

بررسی اثر جهانی شدن بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد داده‌های ترکیبی

کاوه قادری^۱، سامان قادری^۲، صلاح‌الدین قادری^۳

چکیده: هدف مطالعه حاضر بررسی اثر جهانی شدن بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این راستا، از درجه بازبودن تجاری به منزله شاخص جهانی شدن تجارت و همچنین از سایر متغیرهای کنترلی مؤثر بر هزینه سرمایه از قبیل اندازه شرکت، نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها، نسبت آبی و نسبت بدهی‌ها به کل حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۹ استفاده شده است. براساس نتایج پژوهش حاضر اثر جهانی شدن تجارت بر هزینه سرمایه برای کل شرکت‌ها، پذیرفته می‌شود و می‌توان گفت آزادسازی تجاری سبب کاهش هزینه سرمایه خواهد شد. همچنین متغیرهای نسبت آبی، نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها، اندازه شرکت و نسبت بدهی‌ها به کل حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری بر هزینه سرمایه می‌گذارد، اما با تفکیک شرکت‌ها به صنایع مختلف این اثر متفاوت است؛ به طوری که، اثر جهانی شدن بسته به حجم صادرات و واردات هریک از شرکت‌ها، تأثیری متفاوت بر شرکت‌ها خواهد گذاشت.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
تکامل جامع علوم انسانی

واژه‌های کلیدی: جهانی شدن، داده‌های ترکیبی، هزینه سرمایه.

۱. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، ایران

۲. دکتری اقتصاد، دانشگاه پیام نور، ایران

۳. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، بانه، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۰۴/۰۲

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۳/۰۶/۲۰

نویسنده مسئول مقاله: کاوه قادری

E-mail: tekosh.gh@gmail.com

مقدمه

پدیده جهانی شدن در سال‌های اخیر بسیار در کانون توجه قرار گرفته و بر کلیه عرصه‌های زندگی بشر تأثیرگذار بوده است. در عصر اطلاعات، جهانی شدن واقعیت و الزامی است که از ذات تحول خواه و رو به پیشرفت بشری نشئت می‌گیرد. گسترش فناوری‌های ارتباطات و اطلاعات از دلایل اصلی توسعه پدیده جهانی شدن است. جهانی شدن به تعاملات و ارتباطات و وابستگی و یکپارچگی‌های فزاینده در فضای سیاسی، اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی، فناوری و محیطی اشاره می‌کند و حکایت از فرسایش و نفوذپذیری مرزهای ملی و زوال فاصله‌ها دارد (صادقی، ۱۳۸۷). به سبب تغییرات پیوسته‌ای که در محیط پدید می‌آید، مؤسسه‌ها با فرصت‌ها یا تهدیدها رو در رو می‌شوند. مقصود از فرصت‌ها و تهدیدهای خارجی، رویدادها و روندهای اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی، بوم‌شناسی، محیطی، سیاسی، قانونی، دولتی، فناوری و رقابتی است که می‌توانند در آینده به سازمان منفعت یا زیان برسانند و به میزان زیادی خارج از کنترل سازمان است (فرد، ۲۰۱۰). در نتیجه در دنیایی که تغییرات به سرعت شکل می‌گیرند، تفکری راهبردی برای مدیریت امری ضروری است (هیبتی، ۱۳۸۰).

جهانی شدن در عرصه‌های مختلفی روی داده است. شواهد نشان می‌دهد این پدیده بیشتر جنبه اقتصادی دارد؛ به گونه‌ای که یکی از برجسته‌ترین تحولات سال‌های اخیر، همگرایی و ادغام اقتصادهای ملی در اقتصاد جهانی بوده است. مشخصه اصلی این روند، رشد سریع تجارت جهانی و آزادسازی تجاری در کشورهای در حال توسعه است. بی‌شک، خاستگاه اولیه جهانی شدن اقتصاد، تجارت است.

جهانی شدن اقتصاد را می‌توان مترادف با آزادسازی اقتصادی در سطوح ملی و بین‌المللی دانست. منظور از آزادسازی ملی، خصوصی‌سازی، کاهش مداخله دولت در اقتصاد و حرکت به سوی بازار آزاد است و مراد از آزادسازی بین‌المللی، کاهش موانعی است که سر راه تجارت کالاها و خدمات، جریان‌های سرمایه و انتقال فناوری قرار دارد. با این تعریف از جهانی شدن، تمام شاخص‌های آزادی اقتصادی و نیز شاخص‌های بازبودن تجاری و مالی در شمار شاخص‌های جهانی شدن قرار می‌گیرند. دو شاخص عمده برای جهانی شدن تجاری و مالی به ترتیب نسبت تجارت خارجی به تولید ناخالص داخلی و نسبت جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به تولید ناخالص داخلی هستند (دادگر و نظری، ۱۳۸۷).

با توجه به دیدگاه نئوکلاسیک‌ها، آزادسازی تجاری منجر به افزایش سرمایه‌گذاری کشورهای توسعه‌یافته در کشورهای در حال توسعه خواهد شد که این سرمایه‌گذاری به افزایش

سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی و درنهایت کاهش هزینه سرمایه در این کشورها می‌انجامد (کوکوا، ۲۰۱۱).

در کنار تلاش بسیاری از کشورها برای آزادسازی بازار داخلی سرمایه، اخیراً صندوق بین‌المللی پول با ارائه منشور همکاری‌های خود در جهت ترویج برنامه آزادسازی، به درخواست اغلب کشورهای در حال توسعه که آزادی بازار و رفع موانع را پایه رشد و ثبات اقتصادی می‌دانند پاسخ داده است (تهرانی و اعزازی، ۱۳۸۸).

شرکتی که قصد فروش اوراق بهادار را دارد، باید در سطح جهانی به رقابت بپردازد. پس برای تأمین سرمایه نه تنها باید با شرکت‌های فعال در آن صنعت رقابت کند، بلکه باید رقابت با شرکت‌های خارجی و سازمان‌های دولتی را نیز مدنظر قرار دهد (جهانخانی، ۱۳۷۳). تأمین سرمایه برای ماندن در عرصه رقابت، مستلزم تحمل هزینه سرمایه است و هرچه این هزینه کمتر باشد، توان رقابتی شرکت در عرصه جهانی بیشتر خواهد شد. با توجه به اهمیت موضوع فرضیات زیر تدوین شده است:

فرضیه اصلی: بین آزادسازی تجاری و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.
فرضیه فرعی: تأثیرات صنعت بر رابطه بین آزادسازی تجاری و هزینه سرمایه اثر معناداری می‌گذارد.

پیشینه پژوهش

پیشینه نظری

جهانی شدن اشاره به فرایندی دارد که از طریق آن اقتصادهای ملی بازرتر می‌شود و بیشتر تحت تأثیر اقتصاد فراملی قرار می‌گیرد. صندوق بین‌المللی پول، جهانی شدن را ادغام وسیع‌تر و عمیق‌تر تعریف می‌کند. به بیان دیگر، جهانی شدن را رشد وابستگی متقابل اقتصادی کشورها در سراسر جهان از طریق افزایش حجم و تنوع مبادلات کالاها، خدمات و جریان سرمایه در ماورای مرزها و همچنین از طریق پخش گسترده‌تر و وسیع‌تر فناوری می‌داند (دادگر و روح‌الله، ۱۳۸۷).

رشد و توسعه اقتصادی، اساسی‌ترین هدفی است که کشورها دنبال می‌کنند و بازارهای مالی و به‌ویژه بازارهای سرمایه، تأثیر عمده‌ای در دستیابی به این هدف دارند. امروزه این بازارها هم در سراسر جهان برای اینکه امکان بقا و رقابت در عرصه جهانی را داشته باشند، به‌طور فزاینده‌ای به سمت جهانی شدن حرکت می‌کنند. جهانی شدن بازارهای مالی، شبکه‌ای پیچیده، به هم پیوسته و در حال تغییری از مبادلات ارزی، اوراق بهادار جهانی، کارت‌های اعتباری، معاوضه‌ها و دیگر ابزار نوآورانه مالی است. جهانی شدن بازارهای سرمایه به معنای حذف موانع در مسیر جریان‌های

بین‌المللی سرمایه و یکپارچه‌شدن بازارهای مالی جهان است. در نتیجه، توسعه در عصر حاضر به سرمایه جهانی پیوند خورده است و نمی‌توان فقط با تکیه بر منابع مالی بومی، سرمایه‌گذاری کرد. نماد بازار سرمایه، بورس اوراق بهادار و نهادهای آن است.

تحرك بین‌المللی سرمایه، سبب فراهم‌آوردن امکانات گسترده تأمین مالی برای بنگاه‌ها می‌شود. جهانی‌شدن بازارهای مالی با ایجاد فرصت‌های جدید برای تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، به متنوع‌سازی تأمین مالی و نیز پرتفوی سرمایه‌گذاری‌ها هم کمک می‌کند (صادقی، ۱۳۸۷). همچنین جهانی‌شدن کاهش هزینه سرمایه و تأمین مالی آسان‌تر و سریع‌تر را به دنبال دارد. جهانی‌شدن سبب توسعه بازار و گسترش نهادهای مالی می‌شود. با معرفی ابزار مشتق مالی جدید، سرمایه‌گذاران بیشتری به بازار جذب می‌شوند. ورود نهادهای جدید و ابداع ابزار مالی جدید، بازار را توسعه می‌دهد و به‌عنوان فرصت تلقی می‌شود. جهانی‌شدن سبب نقدشوندگی بیشتر در بازارها می‌شود. آزادسازی صنعت واسطه‌گری مالی از طریق اعطای مجوز فعالیت در بازار به بازیگران خارجی، عامل مهمی است که بر نقدشوندگی بازار اثر مثبت می‌گذارد. بیشتر اقتصاددانان به این نتیجه رسیده‌اند که آزادسازی مالی در بلندمدت به بهبود کارایی بازار سرمایه، تخصیص بهینه سرمایه‌ها و کاهش نوسان‌ها در بازار می‌انجامد. کارایی بازار بر اثر طلب‌کردن استانداردهای بین‌المللی مختص به اطلاع‌رسانی، دادوستد، نظارت، تسویه و پایاپایی و حمایت از سرمایه‌گذاران حاصل می‌شود. جهانی‌شدن گسترش نهادهای مالی و کاهش هزینه‌های معاملات را به دنبال دارد (ابدل و شهیرا، ۲۰۰۲).

هنگامی که کشورهای در حال توسعه بازار سهام خود را آزاد می‌کنند، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. از آنجاکه هزینه سرمایه کاهش می‌یابد، به‌طبع سرمایه‌گذاری نیز باید افزایش یابد؛ چراکه بنگاه‌هایی که به دنبال حداکثرسازی سودشان هستند، تولید نهایی سرمایه را تا حد هزینه جدید کاهش یافته آن تنظیم می‌کنند. هزینه سرمایه هر کشور از دو جزء تشکیل می‌شود: نرخ بی‌خطر یا عاری از ریسک و اضافه ارزش سهام نسبت به ارزش اسمی آن. تئوری گواهی این مطلب است که هنگامی که کشوری به آزادسازی اقدام می‌کند، هر دو نرخ کاهش می‌یابد (هنری، ۲۰۰۳).

هزینه تأمین مالی مفهومی است که با هر دو معیار ریسک و بازده ارتباط دارد؛ بنابراین دستیابی به حداقل نرخ هزینه تأمین مالی به معنای رسیدن به ترکیب بهینه ریسک و بازده از دید مدیریت است (دستگیر و بزازاده، ۱۳۸۲). اهمیت این موضوع به اجرای پژوهش‌های متعدد کشورها در زمینه عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه منجر شده است.

هر شرکتی بازده و ریسک مخصوص خود را دارد، منابع مالی شرکت به‌وسیله صاحبان سهام و بدهی‌ها تأمین می‌شود و هر یک از آنها بازده متناسب با ریسک خود را درخواست می‌کنند.

تأمین این بازده برای شرکت، هزینه است. بنابراین، حداقل بازدهی که شرکت باید به‌دست آورد تا بازده مد نظر سرمایه‌گذاران و صاحبان بدهی را تأمین کند، هزینه سرمایه است. به تعریفی دیگر، نرخ هزینه سرمایه، حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به‌دست آورد تا ارزش شرکت تغییر نکند (کرمی، نظری و شفیع‌پور، ۱۳۸۹).

مدیریت برای حفظ ارزش واحد تجاری باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه سرمایه برساند. در این میان کلید موفقیت، کاهش هزینه سرمایه است (کردستانی و طایفه، ۱۳۹۲). اگر مدیریت موفق شود هزینه سرمایه واحد تجاری را کاهش دهد، بازده مورد انتظار مازاد به‌دست‌آمده از اجرای پروژه‌های سودآوری که برای واحدهای تجاری رقیب با هزینه سرمایه بیشتر مقرون به‌صرفه نیست، بر ارزش اقتصادی واحد تجاری می‌افزاید (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶).

پیشینه تجربی

ادیبی‌خو در سال ۱۳۸۲ به بررسی آثار آزادسازی بازار مالی بر بازار سرمایه ایران پرداخته است. نتایج به‌دست‌آمده نشان داده است اگر بتوان وضعیت اقتصادی باثباتی در سطح کلان کشور برقرار کرد، احتمالاً آزادسازی بازارهای مالی در ایران می‌تواند سبب افزایش مقدار پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، افزایش شاخص قیمت سهام و کاهش نوسان‌های شدید در بازار سهام شود.

طیعی، کریمی و سریری (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان «تحلیل درجه بازبودن مالی و تجاری روی توسعه مالی ایران و شرکای تجاری» به این نتیجه رسیدند که اثر بازبودن تجاری بر توسعه مالی معنادار است. درباره اثر درجه بازبودن مالی نشان داده شد هرچه سهم اعتبارات بخش خصوصی و بانکداری در تولید ناخالص داخلی بیشتر شود، توسعه مالی را به‌طور معناداری ارتقا می‌بخشد.

خدادکاشی و همکارانش درصدد ارزیابی تأثیر عوامل تعیین‌کننده رشد بهره‌وری در صنایع ایران، با تأکید بر درجه رقابتی در دوره اعمال سیاست‌های حمایتی (۱۳۸۰-۱۳۷۴) و آزادسازی تجاری (۱۳۸۱-۱۳۸۶) برآمدند. یافته‌های پژوهش آنها، بیان‌کننده این است که قدرت بازار، به‌طور مستقیم سبب رشد بهره‌وری صنایع می‌شود و کاهش تعرفه‌ها اثر مستقیم قدرت بازار را بر رشد بهره‌وری (غیر از صنایع انحصاری با سطوح پایین حمایتی) کاهش می‌دهد. اما با اعمال فشار رقابتی در صنایع انحصاری و ایجاد انگیزه نوآوری، ورود بنگاه‌های کارا و به‌کارگیری سرمایه انسانی در آنها، بهره‌وری در صنایع ایران افزایش یافته است؛ اما کاهش تعرفه‌ها، رشد بهره‌وری را در صنایع انحصاری با سطح متوسط حمایتی کاهش داده است. این موضوع نشان می‌دهد کاهش تعرفه، بیش از مقداری بوده است که صنایع انحصاری در این سطح حمایتی را به

رقابت با تولیدکنندگان خارجی و در نتیجه ارتقای بیشتر بهروری تشویق کند (خدادکاشی، احمدیان، شایگانی و جانی، ۱۳۹۲).

استالز (۱۹۹۹) در پژوهشی با عنوان «جهانی‌شدن بازارهای سرمایه و هزینه سرمایه» به بررسی تأثیر جهانی‌شدن بر هزینه سرمایه می‌پردازد. شواهد تجربی و پیش‌بینی‌های نظری این پژوهش با هم سازگاری دارند و هر دو نشان می‌دهند بر اثر جهانی‌شدن، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد و یکی از دلایل کاهش این است که جهانی‌شدن موجب افزایش جریان‌های نقدی دریافتی سرمایه‌گذاران، از طریق افزایش کنترل و مدیریت سهامداران می‌شود. بنابراین، جهانی‌شدن رخدادهای نیست، بلکه فرایند است و سرمایه‌گذاران باید متقاعد شوند که از مزیت‌های آن بهره‌مند می‌شوند.

از پژوهش‌های دیگر می‌توان به پژوهشی که هاردولیس، مالیارپورس و پرستلی (۲۰۰۳) با عنوان «تأثیر جهانی‌شدن بر هزینه سرمایه» اجرا کرده‌اند، اشاره کرد. این پژوهش تأثیر فرایند جهانی‌شدن اقتصاد اروپا در دهه نود را بر هزینه تأمین سرمایه بررسی می‌کند. برای ارزیابی این تأثیر از الگوی قیمت‌گذاری دارایی شرطی استفاده شده است. نتیجه این پژوهش نشان می‌دهد در دهه نود، هزینه سرمایه بین ۰/۵ تا ۳ درصد در بخش‌های مختلف اتحادیه اروپا کاهش داشته است. همچنین تنوع‌سازی هرچه بیشتر پرتفوی میان کشورهای اتحادیه اروپا، به تسهیم بیشتر ریسک برای سرمایه‌گذاران این کشورها منجر شده است که افزایش ارزش فعلی خالص (NPV) طرح‌ها، ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآورتر و در نهایت افزایش رشد اقتصادی و بهبود سطح رفاه را به دنبال داشته است. همچنین در بازه زمانی یادشده، همگرایی متقابل بین کشورها و بخش‌های مختلف اتحادیه اروپا ارزیابی شد و نتایج نشان داد هرچه وابستگی بیشتر شود، بر مقدار درآمدها با افزایش ریسک جهانی افزوده می‌شود.

عمران و پوینتون (۲۰۰۴) پژوهشی با عنوان «عوامل تعیین‌کننده هزینه سرمایه به‌وسیله صنعت در اقتصاد نوظهور بر مبنای شواهدی از مصر» اجرا کردند. نتایج پژوهش نشان داد به‌طور کلی، عوامل رشد و اندازه حائز اهمیت است. همچنین در خصوص شرکت‌های فعال و صنایع سنگین، به‌ویژه ریسک‌های تجاری و مالی، جزء عوامل مهم بودند. در بخش املاک و مستغلات و پیمانکاری که هزینه سرمایه بیشتری دارند، برگشت دارایی‌های ثابت، متغیر کلیدی شناخته شد. در بخش مواد غذایی، نقدینگی یکی از عوامل تعیین‌کننده مهم شمرده شد، اما در نهایت مدل شایان توجهی برای توضیح هزینه سرمایه در بخش خدمات به‌دست نیامد.

بالتاجی و همکارانش در مقاله‌ای با عنوان «توسعه مالی و درجه بازبودن: تخمین از طریق داده‌های تابلویی» به بررسی درجه بازبودن مالی و تجاری بر توسعه مالی در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه، در دوره ۲۰۰۳-۱۹۸۰ پرداختند. آنها از بین شاخص‌های مختلف

توسعه مالی، شاخص توسعه بخش بانکداری را به‌منزله توسعه مالی برای این منظور به‌کار بردند و برازش مدل از طریق روش داده‌های تابلویی صورت گرفت. نتایج به‌دست‌آمده نشان داد برای هر دو گروه کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه، درجه بازبودن به توسعه مالی کمک می‌کند، به‌خصوص درجه بازبودن مالی برای کشورهای کمی درآمد دارند، بسیار مناسب است (بالتاجی، دمیتریادیس و لاو، ۲۰۰۸).

بهاروم و همکارانش در پژوهشی، اهمیت بازبودن تجاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را در تأثیرپذیری آن بر رشد اقتصادی مالزی با اجرای روش آزمون کرانه‌ها بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد بازبودن تجاری ضرایب آماری معنادار و مثبتی از رشد، در هر دو زمان‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت دارد. همچنین آنها نشان دادند سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در دوره زمانی کوتاه‌مدت مثبت و معنادار است، ولی در بلندمدت اثر منفی می‌گذارد. همچنین درجه بازبودن تجاری تأثیرات به‌مراتب بیشتری بر رشد دارد (بهاروم، حبیب‌الله و روی فیصل، ۲۰۰۸). کوسال و همکارانش در مقاله‌ای با عنوان «عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه: شواهدی از یک اقتصاد بازار نوظهور بزرگ» به ارزیابی ساختار سرمایه شرکت‌های غیرمالی در اقتصاد نوظهور بزرگ ترکیه پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد مالیات، دارایی‌های مشهود و تورم، به ترتیب مهم‌ترین عوامل معنادار و مؤثر بر اهرم مالی هستند. بر اساس یافته‌ها، جریان سرمایه خارجی نیز بر ساختار سرمایه شرکت و به‌طور ویژه بر شرکت‌های غیرتولیدی بزرگ و رشدیافته، مؤثر است (کوسال، اورمان و ادوسو، ۲۰۱۳).

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی است که با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی صورت گرفته است. فرضیه پژوهش براساس داده‌های ترکیبی آزمون شده است و تحلیل‌های آماری به کمک نرم‌افزارهای Stata ۱۱ و Eviews انجام شده است.

با توجه به موضوع، جامعه آماری این پژوهش غیرتصادفی از بین کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با ویژگی‌های زیر انتخاب شد:

۱. پایان سال مالی شرکت‌های مد نظر ۲۹ اسفند باشد و از ابتدای سال ۱۳۷۷ در بورس پذیرفته شده باشند؛
۲. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مادرشرکت‌ها و بانک‌ها نباشند؛
۳. سهام شرکت‌ها حداقل در شش ماه از سال معامله شود و بیشتر از دو ماه توقف در معاملات وجود نداشته باشد؛

۴. اطلاعات شرکت‌های مد نظر در دسترس باشند؛
۵. شرکت‌ها در گروه صنایع ماشین‌آلات و قطعات موتوری؛ فرآورده‌های تصفیه نفت، ساخت محصولات و مواد شیمیایی؛ داروسازی؛ فلزات اساسی؛ آهنی و گچ و کاشی و سرامیک و مواد غذایی باشند (دلیل انتخاب این صنایع، میزان سهم آنها در صادرات و واردات کشور است).

فرایند انتخاب شرکت‌های نمونه مطالعه‌شده

جامعه آماری شرکت‌های مد نظر ۲۵۵ شرکت است که با اعمال محدودیت‌های یادشده، ۱۰۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تهران از شش صنعت برای نمونه انتخاب شده است.

جدول ۱. صنایع

ردیف	نوع صنعت	تعداد شرکت
۱	آهنی و گچ و کاشی و سرامیک	۲۶
۲	ماشین‌آلات و قطعات موتوری	۲۲
۳	مواد غذایی	۱۴
۴	داروسازی	۱۵
۵	فلزات اساسی	۱۱
۶	فرآورده‌های نفتی و ساخت محصولات و مواد شیمیایی	۱۸
	جمع	۱۰۶

متغیرهای پژوهشی

هزینه سرمایه: هزینه سرمایه کل شرکت، میانگین موزون هزینه منابع مختلف تأمین مالی بلندمدت است که توسط شرکت به کار گرفته می‌شود. میانگین موزون هزینه سرمایه از طریق وزن‌های مبتنی بر ساختار سرمایه شرکت محاسبه می‌شود. ساختار سرمایه بهینه، ترکیبی از بدهی سهام ممتاز و حقوق صاحبان سهام عادی شرکت است که میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت را به حداقل می‌رساند (مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۸۱). برای محاسبه نرخ هزینه سرمایه از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده می‌شود و برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از رابطه ۱ به‌دست می‌آید.

$$WACC = \left[\frac{E_M}{E_M + D_M} \right] K_S + \left[\frac{D_M}{E_M + D_M} \right] K_D \quad \text{رابطه ۱}$$

که در آن؛ D_M ارزش دفتری کل بدهی‌ها؛ E_M ارزش بازار حقوق صاحبان سهام؛ K_D نرخ هزینه بدهی بعد از مالیات و K_S نرخ هزینه صاحبان سهام است.

نرخ هزینه بدهی: نرخ هزینه بدهی براساس رابطه ۲ محاسبه شده است.

$$k_d = (1 - t) \text{ نرخ بهره بدهی} \quad \text{رابطه ۲}$$

در این پژوهش برای محاسبه نرخ هزینه بدهی، آیین‌نامه چگونگی اعطای تسهیلات بانکی به واحدهای صنعتی تولیدی، بررسی شد و با توجه به متغیربودن نرخ تسهیلات برای صنایع مختلف، از میانگین موزون نرخ تسهیلات استفاده شد.

نرخ مؤثر t براساس قانون جدید مالیات‌های مستقیم ۲۲/۵ درصد در نظر گرفته می‌شود.

نرخ هزینه سهام عادی، سود انباشته و اندوخته‌ها: نرخ هزینه سهام عادی هر سال شرکت نیز از طریق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای محاسبه و تعیین شده است. براساس این مدل، هزینه سرمایه شرکت از رابطه ۳ به دست می‌آید.

$$E(r_i) = r_f + \beta(E(r_m) - r_f) \quad \text{رابطه ۳}$$

که در آن؛ $E(r_i)$ بازده مورد انتظار سهام؛ r_f نرخ بازده بدون ریسک؛ β ضریب ریسک سیستماتیک و $E(r_m)$ بازده بازار است.

هر یک از عوامل رابطه ۳، یعنی نرخ بازده بدون ریسک، ضریب ریسک سیستماتیک و بازده بازار به شرح زیر تعیین و محاسبه می‌شوند.

نرخ بازده بدون ریسک: نرخ بازده بدون ریسک، نرخ سود اوراق مشارکت دولتی در نظر گرفته می‌شود. این نرخ برای تمام سال‌های پژوهش ۱۷ درصد در نظر گرفته شده است (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، گزارش اقتصادی و ترانزنامه سالانه).

بتا: میزان حساسیت بازده شرکت نسبت به بازده بازار است. برای محاسبه بتا از رابطه ۴ استفاده شده است.

$$Beta_j = (Cov(R_j, R_m)) / Var(R_m) \quad \text{رابطه ۴}$$

بازده بازار: برای محاسبه بازده بازار، میزان تغییرات شاخص بازده نقدی و قیمت بررسی شده در رابطه ۵ قرار می‌گیرد.

$$E(r_m) = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad \text{رابطه ۵}$$

که در آن؛ I_t شاخص کل بازار در انتهای دوره t و I_{t-1} شاخص کل بازار در ابتدای دوره t است.

متغیر مستقل

آزادبودن تجاری: برای اندازه‌گیری درجه بازبودن تجاری شرکت به‌عنوان شاخصی برای جهانی‌شدن تجاری شرکت‌ها، از نسبت جمع فروش صادراتی و خرید وارداتی به نسبت فروش کل شرکت استفاده می‌شود (جعفری صمیمی، قادری و سنگین‌آبادی، ۱۳۹۱).

متغیرهای کنترلی

تأثیر آزادسازی تجاری بر هزینه سرمایه ممکن است تحت تأثیر محیط تجاری و ویژگی‌های خاص هر شرکت قرار گیرد. در این پژوهش برای افزایش دقت و قابلیت اتکای نتایج، چهار متغیر اندازه شرکت، نسبت آبی، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها، کنترل شده‌اند.

مدل پژوهش

مطالعه حاضر با به‌کارگیری روش پانل، به بررسی ارتباط جهانی‌شدن و هزینه سرمایه می‌پردازد. رابطه ۶ مدل این پژوهش را به نمایش گذاشته است.

$$WACC_{it} = \beta_1 + \beta_2 TR_{it} + \beta_3 QR_{it} + \beta_4 MS_{it} + \beta_5 DER_{it} + \beta_6 FTR_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۶}$$

$$i = 1, 2, \dots, N$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

$$i = 1, 2, \dots, N$$

$$\beta_2 < 0 \quad , \quad \beta_3 > 0 \quad , \quad \beta_4 < 0 \quad , \quad \beta_5 > 0 \quad , \quad \beta_6 < 0$$

در این رابطه؛ $WACC_{it}$ هزینه سرمایه شرکت i در سال t ام و TR_{it} درجه بازبودن تجاری شرکت i در سال t ام (برای اندازه‌گیری درجه بازبودن تجاری شرکت به‌منزله شاخصی برای جهانی‌شدن تجاری شرکت‌ها، از نسبت جمع فروش صادراتی و خرید وارداتی به نسبت فروش کل شرکت استفاده شده است. بر اساس پژوهش‌های استالز (۱۹۹۱) و هاردوولیس و همکاران (۲۰۰۳) انتظار بر این است که رابطه بین شاخص جهانی‌شدن تجارت و هزینه سرمایه منفی ارزیابی شود.

QR_{it} : نسبت آنی شرکت i در سال t ام؛ MS_{it} : اندازه شرکت i در سال t ام که به‌صورت لگاریتم طبیعی تعداد سهام ضرب‌در قیمت سهام محاسبه می‌شود؛ DER_{it} : نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t ام که به‌صورت ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود و FTR_{it} : نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های شرکت i در سال t ام (درواقع همان نرخ برگشت دارایی‌هاست و با دارایی‌های ثابت پایان سال تقسیم بر کل دارایی‌ها در پایان سال برابر است).

الگوی یادشده با بهره‌مندی از تکنیک قدرتمند پانل برآورد شده است.^۱ برای انتخاب میان روش‌های حداقل مربعات تلفیقی، اثر ثابت (FE)^۲ و اثر تصادفی (RE)^۳، آزمون‌های چاو^۴، بروش پاگان^۵، ضریب لاگرانژ (LM)^۶ و هاسمن^۷ اجرا شده است. برای تخمین مدل و اجرای آزمون‌های یادشده، از نسخه یازدهم نرم‌افزار Stata و نسخه هفتم نرم‌افزار Eviews استفاده شده است.

تخمین مدل برای کل شرکت‌ها

در مرحله اول، برای تشخیص اینکه مدل پیشنهادشده، مدل داده‌های تلفیقی با اثر ثابت یا مدلی با اثر تصادفی است، به بررسی آزمون‌های چاو، ضریب لاگرانژ و هاسمن، پرداخته می‌شود. در جدول ۲ نتایج آزمون‌های چاو، ضریب لاگرانژ و هاسمن برای کل شرکت‌ها درج شده است که بر اساس آن مدل تأثیرات ثابت انتخاب می‌شود.

براساس نتایج مندرج در جدول ۲، مدل پژوهش برای کل شرکت‌ها با تأثیرات ثابت برآورد شده است. نتایج تخمین در جدول ۳ مشاهده می‌شود.

۱. برای مطالعه بیشتر درباره مزایا و جزئیات روش پانل به بالتاجی (۲۰۱۳: ۳۱۱-۱)، هیسائو (۲۰۰۳: ۳۱۱-۱)، گرین (۲۰۱۲: ۸۰۰-۱) و گجراتی (۲۰۰۳: ۱۸۵-۱) مراجعه کنید.

2. Fixed Effects (FE)
3. Random Effects (RE)
4. Chow test
5. Breusch-Pagan test
6. Lagrange Multiplier (LM)
7. Hausman test

جدول ۲. نتایج آزمون‌های چاو، ضریب لاگرانژ و هاسمن

مدل	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
کل شرکت‌ها	آزمون چاو	۲۳/۵۳	۰/۰۰۰۰	تأیید مدل اثر ثابت در برابر مدل داده‌های تلفیقی
	آزمون ضریب لاگرانژ	۲۲۱۱/۱	۰/۰۰۰۰	تأیید مدل اثر تصادفی در برابر مدل داده‌های تلفیقی
	آزمون هاسمن	۳۵/۲۸	۰/۰۰۰۰	تأیید مدل اثر ثابت در برابر اثر تصادفی

منبع: محاسبات پژوهش

جدول ۳. نتایج برآورد مدل برای کل شرکت‌ها

متغیر وابسته: هزینه سرمایه

آزمون داده‌های ترکیبی			متغیر توضیحی
P – value	آماره t	ضریب	
۰/۰۰۷۵	-۲/۵۷	-۰/۰۱۴	بازبودن تجاری
۰/۰۰۰۳	-۷/۶۵	-۰/۰۰۳۲	نسبت آنی
۰/۵۴۳۷	۱/۵۳	۰/۰۰۴۷	اندازه شرکت
۰/۰۰۲۴	۷/۵۳	۰/۶۸۳۲	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۰۰۰۴	-۰/۳۴۲	-۰/۳۵۴۹	نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها
	۴۹۷/۲۳		آماره F
	۰/۰۰۰۰		P-value
	۰/۹۷۴۳		R ^۲
	۰/۹۰۷۳		R ^۲ تعدیل شده
	۱/۹۳		آماره دوربین-واتسون

منبع: محاسبات پژوهش

براساس جدول ۳، آزمون F مرسوم، نشان دهنده معناداری کل رگرسیون است. همچنین در مدل منتخب $\bar{R}^2 = ۰/۹۰$ به دست آمده است که نشان می‌دهد متغیرهای توضیحی مدنظر حدود ۹۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. آماره دوربین-واتسون با مقدار ۱/۵ تا ۲/۵ نشان می‌دهد مشکل خودهمبستگی بین جملات اختلال مدل وجود ندارد.

همان‌طور که جدول ۳ نشان می‌دهد، ضریب بازبودن تجاری منفی است و از نظر آماری معنادار است. بدین ترتیب، فرضیه اول پژوهش برای کل شرکت‌ها به تأیید می‌رسد. براساس سایر نتایج، ضریب نسبت آنی منفی است و در سطح ۱ درصد معنادار به دست آمده است. ضریب متغیر اندازه شرکت مثبت و معنادار است. رابطه میان نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و هزینه سرمایه مثبت و در سطح ۱ درصد معنادار به دست آمده است. نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها اثر منفی بر هزینه سرمایه دارد و از نظر آماری معنادار است.

تخمین مدل براساس اثر صنعت

در این قسمت به تخمین رابطه بین جهانی‌سازی و هزینه سرمایه براساس اثر نوع صنعت پرداخته می‌شود. در این راستا شش صنعت در نظر گرفته شده است. همانند بخش قبل ابتدا آزمون‌های چاو، ضریب لاگرانژ و هاسمن، بررسی می‌شود. جدول ۴ نتایج آزمون‌های چاو، ضریب لاگرانژ و هاسمن را برای صنایع بررسی شده، نشان می‌دهد. براساس آزمون‌های یادشده برای هر شش دسته از صنایع، مدل تأثیرات ثابت انتخاب شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون‌های چاو، ضریب لاگرانژ و هاسمن

مدل	نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
کل صنعت‌ها	آزمون چاو	۳۵۴/۶۵	۰/۰۰۰۰	تأیید مدل اثر ثابت در برابر مدل داده‌های تلفیقی
	آزمون ضریب لاگرانژ	۶۳۹/۶۹	۰/۰۰۰۰	تأیید مدل اثر تصادفی در برابر مدل داده‌های تلفیقی
	آزمون هاسمن	۵/۵۷	۰/۰۹۷۳	تأیید مدل اثر ثابت در برابر اثر تصادفی

$$\begin{aligned}
 WACC_{it} = & \beta_1 + \beta_2 TR + \beta_3 TR \times D_1 + \beta_4 TR \times D_2 + \beta_5 TR \times D_3 \quad (\text{رابطه ۷}) \\
 & + \beta_6 TR \times D_4 + \beta_7 TR \times D_5 + \beta_8 TR \times D_6 \\
 & + \beta_9 QR_{it} + \beta_{10} MS_{it} + \beta_{11} DER_{it} + \beta_{12} FTR_{it} \\
 & + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

برای اجرای آزمون فرضیه دوم پژوهش از متغیری استفاده می‌شود که به صورت صفر و یک است و اثر صنعت را در مدل بررسی می‌کند (جدول ۵).

جدول ۵. نتایج برآورد مدل براساس اثر صنعت

متغیر وابسته: هزینه سرمایه			متغیر توضیحی
P – value	آماره t	ضریب	
۰/۰۴۵	-۲/۶۸	-۰/۲۰۵	بازبودن تجاری
۰/۰۰۷۳	-۳/۳۹۹۸	-۰/۰۰۳۸	اثر صنایع آهکی و گچ و کاشی و سرامیک
۰/۲۱۴۵	-۹/۳۵۶۹	-۰/۰۸۶۶	اثر گروه صنایع ماشین‌آلات و قطعات و موتوری
۰/۱۱۳۳	۱/۲۵۶۸	۰/۰۱۲۵	اثر صنایع مواد غذایی
۰/۰۲۰	-۳/۲۲۸۴	-۰/۱۳۵	اثر صنعت داروسازی
۰/۵۴۱۲	۲/۳۹۹۸	۰/۰۰۲۵	اثر فلزات اساسی
۰/۰۰۷۰	-۱/۳۶۵۴	-۰/۲۳۵۴	اثر صنایع فرآورده‌های نفتی، ساخت محصولات و مواد شیمیایی
۰/۰۰۰۰	-۷/۸۲	-۰/۰۰۳۳	نسبت آبی
۰/۶۳۳۲	۲/۰۵	۰/۰۰۵۴	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰	۶/۲۵	۰/۵۱۲۱	نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۰۰۱۴	-۰/۴۵۱	-۰/۳۵۸۷	نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها
	۲۰۴/۲۴		آماره F
	۰/۰۰۰۰		P-value
	۰/۶۵۴۲		R ^۲
	۰/۵۸۳۴		R ^۲ تعدیل شده
	۱/۹۲		آماره دوربین-واتسون

منبع: محاسبات پژوهش

همان‌طور که جدول ۵ نشان می‌دهد ضریب بازبودن تجاری برای صنایع معنادار به دست آمد و رابطه بین بازبودن تجاری و هزینه سرمایه در صنایع آهکی و گچ و کاشی و سرامیک، صنعت داروسازی و صنایع فرآورده‌های نفتی، ساخت محصولات و مواد شیمیایی منفی و معنادار است و در صنایع ماشین‌آلات و قطعات موتوری، صنایع مواد غذایی و صنایع فلزات اساسی رابطه معناداری وجود ندارد.

با توجه به جدول ۵، میزان ضریب تعیین تعدیل‌شده (\bar{R}^2) برای صنایع ۰/۵۸ به دست آمد که نشان می‌دهد متغیرهای توضیحی حدود ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. بنابراین، با توجه به آنکه آماره مذکور در حد فاصل ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، می‌توان تأیید کرد خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی‌شده به‌وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل‌اند. همان‌طور که مشاهده می‌شود، سطح معناداری برای آماره F نیز برای کل صنایع (۰/۰۰۰) کمتر از ۰/۰۵ است که اعتبار مدل رگرسیون را تأیید می‌کند.

نتیجه‌گیری

مقاله حاضر، اثر بازبودن تجاری به‌منزله شاخص جهانی شدن تجارت بر هزینه سرمایه را برای ۱۰۶ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۹ با استفاده از داده‌های تابلویی، ارزیابی کرده است. براساس نتایج این مطالعه، اثر جهانی شدن تجارت بر هزینه سرمایه برای کل شرکت‌ها، پذیرفته می‌شود و می‌توان گفت که آزادسازی تجاری سبب کاهش هزینه سرمایه خواهد شد. اما با تفکیک شرکت‌ها به صنایع مختلف این اثر متفاوت است. به‌طوری‌که، اثر جهانی شدن بسته به حجم صادرات و واردات هر کدام از شرکت‌ها، تأثیری متفاوت بر شرکت‌ها خواهد گذاشت. نتایج این پژوهش با یافته‌های استالز (۱۹۹۱) و هاردوولیس و همکاران (۲۰۰۳) و کوکسال و همکاران (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

اما براساس نتایج کلی این پژوهش پیشنهاد می‌شود که شرایط و امکانات برای تبادلات خارجی برای شرکت‌ها فراهم شود زیرا توسعه تجاری شرکت‌ها می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش دهد و سبب جذب سرمایه بیشتر در بورس شود و سرمایه‌گذاری بیشتر نیز سبب افزایش رشد اقتصادی خواهد شد. در این راستا شناسایی عوامل محدودکننده آزادسازی تجاری و مالی در ایران و برطرف کردن این عوامل برای پژوهش‌های آتی می‌تواند تأثیر بسزایی در رسیدن به شکوفایی اقتصادی شرکت‌ها داشته باشد. بنابراین، برای آنکه شرکت‌ها بتوانند از دست‌آوردهای روند جهانی شدن بهره‌مند شوند نیازمند انجام سازوکارهایی هستند که بتوانند ظرفیت‌ها و نهادهای لازم برای تولید و رقابت در بازار جهانی را به وجود آورند و پیامدهای ناخواسته رقابت جهانی را به حداقل رسانند. سیاست دولت‌ها در زمینه‌های مختلف مانند قوانین تجاری، مالی، ارزی، بانکی، سرمایه‌گذاری خارجی، بیمه، کار، تنظیم رقابت، مدیریت شرکت‌ها، توسعه صنایع داخلی، بسط تکنولوژی، آموزش، بهداشت، خدمات اجتماعی و غیره می‌تواند تأثیر چشمگیری بر عملکرد شرکت‌ها در اقتصاد جهانی می‌تواند داشته باشد.

References

- Abdel, S. & Shahira, F. (2002). *The impact of globalization on capital markets: The Egyptian case*, The Egyptian Exchange (EGX), Working Paper, 3, 2. DOI: 10.2139/ssrn.313119.
- Adibikho, K. (2003). *The Effects of Liberalizing Financial Markets on Iran's Capital Market*. MA thesis. university of Tehran. Tehran. (in Persian)
- Baharom, A.H., Habibullah, M.S. & Royfaizal, R.C. (2008). *The relationship between Trade Openness, Foreign Direct Investment and Growth: Case of Malaysia*. MPRA Paper T No. 11928, posted 4.
- Baltagi, H. B. (2013). *Econometric Analysis of panel Data*. Hoboken: Johnwiley and Sonc.
- Baltagi, B., Demetriades, P. & Law, S. H. (2009). *Financial Development and Openness: Evidence from panel data*. *Journal of Development Economics*, 89 (2): 285-296.
- Dadgar, Y. & Nazari, R. (2008). *The Survey of the Impact of Trade Globalization on Government Size in Iran*. *Iranian Journal of Trade Studies*, 12 (48): 1-38. (in Persian)
- Dastgir, M. & Bazazzadeh, H. (2003). *The effect of mandatory disclosure on cost of equity capital*. *Journal of Financial Research*, 5 (2): 83-103. (in Persian)
- Fered, A. D. (2010). *Strategic Management*. (Parsaian, A. & Arabi, M. Trans.) Tehran: Cultural Research Bureau. (in Persian)
- Greene, W. (2012). *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice-hall.
- Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill.
- Hardouvelis, G. & Malliaropulos, D. & Priestly, R. (2003). *The Impact of Globalization on the Equity Cost of Capital*, *CEPR Discussion Paper*, 43-46. Available in: http://www.banque-france.fr/fondation/gb/telechar/papers_d/impact2.pdf.
- Heibati, F. (2001). *Factors affecting international financial markets globalization*. Unpublished doctoral dissertation. Islamic Azad University, Science and Research Branch. Tehran. (in Persian)
- Henry, P. B. (2003). *Capital-Account Liberalization, the Cost of Capital and Economic Growth*. *American Economic Review*, 93 (2): 91-96.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Jafarisamimi, A., Ghaderi, S. & Sanginabadi, B. (2014). The Effects of Openness and Globalization on Inflation: An ARDL Bounds Test Approach. *Iranian Journal of Economic Studies*, 1 (1): 29-48. (in Persian)
- Jahankhani, A. (1994). Long Term Financing Strategy for Firms. *Journal of Financial Research*, 1 (2): 5-36. (in Persian)
- Karami, G., Nazari, M. & Shafipoor, M. (2011). Economic Value Added and Stock Market Liquidity. *Journal of Financial Research*, 12(30): 117-132. (in Persian)
- Khodad-Kashi, F., Ahmadian, M., Shayegani, B. & Jani, S. (2012). The Influence of Protectionism and Trade Liberalization Policies in Industries Performance, Emphasizing on their Competitiveness: Case Study of Iran's Industries. *The Journal of Planning and Budgeting*, 17 (1): 91-107. (in Persian)
- Köksal, B. & Orman, C. & Oduncu. A. (2013). *Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Emerging Market Economy*. MPRA Paper, No. 48415.
- Kordestani, G. & Majdi, Z. (2007). Investigation of Relation between Earnings Attributes and Cost of Equity. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 14 (2): 85-104. (in Persian)
- Kordestani, G. & Tayefeh, S. (2013). Earnings Attributes and Cost of Equity. *Journal of Financial Research*, 15 (1): 75-94. (in Persian)
- Kukenova, M. (2011). *Financial Liberalization and Allocative Efficiency of Capital*. Policy Research Working Papers. (1): WPS 5670.
- Modares, A. & Abdolazadeh, F. (2009). Financial management. Tehran: Publication of Business Publishing Company. (in Persian)
- Nadiri, M. (2004). Globalization and the challenges facing the government. *Scholars*, 6: 12-18. (in Persian)
- Nazari, M. & Bazargani Nia, M. (2004). Title: Effects of globalization on the textile, clothing and leather during 78-1357. *Economic Research*, 64: 103-126. (in Persian)
- Omran, M. & Pointon, J. (2004). The Determinant of Cost of Capital by Industry within an Emerging Economy: Evidence from Egypt. *International Journal of Business*, 9 (3): 237 – 258.
- Sadeghi, M. (2008). Introduction to globalization and financial markets, [Web log comment]. From <http://www.rdis.ir/StandardStudiesDetail.asp?StudyID=287>. (in Persian)

- Stulz, R. M. (1999). Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, 702, 51.
- Tayebi, S., Haji Karami, M. & Sariri H. (2001). The Effect of Financial and Trade Openness on Financial Development: Evidence from Iran and its trade Partners (1996-2009). *Economic Development Research*, 1(4): 39-60. (in Persian)
- Tehrani, R. & Ezazi, M. (2010). The Effect of Capital Market Liberalization on Economic Growth in Developing Countries. *Journal of Financial Research*, 11(28). (in Persian)

