌اند (با اتخاذ مکانیزم تخصیصی «کاهش و توزیع[۶]»، ازطریق به حداقل رساندن بی‌رحمانهٔ هزینه‌های نیروی کار و حداکثرسـازی بازدهٔ حقوق صـاحبان سـهام (ROE) و آزادکردن وجه نقد برای پرداخت سـود سـهام)؛ سـوم، شـرکت‌ها به‌طور فزاینده‌ای به نوآوری مالی دســت می‌زنند و روش‌های اســتفاده از بدهی‌ها را در عملیات روزمرهٔ خود گســترش و تطبیق می‌دهند؛ چهارم، این شــرکت‌ها به درگاه‌های مالی تبدیل شــده‌اند که به طور فزاینده‌ای بر ســرمایهٔ مالی تکیه می‌کنند تا جریان‌های ارزش را تغییر دهند. دو مورد آخر، زمینه‌های پژوهش‌های جدیدتر و کمتر توسـعه‌یافته هسـتند و کار تجربی بر دو جنبهٔ اول راهبرد مالی متمرکز شـده اسـت. تصـور می‌شـود که درمجموع، مالی‌سـازی منجر به کاهش سـرمایه‌گذاری فیزیکی، افزایش سـرمایه‌گذاری مالی و نامشـهود، کاهش سـهم اشـتغال و دسـتمزد و افزایش درخور توجه پرداخت‌ها به سـهامداران می‌شـود. این تغییرات رفتاری به‌عنوان پایه‌های خرد کلیدی از روندهای کلان، مشـخصـهٔ سـرمایه داری مالی شـده اسـت. با کنار هم گذاشـتن اینها، نقشـهٔ علت و معلولی مالی‌سـازی در شـکل (۱) جمع‌بندی می‌شـود (Rabinovich & Reddy, 2024). این مطالعه بر راهبرد سوم متمرکز است.

1. Reservoir
2. Shareholder Value Orientation (SVO)
3. Non-financial companies (NFCs)
4. Post-Keynesian Theory
5. Financial turn in accumulation
6. Downsizing and distributing



شکل (۱): نقشهٔ علت و معلولی مالی‌سازی شرکت

Figure (1): Cause and effect map of corporate financialization

مالی‌شدن شرکت‌ها شمشیر دولبه است. از یک سو، می‌تواند بازدهی بالایی را برای شرکت‌ها به ارمغان بیاورد و محدودیت‌های تأمین مالی را کاهش دهد و به شرکت‌ها کمک کند تا بهتر با عدم اطمینان بازار کنار بیایند (Su & Lu, 2024). از سوی دیگر، مالی‌سازی بیش‌ازحد برای کسب سود، برای توسعهٔ بلندمدت بنگاه‌ها مساعد نیست. با منابع محدود، تخصیص دارایی‌های مالی ممکن است انواع دیگر سرمایه‌گذاری‌ها را از بین ببرد و باعث انحراف شرکت‌ها از ساختار سرمایهٔ بهینه و افزایش ریسک سقوط قیمت سهام شود، توسعهٔ آتی کسب‌کار اصلی شرکت را مهار می‌کند و زوال آن را تسریع می‌بخشد. درعین‌حال، مالی‌سازی تأثیر سیاست پولی ملی برای احیای اقتصاد واقعی را تضعیف می‌کند که در درازمدت برای توسعهٔ صنایع واقعی مضر است (Tao et al., 2021).

دیدگاه رایج این است که شرکت‌ها سررسید بدهی را با سررسید دارایی‌ها مطابقت می‌دهند؛ یعنی شرکت‌ها دارایی‌های بلندمدت را با بدهی بلندمدت یا برعکس دارایی‌های کوتاه‌مدت را با بدهی کوتاه‌مدت تأمین می‌کنند (Chen et al., 2022)؛ بااین‌حال، تطبیق سرمایه‌گذاری و تأمین مالی حالتی ایدئال است که تنها در بازار مالی توسعه‌یافته و محیط سازمانی کامل می‌تواند به‌خوبی تحقق یابد (Orman & Köksal, 2017). در بازارهای نوظهور، باوجود تأمین مالی بلندمدت شامل تأمین مالی اوراق قرضه، تأمین مالی سهام و وام‌های بلندمدت بانکی، تأمین مالی اعتباری به دلیل توسعهٔ ناقص بازار سهام و بازار اوراق قرضه همچنان راه اصلی بیشتر شرکت‌ها برای تأمین مالی خارجی است؛ اما باتوجه‌به مقررات مالی، عدم قطعیت سیاست پولی، آگاهی ضعیف از حمایت قضایی، عدم تقارن اطلاعاتی و سایر عوامل، بانک‌ها تمایل کمتری به ارائهٔ اعتبار بلندمدت دارند و تمایل بیشتری به ارائهٔ بدهی کوتاه‌مدت برای جلوگیری از ریسک‌های نقدینگی احتمالی و خطرات نکول شرکت دارند. در این زمینه، شرکت‌ها تنها می‌توانند برای حمایت از سرمایه‌گذاری بلندمدت به بدهی کوتاه‌مدت تکیه کنند که نتیجهٔ آن پدیدهٔ بدهی کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذاری بلندمدت است (Hempel et al., 2024).

چهار نظریه دربارهٔ عوامل تعیین‌کنندهٔ LUSD به شرح زیر مطرح است (Liao et al., 2024):

(۱) نظریهٔ زمان‌بندی بازار: شرکت‌ها هنگام تصمیم‌گیری‌های مالی خود شرایط بازار را در نظر می‌گیرند. زمانی که هزینهٔ نسبی بدهی بلندمدت بیشتر است، می‌توانند از بدهی‌های کوتاه‌مدت بیشتری برای کاهش هزینهٔ بدهی استفاده کنند.

(۲) نظریهٔ محدودیت وثیقه: وثیقه نقش مهمی در بازارهای وام‌دهی و تصمیماتی که شرکت‌ها دربارهٔ تأمین مالی بدهی خود می‌گیرند، به‌ویژه دارایی‌های مشهود مانند املاک و مستغلات ایفا می‌کند. شرکت‌هایی که وثیقهٔ بیشتری دارند می‌توانند بدهی بلندمدت بیشتری از مؤسسات مالی دریافت کنند؛ بنابراین، فرضیهٔ محدودیت وثیقه پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌هایی که وثیقه بیشتری دارند، کمتر از LUSD استفاده می‌کنند.

(۳) نظریهٔ عدم‌تقارن اطلاعات: بدهی‌های بلندمدت بیشتر از بدهی‌های کوتاه‌مدت با خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب مرتبط هستند. شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی قوی‌تر، سررسید بدهی کوتاه‌تری دارند؛ زیرا اعتباردهندگان ترجیح می‌دهند وام‌های کوتاه‌مدت را در موقعیت‌های عدم تقارن اطلاعاتی بالا به آنها ارائه دهند تا وام‌های بلندمدت؛ بنابراین، فرض می‌شود که احتمال بیشتری دارد شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا در LUSD شرکت کنند.

(۴) نظریهٔ هزینهٔ نمایندگی: بدهی‌های کوتاه‌مدت در کاهش هزینه‌های نمایندگی بالقوه مفید است؛ زیرا وام‌دهندگان می‌توانند مدیران را ازطریق مذاکرات مکرر تأمین مالی مجدد بدهی نظارت کنند و نظم دهند؛ بنابراین، شرکت‌هایی که هزینه‌های نمایندگی بالاتری دارند، بیشتر وام‌های کوتاه‌مدت دریافت می‌کنند که احتمال مشارکت در LUSD را افزایش می‌دهد.

موریس (Morris, 1976) اولین کسی بود که نظریهٔ تطبیق سررسید دارایی‌ها و بدهی‌ها را ارائه کرد. بعدها پژوهش‌ها در این زمینه گسترش یافت. کاهل و همکاران (Kahl et al., 2015) نشان می‌دهند که شرکت‌ها در ابتدا از اوراق تجاری به‌عنوان ابزار تأمین مالی انعطاف‌پذیر برای شروع سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند و درصورت موفقیت‌آمیزبودن سرمایه‌گذاری برای کاهش ریسک جابه‌جایی، بعداً به تأمین مالی اوراق قرضه انتقال می‌یابند. فسبرگ (Fosberg, 2013) نقش محدودیت‌های مالی و عدم اطمینان محیطی را بر استفاده از بدهی‌ها بررسی کرد و به این نتیجه رسید که هنگامی که شرکت‌ها با محدودیت مالی و ناپایداری اقتصادی روبه‌رو می‌شوند، بیشتر تمایل دارند تا از بدهی‌های کوتاه‌مدت استفاده کنند. چن و همکاران (Chen et al., 2022) با بررسی نمونه‌ای از ۴۵ کشور در دورهٔ ۱۹۹۰–۲۰۱۵ به این نتیجه رسیدند که زمان‌بندی بازار و نیز محدودیت‌های وثیقه، تعیین‌کننده‌های کلیدی LUSD هستند. لیائو و همکاران (Liao et al., 2024) نیز تأثیر محدودیت وثیقه را بر LUSD تأیید کردند. درحالی‌که چن و سان (Chen & Sun, 2023) به این نتیجه رسیدند که مالی‌سازی بیشتر منجر به افزایش استفاده از LUSD می‌شود، جیا و همکاران (Jia et al., 2024) رابطهٔ غیرخطی یو وارونه بین مالی‌سازی و عدم تطابق سررسید شناسایی کردند. پسچل (Poeschl, 2023) با تفکیک شرکت‌ها به این نتیجه رسید که شرکت‌های کوچک و متوسط از شرکت‌های بزرگ، سررسید بدهی چرخه‌ای بیشتری دارند. این رفتار با چرخهٔ عمر و پویایی چرخهٔ تجاری سررسید بدهی شرکت‌ها سازگار است. بیون و همکاران (Byun et al., 2021) نیز با بررسی شرکت‌های آمریکایی تأیید کردند که در دو دههٔ اخیر شرکت‌های بزرگ تمایل بیشتری به استفاده از بدهی‌های میان‌مدت و بلندمدت دارند. درخصوص آثار مالی‌سازی بر میزان سرمایه‌گذاری واقعی شرکت پژوهش‌های محدود و متناقضی انجام گرفته است. درحالی‌که حاجی و همکاران (Haji et al., 2023)، توری و اوناران (Tori & Onaran, 2018)، ترتیاکوف و روزماینسکی (Tretyakov & Rozmainsky, 2021) و هو و دوان (Hu & Duan, 2024) به تأثیر منفی مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری دست یافتند، نتایج پژوهش فتحی و همکاران (Fathi et al., 2012) هیچ رابطهٔ معناداری را بین مالی‌سازی و سرمایه‌گذاری نشان نداد و دیویس (Davis, 2018) و گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) تأثیر مثبت مالی‌سازی را بر سرمایه‌گذاری شناسایی کردند.

این بررسی کوتاه نشان می‌دهد که درک ما از مالی‌سازی شرکت‌های غیرمالی و پیامدهای این پدیده هنوز محدود است. ابهامات زیادی در رابطه با این موضوع باقی می‌ماند که انگیزهٔ LUSD چیست، چگونه تجلی می‌یابد و پیامدهای آن چگونه خواهد بود؛ بنابراین، باتوجه‌به مطالعات اندک انجام‌گرفته در بازارهای درحال‌توسعه (خصوصاً ایران)، در این پژوهش تأثیر مالی‌سازی بر ساختار تأمین مالی شرکت‌ها بررسی می‌شود.

مالی‌سازی در جایی اتفاق می‌افتد که در طول زمان، اقتصادهای سرمایه‌داری دستخوش دگرگونی می‌شوند و سودآوری ازطریق سرمایه‌گذاری در تولید کاهش می‌یابد و سودآوری ازطریق سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی جایگزین می‌شود (Javidanrad et al., 2024). مدیران انگیزه دارند که دارایی‌های مالی را به‌صورت راهبردی در دوره‌های مختلف توزیع کنند تا به بازدهی بالا دست یابند (Duchin et al., 2017). در ایران، جایی که سیستم تأمین مالی عمدتاً در سلطه بانک‌ها است، تأمین مالی بدهی روش اصلی برای شرکت‌ها برای جمع‌آوری وجوه خارجی است (Amirali et al., 2022). با افزایش سطوح مالی، شرکت‌ها با ریسک‌های عملیاتی بالاتری مواجه می‌شوند که منجر به کاهش عملکرد، تولید و ارزش می‌شود. بانک‌ها ممکن است اعطای وام‌های بلندمدت را برای کنترل ریسک کاهش دهند؛ علاوه‌براین، شرکت‌ها ممکن است به دلیل فقدان گزینه‌های وثیقهٔ مؤثر و سیاست‌های نظارتی سخت‌گیرانه، در انتشار اوراق قرضهٔ بلندمدت با چالش‌های شدیدتری مواجه شوند؛ درنتیجه، این وضعیت وابستگی بیشتری به بدهی‌های کوتاه‌مدت به‌عنوان وسیله‌ای برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت ایجاد می‌کند (Jia et al., 2024). باتوجه‌به بحث فوق، فرضیهٔ زیر پیشنهاد می‌شود:

فرضیهٔ اول: بین مالی‌سازی و استفادهٔ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت رابطهٔ مثبت و معناداری وجود دارد.

افزایش در محدودیت‌های تأمین مالی، عامل مهمی است که بر تمایل به استقراض کوتاه‌مدت شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد (Kim et al., 2017). در مواجهه با سیاست‌های اقتصادی خارجی نامشخص و محدودیت‌های تأمین مالی، درجهٔ مالی‌سازی نیز افزایش می‌یابد و موضوع LUSD را تشدید می‌کند (Xu et al. 2023). با افزایش هزینه‌های تأمین مالی، شرکت‌ها ممکن است سرمایهٔ خود را به‌جای بهبود تولید به سمت زمینه‌های با بازدهٔ بالاتر مانند سرمایه‌گذاری‌های مالی هدایت کنند. انگیزهٔ نگهداری دارایی‌های مالی بیشتر به دلیل بازدهی بالا، ممکن است موضوع LUSD را تشدید کند (Howes, 2023)؛ بنابراین، فرضیهٔ زیر مطرح می‌شود:

فرضیهٔ دوم: افزایش محدودیت‌های مالی میزان تأثیر مالی‌سازی بر استفادهٔ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت را تشدید می‌کند.

روش پژوهش

جامعهٔ آماری شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران است. به دلیل گستردگی حجم جامعهٔ آماری و دشواری‌های خاص حاصل از آن و وجود برخی ناهمگنی‌ها میان اعضای جامعه در ارتباط با داده‌های لازم پژوهش، شرکت‌هایی انتخاب می شوند که جزء شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت این نوع شرکت‌ها متفاوت است. شرکت‌های مدنظر دارای فعالیت مستمر بوده و از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا انتهای سال ۱۴۰۱ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند و به‌منظور مقایسه‌پذیربودن، پایان سالی مالی آنها ۲۹ اسفند باشد و در طی دورهٔ بررسی‌شده تغییر سال مالی نداشته باشند. طبق جدول (۱) درنهایت تعداد ۱۴۳ شرکت طی دورهٔ ۱۰ساله ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ به‌منظور آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است. اطلاعات لازم شرکت‌ها ازطریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و پایگاه رسمی بورس و اوراق بهادار گردآوری و داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Eviews۱۰ تجزیه‌وتحلیل شد.

جدول (۱): نحوهٔ انتخاب نمونهٔ آماری

Table (1): How to select the sample

شرح	تعداد
جامعهٔ آماری تا پایان سال ۱۴۰۱	۴۵۳
شرکت‌هایی که تغییر سال مالی داده‌اند یا سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند نیست.	۱۱۹
شرکت‌هایی که جزو سرمایه‌گذاری، هلدینگ‌ها و شرکت‌های واسطه‌گری مالی بوده‌اند.	۶۴
شرکت‌هایی که طی دورهٔ مطالعه‌شده وارد بورس اوراق بهادار شده‌اند.	۱۲۷
شرکت‌های بررسی‌شده در پژوهش	۱۴۳

برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم به ترتیب از مدل رگرسیونی ۱ و ۲ استفاده شده است.

رابطهٔ (۱)

$$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطهٔ (۲)

$$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Fin_{it} \times FC_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 EPS_{it} + \beta_8 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته استفادهٔ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت (LUSD) است و طبق چن و سان (Chen & Sun, 2023)، LUSD به‌عنوان اختلاف بین نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت به کل بدهی‌ها و نسبت دارایی‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است. مالی‌سازی (FIN) متغیر مستقل است و طبق پژوهش دمیر (Demir, 2009)، فنگ و همکاران (Feng, et al., 2022) و چن و سان (Chen & Sun, 2023) مالی‌سازی شرکت به‌عنوان نسبت کل دارایی‌های مالی به کل دارایی‌ها تعریف می‌شود. دارایی‌های مالی شامل سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، مطالبات غیرتجاری، پیش‌پرداخت‌ها، سرمایه‌گذاری در املاک است. متغیر تعاملی محدودیت مالی (FC) است. بر مبنای چن و سان (Chen & Sun, 2023) محدودیت مالی متغیری مجازی است، به‌طوری‌که اگر نسبت هزینهٔ مالی بر کل بدهی‌ها بالاتر از میانه باشد، شرکت با محدودیت برای جذب منابع مواجه خواهد بود و به آن عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است.

مطابق با چوی (Choi, 2024)، جین و همکاران (Jin et al., 2022) و چن و سان (Chen & Sun, 2023) متغیرهای مربوط به ویژگی‌های شرکت به‌عنوان متغیرهای تأثیرگذار (کنترلی) بر ساختار مالی درنظر گرفته شده است که در ادامه تشریح می‌شوند. سن شرکت (AGE): انتظار می‌رود شرکت‌های با سابقهٔ فعالیت بیشتر احتمالاً گرایش کمتری برای استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت خواهند داشت. برای محاسبهٔ سن شرکت، از لگاریتم طبیعی تفاضل سال مالی بررسی‌شده و سال تأسیس شرکت استفاده شده است. بازدهٔ دارایی‌ها (ROA): پیش‌بینی می‌شود شرکت‌های با عملکرد مالی بهتر، تمایل و راه‌کارهای بیشتری برای اخذ وام‌های بلندمدت خواهند داشت. این شاخص بر مبنای نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها محاسبه شده است. رشد شرکت (GROWTH): شرکت‌هایی که رشد بیشتری را تجربه می‌کنند، نیاز به تأمین مالی بیشتری دارند، بنابراین، پیش‌بینی می‌شود که از نسبت بدهی بالاتری در مقایسه با همتایان دیگر خود برخوردار باشند. این نسبت از تفاضل فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه شده است. اهرم مالی (LEV): شرکت‌هایی که اهرم مالی بیشتری دارند در فشار مالی بیشتری هستند و احتمالاً سیاست‌های تجاری متهورانه‌ای را در پیش خواهند گرفت. برای محاسبهٔ اهرم مالی از نسبت جمع کل بدهی‌های شرکت بر جمع دارایی‌ها استفاده شده است. سود هر سهم (EPS): پیش‌بینی می‌شود شرکت‌های با سود هر سهم بالاتر، با استفاده از نظریهٔ علامت‌دهی، دسترسی به وام‌های بلندمدت بیشتری خواهند داشت. این نسبت از تقسیم سود پس از کسر مالیات بر حقوق صاحبان سهام محاسبه شده است. گردش کل دارایی‌ها (TAR): شرکت‌های با گردش بیشتر دارایی، از شهرت بیشتری برخوردار هستند و پیش‌بینی می‌شود از اعتبار خود برای اخذ خریدهای نسیه استفاده بیشتری کنند. این شاخص از تقسیم سود عملیاتی بر میانگین کل دارایی‌ها به دست آمده است.

یافته‌ها

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیان‌کنندهٔ پارامترهای توصیفی مجزای هر متغیر است. آماره‌های مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش را ارائه می‌دهد.

جدول (۲): آمار توصیفی

Table (2): Descriptive statistics

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
استفادهٔ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت	LUSD	۰/۲۱۴	۰/۱۸۷	۰/۸۷	−۰/۴۵۳	۰/۱۹۱	۰/۴۵۸	۳/۲۹۱
مالی‌سازی	FIN	۰/۱۵۴	۰/۱۱۵	۰/۸۶۷	۰/۰۰۰۲	۰/۱۳۷	۱/۴۳۵	۵/۱۴۰
سن شرکت	AGE	۲/۹۹۶	۲/۹۹۴	۴/۰۰۷	۱/۶۰۹	۰/۳۸۰	۰/۱۱۰	۳/۲۶۴
بازدهٔ دارایی‌ها	ROA	۰/۱۵۰	۰/۱۲۸	۰/۶۷۳	−۰/۵۸۱	۰/۱۵۵	۰/۳۸۸	۳/۷۴۷
رشد شرکت	GROWTH	۰/۴۰۵	۰/۳۲۱	۱۸/۱۶۹	−۰/۹۰۹	۰/۷۴۶	۱/۳۱۱	۷/۶۳۱
اهرم مالی	LEV	۰/۵۴۱	۰/۵۴۰	۱/۸۲۴	۰/۰۳۱	۰/۲۰۷	۰/۲۹۷	۴/۱۷۳
سود هر سهم	EPS	۰/۲۶۷	۰/۳۰۹	۹/۴۸۶	−۴۶/۰۷۴	۱/۴۱۵	−۲/۷۳۱	۸/۷۲۲
گردش کل دارایی‌ها	TAR	۰/۹۲۶	۰/۸۰۷	۴/۷۴۵	۰/۰۱۴	۰/۵۳۳	۱/۶۸۳	۷/۹۳۹

همان‌طور که مشاهده می‌شود میانگین LUSD بیش از مثبت ۲۱درصد است؛ یعنی به طور متوسط شرکت‌ها از بدهی‌های کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت استفاده می‌کنند. میانگین مالی‌سازی نیز بیش از ۱۵درصد است. بیشینهٔ آن متعلق به شرکت دارویی در سال ۱۳۹۷ و کمینهٔ آن متعلق به شرکتی از صنعت فلزات اساسی در سال ۱۳۹۶ است. آمار توصیفی متغیر مجازی محدودیت مالی در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): آمار توصیفی متغیر مجازی

Table (3): Descriptive statistics of the dummy variable

متغیر	نماد	شرح	فراوانی
محدودیت مالی	FC	دارای محدودیت مالی	۷۱۵
		بدون محدودیت مالی	۷۱۵

برای تعیین نوع مدل استفاده‌شده در داده‌های ترکیبی از آزمون F لیمر استفاده شده است. ازآنجایی‌که سطح معناداری به‌دست‌آمده از آزمون F لیمر کوچک‌تر از ۵درصد است، به‌منظور برآورد این مدل‌ها از مدل داده‌های تابلویی استفاده شده است. در فرایند انتخاب بین دو مدل اثرات تصادفی و مدل اثرات ثابت، از آزمون هاسمن استفاده شده است. آزمون مزبور بر پایهٔ وجود همبستگی بین متغیرهای مستقل و اثرات انفرادی طراحی شده است. درصورتی‌که جز خطای تصادفی با متغیرهای توضیحی همبستگی داشته باشد، درآن صورت مدل اثر تصادفی تورش‌دار بوده و در چنین حالتی لازم است مدل اثر ثابت به کار گرفته شود. نتایج آزمون بیانگر لزوم استفاده از روش داده‌های تابلویی به روش اثرات ثابت است. یکی دیگر از پیش‌فرض‌های مدل رگرسیون، ثابت‌بودن واریانس خطا است. وجود ناهمسانی واریانس در مدل باعث می‌شود که برآوردها باوجود بدون تورش و سازگاربودن، ناکارا باشند. به‌منظور بررسی همسانی واریانس خطاهای مدل از آزمون بارتلت استفاده شد. ازآنجایی‌که سطح معناداری آزمون ناهمسانی واریانس، برای مدل پژوهش کوچک‌تر از ۵درصد است، درنتیجه فرض صفر مبنی‌بر همسانی واریانس‌ها پذیرفته نمی‌شود و برای رفع ناهمسانی واریانس از روش EGLS استفاده شده است.

جدول (۴) نتایج برآورد مدل اول پژوهش را برای بررسی تأثیر مالی‌سازی بر استفادهٔ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت نشان می‌دهد.

جدول(۴): نتایج تخمین مدل اول

Table (4): Results of the first model estimation

$$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
عرض از مبدأ	۰/۶۰۳	۰/۰۴۱	۱۴/۷۱۰	۰/۰۰۰	–
FIN	−۰/۰۰۷	۰/۰۲۵	−۰/۲۸۱	۰/۷۷۸	۱/۱۴۸
AGE	−۰/۰۱۳	۰/۰۱۲	−۱/۰۰۸	۰/۳۱۳	۱/۰۱۷
ROA	−۰/۴۷۹	۰/۰۳۱	−۱۵/۲۰۲	۰/۰۰۰	۱/۹۱۱
GROWTH	۰/۰۱۴	۰/۰۰۴	۳/۴۹۲	۰/۰۰۰	۱/۰۷۳
LEV	−۰/۳۸۰	۰/۰۲۲	−۱۶/۸۷۲	۰/۰۰۰	۱/۷۳۵
EPS	−۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	−۰/۶۸۶	۰/۴۹۲	۱/۰۵۲
TAR	−۰/۰۸۱	۰/۰۰۹	−۸/۴۰۸	۰/۰۰۰	۱/۱۶۲
مقدار آماره F	۳۷/۳۶۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۹۱	
سطح معناداری	۰/۰۰۰	آماره دوربین- واتسون		۱/۶۴۱	

نتایج آزمون F فیشر بیانگر معناداربودن مدل پژوهش است. ضریب تعیین تعدیل‌شدهٔ مدل ۷۹/۱درصد است. بدین معناست که ۷۹/۱درصد تغییرات LUSD توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌شود. عامل تورم واریانس (VIF) شدت هم‌خطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون ارزیابی می‌کند. به‌عنوان قاعده‌ای تجربی اگر مقدار VIF بزرگ‌تر از ۵ باشد، هم خطی چندگانه بالا است. ازآنجاکه مقدار آن کمتر از ۵ است؛ بنابراین، بین متغیرها هم‌خطی وجود ندارد. ضریب β_1 منفی و بی‌معنی است؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵درصد بین مالی‌سازی و LUSD رابطهٔ معناداری وجود ندارد؛ بنابراین، فرضیهٔ اول پژوهش تأیید نمی‌شود. جدول (۵) نتایج برآورد مدل دوم پژوهش را برای بررسی نقش تعاملی محدودیت‌های مالی بر ارتباط بین مالی‌سازی و استفادهٔ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت نشان می‌دهد.

جدول (۵): نتایج تخمین مدل دوم

Table (5): Results of estimating the second model

$$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Fin_{it} \times FC_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 EPS_{it} + \beta_8 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
عرض از مبدأ	۰/۵۹۵	۰/۰۴۱	۱۴/۳۶۶	۰/۰۰۰	–
FIN	−۰/۰۱۹	۰/۰۲۶	−۰/۷۲۷	۰/۴۶۶	۱/۳۹۴
FIN×FC	۰/۰۴۱	۰/۰۲۴	۱/۷۳۱	۰/۰۸۳	۱/۲۳۵
AGE	−۰/۰۱۱	۰/۰۱۳	−۰/۸۴۶	۰/۳۹۷	۱/۰۱۹
ROA	−۰/۴۷۵	۰/۰۳۱	−۱۵/۰۳۹	۰/۰۰۰	۱/۹۳۷
GROWTH	۰/۰۱۴	۰/۰۰۴	۳/۵۵۷	۰/۰۰۰	۱/۰۷۴
LEV	−۰/۳۷۸	۰/۰۲۲	−۱۶/۷۸۰	۰/۰۰۰	۱/۷۵۱
EPS	−۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	−۰/۶۹۱	۰/۴۸۹	۱/۰۵۲
TAR	−۰/۰۸۲	۰/۰۰۹	−۸/۵۱۱	۰/۰۰۰	۱/۱۶۲
مقدار آماره F	۳۷/۱۹۷	ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۷۹	
سطح معناداری	۰/۰۰۰	آماره دوربین- واتسون		۱/۶۴۴	

نتایج جدول بالا تفاوت چندانی با مدل اول نداشت. نتایج آزمون F فیشر بیانگر معنادداربودن مدل پژوهش است. ضریب تعیین تعدیل‌شدهٔ مدل ۷۹درصد است. مقدار VIF تمام متغیرها کمتر از ۵ است؛ بنابراین، بین متغیرها هم‌خطی وجود ندارد. ضریب β_2 مثبت و بی‌معنی است؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵درصد محدودیت مالی تأثیر معناداری بر رابطهٔ بین مالی‌سازی و LUSD ندارد؛ بنابراین، فرضیهٔ دوم پژوهش نیز تأیید نمی‌شود.

آزمون‌های اضافی

باتوجه‌به تأییدنشدن فرضیه‌های اصلی، برای روشن‌شدن زوایای دیگر موضوع، بررسی جداگانه‌ای در شرکت‌های کوچک و بزرگ انجام شد. طبق نظریهٔ محدودیت وثیقه انتظار می‌رود که شرکت‌های کوچک (از شرکت‌های بزرگ‌تر) به دلیل داشتن امکانات کمتر برای ارائهٔ وثیقه، بیشتر از LUSD استفاده کنند (Liao et al., 2024). برای بررسی نقش اندازهٔ شرکت در تأثیر مالی‌سازی بر LUSD، شرکت‌ها براساس اندازهٔ دارایی‌ها به دو گروه کوچک و بزرگ دسته‌بندی شد؛ در این راستا ابتدا لگاریتم طبیعی دارایی‌ها محاسبه شد و سپس مشاهدات پایین‌تر از میانه در گروه شرکت‌های کوچک (۷۱۵ مشاهده) و مشاهدات بالاتر از میانه در گروه شرکت‌های بزرگ (۷۱۵ مشاهده) در نظر گرفته شد. نتایج تجربی این تحلیل در جدول (۶) ارائه شده است. باتوجه‌به معنادداربودن ضریب مالی‌سازی، می‌توان نتیجه گرفت که اندازهٔ شرکت عاملی مؤثر بر رابطهٔ بین مالی‌سازی و LUSD است. ضریب مالی‌سازی در شرکت‌های کوچک، منفی و در شرکت‌های بزرگ مثبت شده است؛ یعنی در شرکت‌های کوچک (برخلاف شرکت‌های بزرگ) با افزایش مالی‌سازی میزان LUSD کاهش می‌یابد. احتمال دارد دلیل آن وجود روابط سیاسی در شرکت‌های کوچک و حمایت‌های مالی دولت و نظام بانکی از آنها برای تأمین مالی بلندمدت باشد. البته ممکن است شرکت‌های بزرگ راه‌کارهای دیگری برای تأمین مالی بلندمدت در پیش بگیرند.

جدول (۶): نتایج آزمون مدل اول در شرکت‌های کوچک و بزرگ

Table (6): Results of estimating the first model in small and large firms

$$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	شرکت‌های کوچک		شرکت‌های بزرگ	
	ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۴۰۶	۰/۰۰۰	۰/۶۴۵	۰/۰۰۰
FIN	−۰/۱۱۰	۰/۰۱۳	۰/۱۷۴	۰/۰۰۰
AGE	۰/۰۱۸	۰/۲۳۰	−۰/۰۰۱	۰/۹۳۲
ROA	−۰/۲۴۱	۰/۰۰۰	−۰/۷۸۹	۰/۰۰۰
GROWTH	−۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	−۰/۰۱۳	۰/۰۲۹
LEV	−۰/۳۲۵	۰/۰۰۰	−۰/۴۷۹	۰/۰۰۰
EPS	۰/۰۰۳	۰/۶۶۰	−۰/۰۰۳	۰/۲۴۵
TAR	−۰/۰۳۷	۰/۰۰۱	−۰/۰۴۱	۰/۰۰۱
مقدار آماره F	۱۵/۶۴۶		۴۹/۳۲۴	
سطح معناداری	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۱۵		۰/۳۲۱	
آماره دوربین- واتسون	۱/۶۸۴		۰/۱۶۳۷	

همان‌گونه که در پیشینهٔ تجربی این مطالعه مطرح شد، درخصوص آثار مالی‌سازی بر میزان سرمایه‌گذاری واقعی شرکت پژوهش‌های محدود و متناقضی انجام گرفته است. درحالی‌که حاجی و همکاران (Haji et al., 2023)، چن و سان (Chen & Sun, 2023) و توری و اوناران (Tori & Onaran, 2018) ادعا می‌کنند که مالی‌سازی، سرمایه‌گذاری فیزیکی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد، گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) تأثیر مثبت مالی‌سازی را بر سرمایه‌گذاری شناسایی می‌کنند. به همین منظور در این مطالعه نیز تأثیر مالی‌سازی بر میزان سرمایه‌گذاری‌های مشهود بلندمدت بررسی می‌شود. طبق پژوهش چن و سان (Chen & Sun, 2023) سرمایه‌گذاری‌های مشهود بلندمدت (IC) بر مبنای وجه نقد پرداخت‌شده برای ساخت یا خرید دارایی‌های ثابت محاسبه می‌شود که از متن صورت جریان نقدی استخراج می‌شود و برای همگن‌شدن بر کل دارایی‌ها تقسیم می‌شود. نتایج تجربی این موضوع در جدول (۷) نشان داده شده است. بر مبنای نتایج به‌دست‌آمده مالی‌سازی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در دارایی‌های مولد شرکت می‌شود. این نتیجه نشان‌دهندهٔ آن است که شرکت‌هایی که گرایش به مالی‌سازی دارند، میزان سرمایه‌گذاری آنها در بلندمدت کاهش چشمگیری خواهد یافت که این امر منجر به کاهش سطح درآمدهای عملیاتی آنها می‌شود و وابستگی شرکت را به درآمدهای غیرعملیاتی بیشتر می‌کند؛ درنتیجه منجر به افزایش میزان سفته‌بازی می‌شود.

جدول (۷): نتایج تأثیر مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری بلندمدت

Table (7): Results of the effect of financialization on long-term investment

$$IC_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۲۳	۰/۰۱۱	۲/۱۱۹	۰/۰۳۴
FIN	-۰/۰۱۸	۰/۰۰۶	-۲/۶۸۹	۰/۰۰۷
AGE	۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	۱/۱۲۴	۰/۲۶۱
ROA	۰/۰۵۱	۰/۰۰۸	۶/۴۳۶	۰/۰۰۰
GROWTH	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۹	-۲/۸۸۹	۰/۰۰۳
LEV	۰/۰۱۰	۰/۰۰۵	۱/۹۱۲	۰/۰۵۶
EPS	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۶	۰/۲۴۸	۰/۸۰۴
TAR	۰/۰۰۳	۰/۰۱۱	۲/۱۱۹	۰/۰۳۴
مقدار آماره F	۹/۳۹۲	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۶۶
سطح معناداری	۰/۰۰۰	آماره دوربین- واتسون		۱/۶۱۰

چن و سان (Chen & Sun, 2023) به این نتیجه رسیدند که مالی‌سازی تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهد و جایگزین تأمین مالی داخلی می‌شود؛ درنتیجه تقاضا برای تأمین مالی خارجی افزایش می‌یابد و شرکت‌ها را به سمت افزایش استفاده از بدهی‌های کوتاه‌مدت در زمانی سوق می‌دهد که وام‌های بلندمدت کافی نیستند؛ بنابراین، بین مالی‌سازی و تأمین مالی ازطریق فروش سهام رابطهٔ منفی و معناداری وجود دارد. طبق پژوهش چن و سان (Chen & Sun, 2023) تأمین مالی از طریق فروش سهام (EEF) ازطریق وجه نقد دریافت‌شده ناشی از فروش سهام جدید به دست می‌آید که از متن صورت جریان نقدی استخراج می‌شود و برای همگن‌شدن بر کل دارایی‌ها تقسیم می‌شود. نتایج تجربی این موضوع در جدول (۸) نشان داده شده است. نتایج بیانگر آن است که مالی‌سازی منجر به کاهش تمایل شرکت‌ها به تأمین مالی داخلی می‌شود. این نتیجه نشان‌دهندهٔ آن است که شرکت‌هایی که گرایش به مالی‌سازی دارند میزان تمایل آنها به تأمین مالی داخلی کاهش خواهد یافت و وابستگی شرکت را به استقراض بیشتر می‌کند.

جدول (۸): نتایج آزمون تأثیر مالی‌سازی بر انتشار سهام

Table (8): Results of estimating the effect of financialization on share issuance

$$EEF_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۰۹	۰/۰۰۱	۷/۶۷۹	۰/۰۰۰
FIN	−۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۸	−۲/۰۸۲	۰/۰۳۷
AGE	−۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۳	−۳/۶۷۵	۰/۰۰۰
ROA	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۲/۱۰۰	۰/۰۳۵
GROWTH	−۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	−۱/۰۸۸	۰/۲۷۶
LEV	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۶	۱/۲۹۳	۰/۱۹۶
EPS	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۷۴	۰/۸۶۱
TAR	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۲	۰/۴۴۴	۰/۶۵۶
مقدار آماره F	۲/۳۷۸	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۲۵
سطح معناداری	۰/۰۰۰	آماره دوربین− واتسون		۱/۸۷۹

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

رابطهٔ بین تأمین مالی و توسعهٔ سالم شرکتی از دیرباز توجه پژوهش‌های نظری را به خود جلب کرده است. در پی بحران مالی، پژوهشگران به طور فزاینده‌ای دربارهٔ پیامدهای اقتصادی مالی‌شدن با هدف روشن‌کردن رابطه و تعامل درونی بین بازارهای مالی و اقتصاد واقعی بحث کرده‌اند. این مطالعه به طور تجربی تأثیر مالی‌سازی را بر تطبیق سررسید بدهی‌ها و سرمایه‌گذاری و تأمین مالی آزمایش کرد. نتایج نشان داد که مالی‌سازی بر استفادهٔ بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت تأثیر معناداری ندارد. این نتیجه با مبانی نظری پژوهش همخوانی ندارد. احتمال می‌رود سایر عوامل محیطی همچون اندازهٔ شرکت، سیاست‌های پولی و مالی و عدم اطمینان محیطی در این زمینه دخالت داشته باشند. با انجام تحلیل بیشتر مشخص شد که درشرکت‌های کوچک بین مالی‌سازی و LUSD رابطهٔ منفی معناداری وجود دارد. احتمال دارد دلیل آن حمایت دولت، سیستم بانکی و بازار سرمایه از این شرکت‌ها باشد. مالی‌سازی شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه هستند، نیز تأثیر معناداری بر LUSD ندارد. این نتیجه با مبانی نظری پژوهش همخوانی ندارد. پیش‌بینی می‌شود وجود همیشگی سایهٔ تحریم و مشکلات اقتصادی بر شرکت‌ها منجر به عدم کارایی و تأثیرگذاری فشارهای مالی بر تصمیم‌گیری مدیران شود. این مورد با نتایج پژوهش چن و سان (Chen & Sun, 2023) همسو نیست. به‌علاوه نتایج بیانگر آن است که مالی‌سازی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در دارایی‌های مولد شرکت می‌شود. این یافته‌ها با نتایج پژوهش‌های چن و سان (Chen & Sun, 2023)، حاجی و همکاران (Haji et al., 2023)، توری و اوناران (Tori & Onaran, 2018)، ترتیاکوف و روزماینسکی (Tretyakov & Rozmainsky, 2021) و هو و دوان (Hu & Duan, 2024) منطبق است؛ درنهایت نتایج نشان داد که بین مالی‌سازی و تأمین مالی ازطریق فروش سهام رابطهٔ منفی و معناداری وجود دارد. این یافته نتایج چن و سان (Chen & Sun, 2023) را پشتیبانی می‌کند.

باتوجه‌به سطح بالای مالی‌سازی در شرکت‌های بررسی‌شده پیشنهاد می‌شود که باید درجهٔ بهینه‌ای از مالی‌سازی وجود داشته باشد و باید به پیامدهای اقتصادی ناشی از مالی‌شدن بیش‌ازحد توجه شود. در پاسخ به وضعیت موجود، پیشنهاد می‌شود در سطح خرد، بنگاه‌ها بر کسب‌وکار اصلی خود تمرکز کنند، اولویت‌های توسعهٔ خود را روشن کرده و فعالیت‌های مالی‌سازی را به‌صورت راهبردی انجام دهند و ابتکارات پرسنل داخلی را تقویت کنند. مشارکت در حاکمیت شرکتی: در سطح کلان،

ضمن هدایت توسعهٔ صنعت مالی، تحریک نوآوری در ارزش اقتصادی شرکت و افزایش همه‌جانبهٔ قدرت جامع بنگاه‌ها نیز لازم است. باتوجه‌به تأثیر منفی مالی‌سازی بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها در دارایی‌های مولد، افزایش گرایش و اعتماد بنگاه‌ها برای سرمایه‌گذاری در واحدها و تشویق سرمایه‌گذاری در اقتصاد واقعی ضروری است. دولت‌ها و نهادهای محلی باید عملکرد خدماتی خوبی را به شرکت‌ها ایفا کنند، سیاست‌های حمایتی را برای صنعت واقعی به‌طور مؤثر اجرا و محیط تجاری مناسب ایجاد کنند. هیئت‌مدیره، هیئت‌های نظارت، سرمایه‌گذاران خارجی و سایر نهادهای ذی‌ربط باید نقش حاکمیت داخلی و نظارت خارجی خوبی را ایفا کنند، در نظارت و مشوق‌ها نوآوری داشته باشند، تصمیمات سرمایه‌گذاری را بهینه کنند و کارایی حاکمیت شرکتی را در کل بهبود بخشند. باتوجه‌به تأثیر مثبت مالی‌سازی بر LUSD در شرکت‌های بزرگ، به مدیران آنها پیشنهاد می‌شود که برای مدیریت بهتر ریسک مالی و سرمایه در گردش و جلوگیری از ریسک نکول به تأمین مالی بلندمدت اتکای بیشتری کنند. بر مبنای تأثیر منفی مالی‌سازی بر تأمین مالی داخلی که منجر به از دست دادن مزایای آن می‌شود، لازم است کانال‌های تأمین مالی مستقیم و غیرمستقیم برای شرکت‌ها هموار شود و محیط بازار تأمین سرمایه بهبود یابد و مسیرهای عرضهٔ سرمایهٔ بلندمدت بازار گسترش یابد. باید برای حل مشکل تبعیض اعتباری توسط مؤسسات مالی رسمی، بهینه‌سازی منطقی ساختار عرضهٔ صندوق‌های اعتباری بانکی، بهبود مکانیسم قیمت‌گذاری ریسک مدت وام‌های بانکی و افزایش تمایل بانک‌ها برای ارائهٔ وام‌های بلندمدت تلاش شود. شرکت‌ها می‌توانند برای تأمین مالی پروژه‌های جدید و نوآورانه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری داخلی ایجاد کنند. این کار می‌تواند به حفظ منابع مالی و افزایش ارزش شرکت کمک کند.

محدودیت‌هایی در این مطالعه وجود دارد که می‌تواند زمینهٔ پژوهش‌های آتی قرار گیرد. وجود پژوهش‌های مشابه داخلی بسیار کم در حوزهٔ مالی‌سازی و عدم تطبیق سررسید بدهی‌ها بستر مناسبی را برای انجام پژوهش‌های آتی فراهم می‌کند. یکی از محدودیت‌های اصلی پژوهش‌هایی که از نمونه‌گیری استفاده می‌کنند، محدودیت در تعمیم‌پذیری است؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود نتایج با احتیاط به جامعه تعمیم داده شود و باتوجه‌به شرایط خاص حاکم بر صنعت بهتر است پژوهشگران در آینده تمرکز خود را بر هر صنعت بگذارند. باتوجه‌به تأییدنشدن برخی از فرضیه‌ها و داشتن تبعات مثبت و منفی مالی‌سازی پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی رابطهٔ یوی وارونه بین مالی‌سازی و تأمین مالی بررسی شود. به‌علاوه باتوجه‌به نقش مؤثر حاکمیتی می‌توان عملکرد مالی‌سازی شرکت‌های دولتی و غیردولتی را با هم مقایسه کرد. برای تبیین دلایل گرایش شرکت‌ها به مالی‌سازی، بررسی نقش عوامل کلان اقتصادی نیز می‌تواند جنبه‌های پنهان این موضوع را روشن کند.

منابع

امیرعلی، محمد، بخشی دستجردی، رسول، و واعظ برزانی، محمد (۱۴۰۱). آثار حقیقی کارکرد بانک به‌عنوان خالق نقدینگی از مجاری وام‌دهی و استمهال صوری مطالبات غیرجاری: رهیافت DSGE. *فصلنامه تحقیقات اقتصادی*، ۵۷(۴)، ۵۸۳–۶۲۸. https://doi.org/10.22059/JTE.2023.92422

حاجی، مجید، نصیری‌اقدم، علی، محمدی، تیمور، و شاکری، عباس (۱۴۰۲). تأثیر مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌های غیرمالی طی سال‌های ۱۳۹۸–۱۳۸۸ با استفاده از روش داده‌های تابلویی چندسطحی. *فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، ۱۲(۴۵)*، ۴۷–۷۸. https://doi.org/10.22084/aes.2022.25279.3381

فتحی، سعید، آذربایجانی، کریم، تقوی‌زاده، ایمان، و عسگرنژاد نوری، باقر (۱۳۹۲). تحلیل تأثیر مالی‌شدن بر سرمایه‌گذاری‌های واقعی در شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۵(۱)، ۵۱–۶۶*. https://doi.org/20.1001.1.23223405.1392.5.1.5.8

References

Amirali, M., Bakshidastjardi, R., & Vaezbarzani, M. (2022). The real effects of the bank's operation as a creator of liquidity through lending channels and formal borrowing of non-current claims: approach. *Economic Research Quarterly*, 57(4), 583-628. https://doi.org/10.22059/JTE.2023.92422 [In Persian].

Ben-Nasr, H., Boubaker, S., & Rouatbi, W. (2015). Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 35, 265-285. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.001

Byun, S. K., Lin, Z., & Wei, S. (2021). Are US firms using more short-term debt? *Journal of Corporate Finance*, 69, 102012. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102012

Cao, Q., & Li, J. (2024). Bank competition and corporate financialization: Evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 31(3), 378-394. https://doi.org/10.1080/16081625.2022.2147968

Cao, W., Chen, C., Jiang, D., Li, W., & Zhang, Y. (2022). Industrial policy and non-financial corporations' financialization: Evidence from China. *The European Journal of Finance*, 28(4-5), 397-415. https://doi.org/10.1080/1351847X.2021.1918204

Chen, L., Gao, F., Guo, T., & Huang, X. (2023). Mixed ownership reform and the short-term debt for long-term investment of non-state-owned enterprises: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 90, 102861. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102861

Chen, L., Li, Y., Wang, Y., & Zhang, B. (2022). The long-term use of short-term debt around the world. Available at *SSRN*. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4341972

Chen, Y., & Sun, R. (2023). Corporate financialization and the long-term use of short-term debt: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 58, 104602. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104602

Choi, S. (2024). Climate change exposure and the use of short-term debt. *Finance Research Letters*, 65, 105579. https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105579

Davis, L. E. (2018). Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica*, 69(1), 270-307. https://doi.org/10.1111/meca.12179

Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314-324. https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002

Duchin, R., Gilbert, T., Harford, J., & Hrdlicka, C. (2017). Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash. *The Journal of Finance*, 72(2), 793-852. https://doi.org/10.1111/jofi.12490

Fathi, S., Azarbaijani, K., Taghvizadeh, I., & Asgrenjadnouri, B. (2013). Analyzing the impact of financialization on real investments in non-financial companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 5(1), 51-66. [In Persian]. https://doi.org/20.1001.1.23223405.1392.5.1.5.8

Feng, Y., Yao, S., Wang, C., Liao, J., & Cheng, F. (2022). Diversification and financialization of non-financial corporations: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 50, 100834. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100834

Fosberg, R. H. (2013). Short-term debt financing during the financial crisis. *International Journal of Business and Social Science*, 4(8), 15-21.

Fu, X., Huang, M., & Tang, T. (2022). Duration of executive compensation and maturity structure of corporate debt. *Journal of Corporate Finance*, 73, 102188. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102188

Gong, C. M., Gong, P., & Jiang, M. (2023). Corporate financialization and investment efficiency: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102045. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102045

Haji, M., Nasiriaghdam, A., Mohammadi, T., & Shakri, A. (2023). The effect of financialization on the real investment of non-financial companies during the years 2018-2019 using the multilevel panel data method. *Iranian Applied Economic Studies Quarterly*, 12(45), 47-78. https://doi.org/10.22084/aes.2022.25279.3381 [In Persian].

Hempel, S., Li, Y., & Tibay, S. (2024). *Firms' Financing Choice between Short-Term and Long-Term Debts: Are They Substitutes?*. FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System. https://doi.org/10.17016/2380-7172.3438.

Howes, C. (2023). Financial constraints, sectoral heterogeneity, and the cyclicality of investment. *Review of Economics and Statistics*, 1-45. https://doi.org/10.1162/rest_a_01351

Hu, G., & Duan, W. (2024). The impact of corporate financialisation motives on industrial investment. In *2024 9th International Conference on Social Sciences and Economic Development (ICSSED 2024)*, (pp. 579-587). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-459-4_66

Hu, X., Long, Z., Xue, C., Zhang, Y., & Zhao, X. (2024). Antigambling interventions and corporate financialization: Evidence from China. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 561-572. https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.03.003

Javidanrad, F., Ackrill, R., Bakas, D., & Garratt, D. (2024). Theorizing the process of financialization through the paradox of profit: The credit-debt reproduction mechanism. *Journal of Post Keynesian Economics*, 47(3), 566-588. https://doi.org/10.1080/01603477.2024.2327998

Jia, H., Gao, N., Ahmad, F., Farooq, A., & Javed, A. (2024). Investment and financing maturity mismatch: Moderating role of financialization in regulatory context for A-share listed Chinese companies. *Heliyon*, 10(14), e34488. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e34488

Jin, X. M., Mai, Y., & Cheung, A. W. K. (2022). Corporate financialization and fixed investment rate: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 48, 102898. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102898

Kahl, M., Shivdasani, A., & Wang, Y. (2015). Short-term debt as bridge financing: Evidence from the commercial paper market. *The Journal of Finance*, 70(1), 211-255. https://doi.org/10.1111/jofi.12216

Kim, H., Chong, B. U., & Hwang, I. D. (2017). Determinants of corporate financial policy in Korea: Effects of financial constraints on short-term debt financing. *Korean Journal of Financial Studies*, 46(2), 381-421. https://doi.org/10.26845/KJFS.2017.03.46.2.381

Liao, J., Zhan, Y., & Zheng, L. (2024). Noncontrolling large shareholders and short-term debt for long-term investment. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 35(1), 100-143. https://doi.org/10.1111/jifm.12220

Morris, J. R. (1976). On corporate debt maturity strategies. *The Journal of Finance*, 31(1), 29-37. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1976.tb03193.x

Orman, C., & Köksal, B. (2017). Debt maturity across firm types: Evidence from a major developing economy. *Emerging Markets Review*, 30, 169-199. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.12.001

Poeschl, J. (2023). Corporate debt maturity and investment over the business cycle. *European Economic Review*, 152, 104348. https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2022.104348

Rabinovich, J., & Artica, R. P. (2023). Cash holdings and corporate financialization: Evidence from listed Latin American firms. *Competition & Change*, 27(3-4), 635-655. https://doi.org/10.1177/10245294221117275

Rabinovich, J., & Reddy, N. (2024). *Corporate Financialization: A Conceptual Clarification and Critical Review of the Literature*. Post Keynesian Economics Society (PKES) Working Papers, (PKWP2402). https://ideas.repec.org/p/pke/wpaper/pkwp2402.html

Su, K., & Lu, Y. (2023). The impact of corporate social responsibility on corporate financialization. *The European Journal of Finance*, 29(17), 2047-2073. https://doi.org/10.1080/1351847X.2023.2175704

Szalavetz, A., & Sauvage, N. (2024). The financialization of corporate venture capital investment? The corporation as a venture capitalist. *Socio-Economic Review*, 22(1), 373-394. https://doi.org/10.1093/ser/mwad036

Tao, L., Chen, L., & Li, K. (2021). Corporate financialization, financing constraints, and environmental investment. *Sustainability*, 13(24), 14040. https://doi.org/10.3390/su132414040

Tori, D., Onaran, O. (2018). The effects of financialization on investment: Evidence from firm-level data for the UK. *Cambridge Journal of Economics*, 42(5), 1393-1416. https://doi.org/10.1093/cje/bex085

Tretyakov, D. S., & Rozmainsky, I. V. (2021). An empirical analysis of the influence of financialization on investment in Russia. *Russian Journal of Economics*, 7(3), 233-249. https://doi.org/10.32609/j.ruje.7.58419

Wang, C. (2019). A literature review on corporate financialization. *American Journal of Industrial and Business Management*, 9(3), 647-657. https://doi.org/10.4236/ajibm.2019.93044

Wei, X. (2024). Research on the impact of financialization of physical enterprises on enterprise value. *Financial Engineering and Risk Management*, 7(4), 103-110. https://doi.org/10.23977/ferm.2024.070413

Xu, L., Guo, P., & Wen, H. (2023). Increasing short-term lending for long-term investment under environmental pressure: Evidence from China's energy-intensive firms. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(6), 14693-14706. https://doi.org/10.1007/s11356-022-23190-7

Zhang, L. (2024). Executive financial background, financing constraints, and corporate financialization. *Academic Journal of Business & Management*, 6(5), 288-294. https://doi.org/10.25236/AJBM.2024.060539