

**Applied Economics Studies, Iran (AESI)**

P. ISSN:2322-2530 &amp; E. ISSN: 2322-472X

Journal Homepage: <https://aes.basu.ac.ir/>

Scientific Journal of Department of Economics, Faculty of Economic and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamadan, Iran.

Publisher: Bu-Ali Sina University. All rights reserved.

Copyright©2022, The Authors. This open-access article is published under the terms of the Creative Commons.



## The Effects of Financialization on the Physical Investment of Non-Financial Companies Listed in Tehran Stock Exchange Over 1388-1398 Used Multilevel Panel Data

Haji, M.<sup>1</sup>, Nasiriaghdam, A.<sup>2</sup>, Mohammadi, T.<sup>3</sup>, Shakeri, A.<sup>4</sup>

Type of Article: Research

<https://dx.doi.org/10.22084/AES.2022.25279.3381>

Received: 2021.12.19; Accepted: 2022.04.24

Pp: 47-78

### Abstract

One of the dangers of the growth of markets, institutions and financial instruments is their lack of support for investment in the real sector, which is referred to as the phenomenon of financialization, and since the early 1980s, there is growing evidence of its prevalence. The phenomenon has been reported in different countries. The purpose of this study is to evaluate the effect of financial financing on the real investment of non-financial corporations. Given the growth of financial markets in recent years on the one hand, and the significant difference in returns in this market compared to other markets on the other hand, the study of financial development in the Iranian economy and its impact on capital formation is very important. To assess this issue, the changes in real investment of non-financial companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 2009-2019 have been studied and its impact on financing indicators are estimated including cash dividends paid and non-operating income of the company. The strategy of this study in estimating the model is to use a multi-level panel data model and companies are divided into 4 levels and groups. One of the innovations of this study, in addition to the novelty of the subject, is the use of models based on multilevel panel data. In addition, by using the multi-level panel data model and dividing companies into 4 levels and groups, the effect of independent variables on the dependent variable of the model, means the real investment of non-financial companies is confirmed in each economic sectors and its subgroups as well as the type of ownership of listed companies.

**Keywords:** Financialization, Physical Investment, Stock Exchange, Multilevel Panel Data.

**JEL Classification:** C4, F65, G23, G01.

1. Ph.D. student, Department of Economics, Faculty of Economics, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

2. Assistant Professor, Department of Economics, Faculty of Economics, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (Corresponding Author).

*Email:* alin110@yahoo.com

3. Professor, Department of Economics, Faculty of Economics, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

4. Professor, Department of Economics, Faculty of Economics, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

**Citations:** Haji, M.; Nasiri Aghdam, A.; Mohammadi, T. & Shakeri, A., (2023). "The Effects of Financialization on the Physical Investment of Non-Financial Companies Listed in Tehran Stock Exchange Over 1388-1398 Used Multilevel Panel Data". *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 12(45): 47-78. (doi: 10.22084/aes.2022.25279.3381).

**Homepage of this Article:** [https://aes.basu.ac.ir/article\\_4595.html?lang=en](https://aes.basu.ac.ir/article_4595.html?lang=en)

## 1. Introduction

According to macroeconomic theories, the accumulation of physical capital is one of the necessary conditions for the growth of the national economy. (Roemer 1986, Lucas 1988 and Ribello 1991) In other words, the optimal use of labor in the production process depends to a large extent on the amount of available capital and capital accumulation plays a key role in determining the rate of increase in total output and per capita output of labor.

The question is, what is the reason for the mismatch between the growth of the capital market and the growth of the real sector of the economy? And why have capital markets and other financial markets grown so much when the real sector of the economy has been volatile and declining? In other words, why is there no necessary correlation between the growth of the financial sector and the growth of the real sector of the economy? Specifically, if we consider the main task of the capital market to be the financing of economic activities and the duty of the money market to be the short-term financing of companies and productive enterprises, why in the periods when these financial markets are in the economy? Iran has grown rapidly, the growth of the real sector of the economy has been slow and has been negative in some years?

The term "financialization" is used in the economic literature to describe such disproportion; financialization means the desire of economic actors to invest in financial markets instead of investing in the real sector of the economy. Taxation can be examined in the micro and macro dimensions of the economy. In this study, the occurrence of the phenomenon of "financialization" and "lack of relationship between the financial and real sectors of the economy" is evaluated based on evidence at the level of enterprises (companies listed on the Tehran Stock Exchange).

This study evaluates the growing gap between the financial sector and the real sector of the economy, influenced by the theoretical literature of "financialization", to assess the extent to which strengthening incentives, institutions and financial markets increases / decreases capital. The placement of enterprises in physical assets has become. The approach that the present study has taken to deal with this issue is a micro-level approach, and for this purpose, it uses the data of non-financial companies listed on the Tehran Stock Exchange.

The rest of the article is organized as follows: first, the theoretical literature and empirical background of the subject are reviewed, then, the model, data and model estimation method are described, and in the fourth part, the findings of the article are reported. Finally, the contents of the article are summarized and concluded.

## 2. Model (Specify the template)

In post-Keynesian theory, capital accumulation is an inherently dynamic process (Kalsky 1954; Lopez and Matt 1998). Physical investment is an irreversible phenomenon. Different financing processes in investment programs overlap at different time intervals and link past and future capital accumulation to evidence from previous empirical research (Ford & Port 1991; Kopek & Brauman 2001; Orhangazi 2008; Aristis et al. 2012). Therefore, in all evaluated models, the effect of independent and control variables on real investment is not immediate and occurs over time. Because there is a time lag between the investment decision and the investment costs and their role in shaping expectations. To analyze the potential effects of taxation in the Iranian capital market, the model of this research is based on the investment model of Tori Daniel and Onaran (2018) and instead of inter-country data, the data of companies operating in the non-financial sector of Tehran Stock Exchange are used. And the impact of financial activities on the investment of these companies has

been micro-assessed. In addition, other interdepartmental and macro-level variables that affect actual investment have been added to the model in the form of a multi-level panel data model. (Described model refer to Persian paper)

### 3. Model estimation results

In this section, we will first deal with the results of random effects of different levels and interpret its results, and then we will interpret the results of estimating the main model and the effect of independent model variables on the dependent variable.

In the table above, for each of the sentences id1, id2, id3, id4, which represent 4 different levels in the model, we considered a sentence with random effects, which according to the significance of each of the 4 sentences at a significance level of 95%, Indicates the necessity of leveling the model, otherwise variables with positive or negative effects can be incorrectly identified in the model and vice versa. Therefore, it can be concluded that the multi-level panel data model has been selected correctly and, in this model, the effect of independent model variables at different levels, including economic sectors and subsectors and the type of corporate ownership, will have different effects on the real investment of non-financial listed companies. Had. In other words, the effects of taxation on mining companies are different from this effect on service or agricultural companies.

In the coefficients of id in the above table, the coefficient of id is estimated to be 0.019, the non-zero of which indicates the existence of a random effect related to id or the desired level. As a result, the leveling of the model dependent variable or the actual investment will be different according to the id estimation of its path, and the leveling is effective on the model dependent variable. In this regard, as described below, the random effect of all 4 levels on the dependent variable is confirmed. Also, id4, which represents the level of ownership of the company of private, public and public non-governmental type, its coefficient is 0.018 and non-zero, thus indicating the random effect of this group on physical investment.

As can be seen from the results of the table above, the research hypothesis that the negative impact of financial expenses and financial income as variables of financing representative in non-financial companies of the stock exchange on investment was confirmed. To justify the negative impact of the above coefficients on real investment, in terms of financial income; Increasing the share of financial income strengthens the motivation of owners and managers of the company to reduce real investment and gradually shifts them from high-risk and uncertain investment to safe or low-risk investment. Especially when the profit opportunities in the financial markets are better than the production-oriented markets, this creates more incentive to invest in financial assets and less incentive to invest in real assets. Due to the boom period of the market in the period under review, this incentive has increased by companies.

### 4. Conclusion

Studies emphasize the role of physical capital accumulation in the economic growth of countries as well as the impact of financial markets on the creation and development of physical capital in some countries. Unprecedented growth in financial markets and negative GDP growth in some of the years under review indicate growth independent of the real sector of financial markets. The impact of financing is directly on indicators of the economy such as equitable distribution of resources and wealth, labor wages and real investment of companies and ... In this study, we seek to answer the question of what effect taxation has on the real investment of enterprises. In this regard, our sample is for researching stock

exchange companies, and because stock exchange companies operating in the financial field, the study of financing in those companies due to their inherent activity, we make an error in analysis. The sample studied is only active companies. In the non-financial field, so sampling is a systematic removal method. To estimate the model, we used the multi-level panel data method because the surveyed companies were hierarchically active in different sectors of the economy and each was in different categories and groupings, and since the effects of independent variables on the dependent variable in each group and the level should be considered separately. The multi-level panel data model was used, and according to the results, the leveling was selected correctly, otherwise the coefficients and confidence intervals of the variables were incorrectly estimated and detected. As a result, the effects of independent variables on real investment have been different in different groups, and with this model, in addition to the effects at the same level, inter-level effects have also been considered.

Based on the results obtained in this study, the answer to the main research question is positive, ie taxation has had a negative effect on the real investment of non-financial companies of the stock exchange. As a result, the variables of tax representative (income and cost of financialization) along with real interest rate by sectors, net capital stock by sectors, corporate tax ratio to total income and international economic sanctions have a negative effect on physical investment of non-financial companies. They had securities, and accumulated profits, sales, GDP growth by segments, exchange rates, and loan balances were positively correlated with actual investment.





فصلنامه علمی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران

شاپای چاپی: ۲۵۳۰-۲۳۲۲؛ شاپای الکترونیکی: ۴۷۲۲-۲۳۲۲

وبسایت نشریه: <https://aes.basu.ac.ir>

نشریه گروه اقتصاد، دانشکده علوم اقتصادی و علوم اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران



## تأثیر مالی سازی بر سرمایه گذاری واقعی شرکت های غیرمالی طی سال های ۱۳۹۸-۱۳۸۸ با استفاده از روش داده های تابلویی چندسطحی\*

مجید حاجی<sup>۱</sup>، علی نصیری اقدم<sup>۲</sup>، تیمور محمدی<sup>۳</sup>، عباس شاکری<sup>۴</sup>

نوع مقاله: پژوهشی

شناسه دیجیتال: <https://dx.doi.org/10.22084/AES.2022.25279.3381>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۲۸، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۰۴

صص: ۷۸-۴۷

### چکیده

یکی از مخاطره های رشد بازارها، نهادها و ابزارهای مالی، عدم پشتیبانی آن ها از سرمایه گذاری در بخش واقعی است که به این پدیده، مالی شدن یا مالی سازی اقتصاد اطلاق می شود و از اوایل دهه ۱۹۸۰م. شواهد فزاینده ای درخصوص رواج این پدیده در کشورهای مختلف گزارش شده است. هدف از این مطالعه ارزیابی اثر مالی شدن اقتصاد بر سرمایه گذاری واقعی شرکت های غیرمالی است. با توجه به رشد بازارهای مالی در سال های اخیر از یک طرف، و تفاوت معنادار بازدهی در این بازار در مقایسه با سایر بازارها از طرف دیگر، مطالعه توسعه مالی شدن در اقتصاد ایران و ارزیابی اثر آن بر تشکیل سرمایه از اهمیت به سزایی برخوردار است. برای ارزیابی این موضوع تغییرات سرمایه گذاری واقعی شرکت های غیرمالی فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه ۱۳۸۸-۱۳۹۸ مورد مطالعه قرار گرفته و تأثیرپذیری آن از شاخص های مالی شدن شامل سودهای نقدی پرداخت شده و درآمدهای غیرعملیاتی شرکت ها برآورد شده است. استراتژی این مطالعه در تخمین مدل استفاده از مدل داده های تابلویی چندسطحی بوده و شرکت ها در چهار سطح و گروه تفکیک شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل، مطابق انتظار بوده، نشان می دهد که پس از کنترل اثر سایر عوامل، مالی شدن اثر منفی و معناداری بر سرمایه گذاری دارد.

**کلیدواژگان:** مالی سازی، سرمایه گذاری واقعی، بورس اوراق بهادار، مدل داده های تابلویی چندسطحی.

**طبقه بندی JEL:** G01, G23, G50, C4.

\* این مقاله برگرفته از رساله دکتری نویسنده اول است.

۱. دانشجوی دکتری گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران.

**Email:** hajimajid@gmail.com

۲. استادیار گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

**Email:** alin110@yahoo.com

۳. استادیار گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران.

**Email:** atmahmadi@gmail.com

۴. استادیار گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران.

**Email:** shakeri.abbas@gmail.com

ارجاع به مقاله: حاجی، مجید؛ نصیری اقدم، علی؛ محمدی، تیمور؛ و شاکری، عباس، (۱۴۰۲). «تأثیر مالی سازی بر سرمایه گذاری واقعی شرکت های غیرمالی طی سال های ۱۳۸۸-۱۳۹۸ با استفاده از روش داده های تابلویی چندسطحی». مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، ۱۲(۴۵): ۷۸-۴۷. doi: 10.22084/aes.2022.25279.3381

صفحه اصلی مقاله در سامانه نشریه: [https://aes.basu.ac.ir/article\\_4595.html?lang=fa](https://aes.basu.ac.ir/article_4595.html?lang=fa)

## ۱. مقدمه

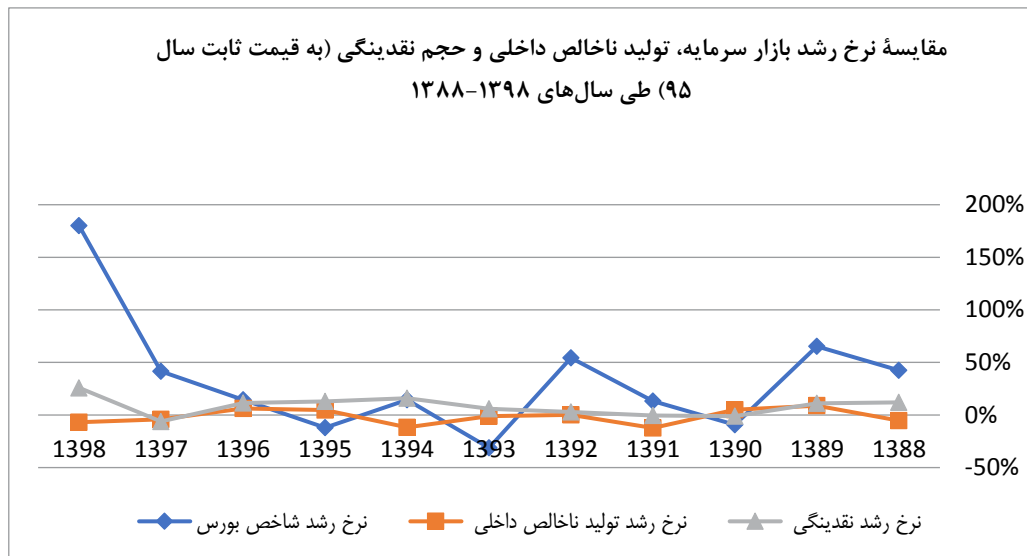
طبق نظریه‌های اقتصاد کلان، انباشت سرمایه فیزیکی یکی از شروط لازم برای رشد اقتصاد ملی به حساب می‌آید. (رومر<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶؛ لوکاس<sup>۲</sup>، ۱۹۸۸؛ ریبلو<sup>۳</sup>، ۱۹۹۱)؛ به عبارتی، به کارگیری مطلوب نیروی کار در فرآیند تولید تا حد زیادی به میزان سرمایه موجود بستگی دارد و انباشت سرمایه، در تعیین میزان افزایش ستانده کل و ستانده سرانه نیروی کار نقش اساسی ایفا می‌نماید. به طریق اولی، همراه با گسترش زمینه‌های افزایش تولید و بهره‌وری در اقتصاد ملی، میزان پیشرفت جامعه با میزان سرمایه‌گذاری انجام شده در آن، رابطه همسو و متناسب دارد. بسیاری از مطالعات اقتصادی تأکید می‌کنند که در صورت فقدان سرمایه کافی، رشد اقتصادی با مشکل مواجه می‌شود (عبده‌تبریزی، ۱۳۸۳).

در ایران اقدامات مهمی برای توسعه بازارهای مالی و تسهیل دسترسی به سرمایه انجام شده است (نظیر ایجاد بازار فرابورس، بورس کالا و...) و به‌طور مشخص بازار سرمایه در دهه‌های اخیر توسعه معناداری را تجربه کرده است. شاخص بورس اوراق بهادار به قیمت ثابت ۱۳۹۵ از ۴۲۴۸۴ در سال ۱۳۸۸ به ۳۴۱۹۳۳ در سال ۱۳۹۸ رسید که به‌طور متوسط سالانه ۳۴٪ رشد داشته است (مأخذ: داده‌های بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی، بورس، شاخص قیمت، محاسبات تحقیق). انتظار نظری از تلاش برای چنین توسعه‌ای افزایش تشکیل سرمایه و از این مسیر افزایش رشد اقتصادی است. با این حال، متوسط رشد اقتصادی کشورمان به قیمت ثابت سال ۱۳۹۵ در این بازه زمانی ۱-٪ است (نمودار ۱)؛ چراکه تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت ۱۳۹۵ در سال ۱۳۸۸ مبلغ ۱۳۸۰۷۳۸ میلیارد تومان بوده است و این مبلغ در سال ۱۳۹۸ به میزان ۱۵۹۰۲۱۹ میلیارد تومان رسیده است؛ یعنی، میانگین رشد در بازار سرمایه به‌هیچ عنوان قابل قیاس با میانگین رشد اقتصادی در کشور نیست. این درحالی است که اقتصاد ایران در چند سال اخیر یکی از بدترین دوران خود را گذرانده، به‌طوری‌که رشد اقتصادی در ۲ سال آخر مورد بررسی منفی (۴- و ۷-٪) بوده است. از طرفی رشد نقدینگی به قیمت ثابت سال ۱۳۹۵ در سال ۱۳۸۸ مبلغ ۷۹۸۶۰۶ میلیارد تومان بوده که در سال ۱۳۹۸ این عدد به ۱۶۴۸۱۰۰ رسیده است و در این بازه زمانی به‌طور متوسط ۸٪ رشد داشته است و نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت از ۵۸٪ در سال ۱۳۸۸ به ۱۰۴٪ در سال ۱۳۹۸ رسیده است (مأخذ: داده‌های بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی، متغیرهای پولی و اعتباری، نقدینگی بر حسب اجزای تشکیل‌دهنده آن، محاسبات تحقیق).

1. Romer

2. Lucas

3. Rebelo



نمودار ۱. مقایسه نرخ رشد بازار بورس و تولید ناخالص داخلی (به قیمت های ثابت سال ۱۳۹۵ (درصد))، (منبع: سایت بانک مرکزی، بانک اطلاعات سری زمانی و محاسبات تحقیق).

**Chart 1. Comparison of stock market growth and gross domestic product (at constant prices of 2015 (percent)), (source: Central Bank website, time series data bank and research calculations).**

حال پرسش این است که، دلیل عدم تناسب میان رشد بازار سرمایه و رشد بخش واقعی اقتصاد چیست؟ و این که چرا بازار سرمایه و دیگر بازارهای مالی دچار چنین رشدی شده اند، درحالی که وضعیت بخش واقعی اقتصاد پرنوسان و رو به نزول بوده است؟ به عبارت دیگر، چرا بین رشد بخش مالی و رشد بخش واقعی اقتصاد تناسب لازم وجود ندارد؟ به طور مشخص، اگر وظیفه اصلی بازار سرمایه را تأمین مالی فعالیت های اقتصادی بدانیم و وظیفه بازار پول را تأمین مالی کوتاه مدت شرکت ها و بنگاه های مولد اقتصادی تلقی کنیم، چرا در بازه های زمانی که این بازارهای مالی در اقتصاد ایران به شدت رشد داشته اند، رشد بخش واقعی اقتصاد روندی بطئی داشته و در سال هایی منفی بوده است؟

در ادبیات اقتصادی برای توصیف چنین عدم تناسبی، از اصطلاح «مالی سازی»<sup>۱</sup> استفاده می شود؛ مالی سازی، یعنی تمایل فعالان اقتصادی به سرمایه گذاری در بازارهای مالی به جای سرمایه گذاری در بخش واقعی اقتصاد. مالی سازی را می توان در ابعاد خرد و کلان اقتصاد مورد بررسی قرار داد. در این تحقیق، وقوع پدیده «مالی سازی» و «عدم ارتباط بخش های مالی و واقعی اقتصاد» براساس شواهدی در سطح بنگاه های اقتصادی (شرکت های فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران) مورد ارزیابی قرار می گیرد.

<sup>1</sup>. Financialization

این پژوهش برای تبیین شکاف رو به افزایش میان بخش مالی و بخش واقعی اقتصاد، تحت تأثیر ادبیات نظری «مالی سازی»، به ارزیابی این مسأله می‌پردازد که تقویت انگیزه‌ها، نهادها و بازارهای مالی تا چه اندازه باعث افزایش / کاهش سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی در دارایی‌های فیزیکی شده است. رویکردی که پژوهش حاضر برای مواجهه با این مسأله اتخاذ کرده، رویکرد خرد و در سطح بنگاه است، و برای این منظور از داده‌های شرکت‌های غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده می‌کند.

مطالعات اندکی در این رابطه در خارج و داخل کشور صورت پذیرفته است که در بخش پیشینه تحقیق به آن پرداخته شده است. منتهی در آن مطالعات تأثیر متغیرهای کلان و بین بخشی در اقتصاد را بر سرمایه‌گذاری بنگاه در نظر نگرفته‌اند. از طرفی چون متغیرهای درون بنگاهی نظیر ورودی و خروجی مالی سازی، فروش و درآمد عملیاتی خالص نمی‌توانند به تنهایی توضیح کاملی از کاهش و یا افزایش سرمایه‌گذاری واقعی بنگاه‌ها ارائه دهند؛ لذا متغیرهای کلان اقتصادی نظیر: نرخ ارز، رشد تولید ناخالص داخلی به تفکیک بخش‌های اقتصادی، موجودی سرمایه خالص به تفکیک بخش‌های اقتصادی، مانده تسهیلات اعطایی به تفکیک بخش‌های اقتصادی، نرخ بهره حقیقی به تفکیک بخش‌های اقتصادی، نسبت مالیات بر شرکت‌ها و تحریم اقتصادی که به تنهایی در دهه اخیر بر اقتصاد کلان و خرد کشورمان بسیار تأثیر داشته است، در نظر گرفته شد. همچنین، با توجه به اثرپذیری تصمیم فعالان اقتصادی به سرمایه‌گذاری در بخش واقعی اقتصاد از عوامل کلان اقتصادی و همچنین تحولات بخش‌های اقتصادی، در این پژوهش برای کنترل آثار مذکور از روش داده‌های تلفیقی چندسطحی استفاده شده است؛ لذا نوآوری تحقیق علاوه بر بسط مدل و وارد کردن متغیرهای مؤثر بر سرمایه‌گذاری واقعی (فوق الذکر) در مدل، استفاده از روش جدیدی برای تخمین اطلاعات است تا تأثیر هر یک از متغیرهای توضیحی مدل را بر بنگاه‌های مورد بررسی در بخش‌های مختلف اقتصادی (کشاورزی، صنعت، خدمات، معدن) به‌طور مجزا مورد سنجش قرار دهد.

ادامه پژوهش به این ترتیب سازماندهی شده است: ابتدا ادبیات نظری و پیشینه تجربی موضوع بررسی می‌شود و سپس، مدل، داده‌ها و روش برآورد مدل تشریح شده، و در قسمت چهارم یافته‌های پژوهش گزارش می‌شود؛ در نهایت، مطالب پژوهش جمع‌بندی و نتیجه‌گیری می‌شود.

## ۲. ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش

### ۲-۱. مبانی نظری

در بخش مبانی نظری ابتدا مالی‌سازی تعریف، و آثار آن در اقتصاد تشریح می‌شود. سپس، نحوه اثرگذاری آن در اقتصاد و اثر آن بر سرمایه‌گذاری واقعی و رشد اقتصادی تبیین می‌شود. در پایان نیز سایر عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد.



## ۲-۱-۱. تعریف مالی سازی

در ابتدایی ترین سطح، اصطلاح مالی سازی اشاره به افزایش نقش انگیزه های مالی، بازارهای مالی، بازیگران مالی و نهادهای مالی در یک اقتصاد دارد (اپشتین، ۲۰۰۵). به طور خاص، مالی شدن مستلزم تجمع سود افزایش یافته از طریق ابزارهای مالی مانند: بهره، سود سهام تقسیم شده و سود سرمایه در مقابل تجارت و تولید کالاها و یا خدمات غیرمالی است (کریپنر، ۲۰۰۵). مالی سازی اغلب در افزایش سهم بخش مالی در تولید ناخالص داخلی منعکس می شود. این اصطلاح همچنین شامل، اتکای بیشتر شرکت های غیرمالی به بخش مالی، هم از نظر دسترسی به سرمایه و هم سرمایه گذاری در دارایی های مالی توسط شرکت یا شرکت های تابعه است (وان آرنوم و ناپلس، ۲۰۱۳).

## ۲-۱-۲. آثار مالی سازی در اقتصاد

مالی سازی، سیستم اقتصادی را هم در سطح خرد و هم در سطح کلان تغییر می دهد. اثرهای اصلی آن بدین شرح است: (۱) اهمیت بخش مالی را نسبت به بخش واقعی بالا می برد، (۲) انتقال درآمد از بخش واقعی به بخش مالی افزایش می یابد و (۳) نابرابری درآمدی افزایش پیدا می کند. علاوه بر این، مالی شدن ممکن است اقتصاد را در معرض ریسک، تورم، بدهی و رکود اقتصادی طولانی مدت قرار دهد. مالی سازی از طریق سه مجرای متفاوت عمل می کند؛ از طریق ایجاد تغییرات در ساختار و عملکرد بازارهای مالی، تغییر در رفتار شرکت های غیرمالی و تغییر در سیاست های اقتصادی (پالی، ۲۰۱۳).

در ادبیات حکمرانی شرکتی به شیوه مدیریت رابطه میان مدیران شرکت و سهامداران آن توجه می شود و راهکارهایی مورد بررسی قرار می گیرد تا مدیران شرکت حداکثر بازدهی را برای سهامداران خود به ارمغان بیاورند. این ایده، به همراه این باور که توسعه بازارهای مالی فی نفسه کارایی اقتصاد در تخصیص منابع را بهبود می بخشد، نقش به سزایی در رواج پدیده مالی سازی داشته است (پالی، ۲۰۱۳).

دوران مالی سازی با افزایش زیاد در اندازه بخش مالی مشخص شده است. گسترش بخش مالی با تغییرات قابل توجه توزیع درآمد همراه بوده است، و شکل ۱ الگوی این تغییرات را نشان می دهد. تولید ناخالص داخلی (GDP) می تواند به سهم نیروی کار و سرمایه تجزیه شود. مالی سازی سهم سرمایه را افزایش و سهم نیروی کار را از عواید کشور کاهش می دهد. سهم نیروی کار نیز به نوبه خود به سهم مدیران (حقوق و سایر مزایا و پاداش ها) و سهم غیرمدیران تفکیک می شود، و مالی سازی سهم مدیران را افزایش و سهم غیر مدیران را کاهش می دهد. سهم سرمایه را می توان به سود و درآمد بهره تقسیم کرد، و سود می تواند به سود بخش مالی و سود بخش غیرمالی تجزیه شود. علاوه بر این که شاهد افزایش سهم سرمایه و کاهش سهم نیروی کار از تولید ناخالص داخلی هستیم، در دوره مالی سازی تغییر قابل توجهی در ترکیب سهم سرمایه، با کاهش سهم سود و افزایش سهم درآمد بهره،

1. Krippner

2. Van Arnum & Naples

3. Palley

رخمی دهد. علاوه بر این، افزایش سهم بخش مالی و کاهش سهم بخش غیرمالی از کل سود وجود دارد (پالی، ۲۰۱۳).

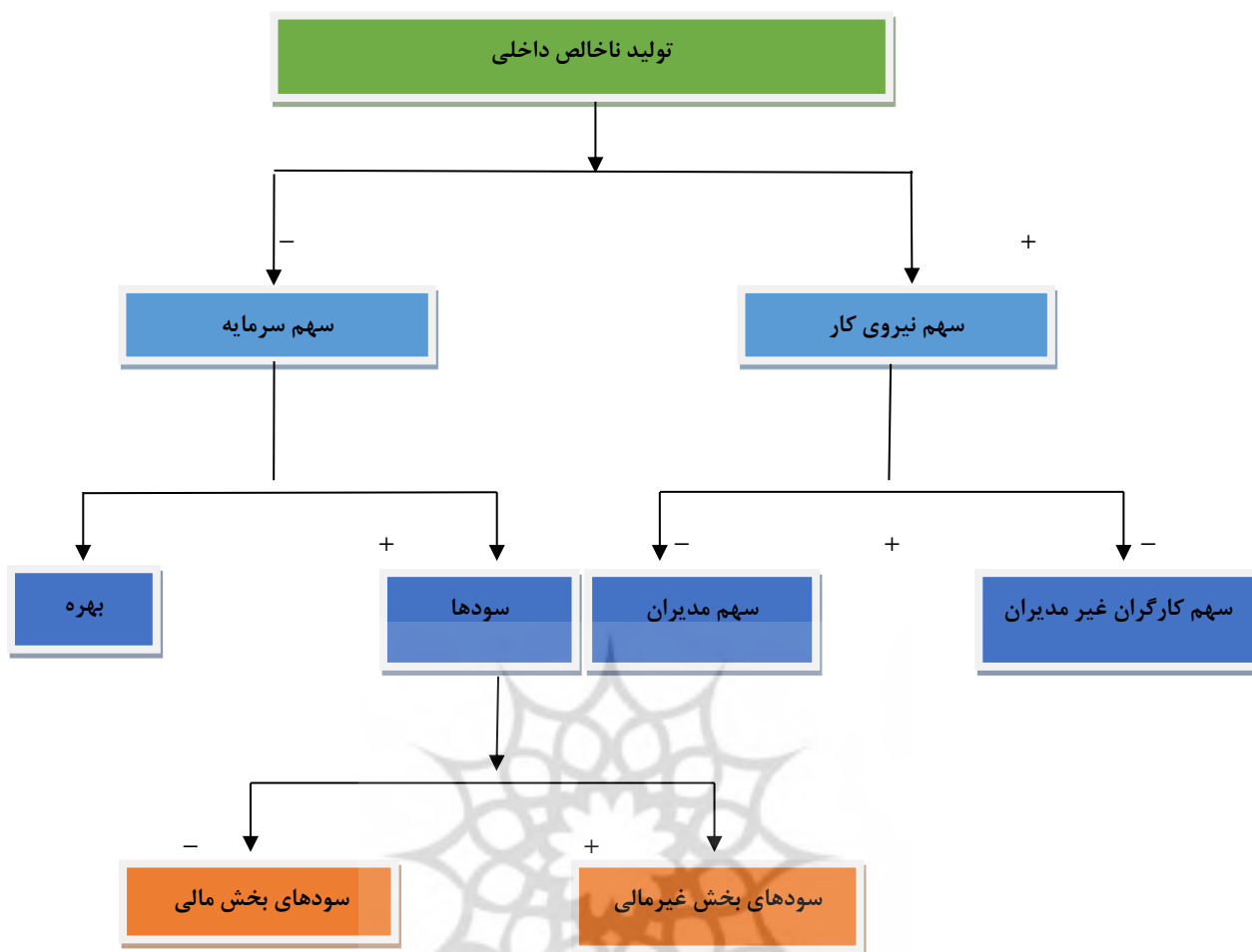
### ۲-۱-۳. مالی سازی و عوامل تولید در بنگاه‌ها

تا دهه ۱۹۹۰م، این استدلال که وقتی شرکت‌ها سودشان را بیشینه سازند اقتصاد برای همه بهتر کار می‌کند، دیگر بحث برانگیز نبود. این استدلال‌ها در مخالفت با عقلانیت پذیرفته شده نظریه مدیریت بود که طبق آن کسب و کارها در قبال طیف گسترده‌ای از ذی‌نفعان (مثلاً کارگران، مشتریان و دولت) پاسخ‌گو هستند. اما با ظهور نئولیبرالیسم، این استدلال که (به بیان میلتن فریدمن) «مسئولیت اجتماعی هر شرکت افزایش سود است» با استقبال گسترده‌ای مواجه شد. پیش فرض این نگرش آن است که منابع کمیاب‌اند؛ از این رو، وقتی شرکت‌ها از منابع خود به شیوه‌های غیرمولد استفاده می‌کنند، همگان منافع کمتری خواهند برد. در این عرصه، انجام هر کاری جز بیشینه‌سازی سودها بی‌فایده و ناکارآمد است.

«ویلیام لازونیک» استدلال می‌کند که ظهور ایدئولوژی ارزش سهامدار باعث شد فلسفه مدیریت شرکت (شیوه‌ای که شرکت‌ها اداره می‌شوند) از «حفظ و سرمایه‌گذاری» به «کوچک‌سازی و توزیع» تغییر کند. به عبارت دیگر، ظهور ارزش سهامدار به سازوکاری تبدیل شد که کارگران را از بازتوزیع سودهای شرکت‌ها محروم سازد و کل سود را به سود مدیران اجرایی شرکت و سهامداران کنونی بریزد. این امر به قول یک تحلیل‌گر به «تمرکز گسترده بر کوتاه‌مدت، به زیان سرمایه‌گذاری، بازخرید بیش از حد سهام، افزایش چشم‌گیر حقوق و درآمد هیأت‌مدیره و تخصیص ناکارآمد منابع در اقتصاد» منجر شده است. ارزش سهامدار به مجوزی برای مدیریت نادرست، از مله خست در سرمایه‌گذاری، پاداش‌گزار، وام‌ستانی زیاد، ادغام‌های احمقانه، حسابداری فریب‌آمیز و تمایل جنون‌آمیز به بازخرید سهام» تبدیل شده است.

از طرفی هزینه‌های نیروی کار رابطه مثبتی با مالی‌سازی شرکت‌های بخش واقعی اقتصاد دارد. کشور چین پس از تصویب قانون قراردادهای نیروی کار که در سال ۲۰۰۸م. مصوب شد به این نتیجه رسید که شرکت‌هایی که نیروی کار بیشتری را جذب کردند پس از اجرای قانون، بیشتر درگیر مالی‌سازی شدند. از طرفی شرکت‌هایی در مناطقی با اجرای قانون مؤثرتر، دقیق‌تر و یا حداقل دستمزد بالاتر پس از اجرای قانون بیشتر درگیر مالی‌سازی شدند. یافته‌های تحقیق نشان از اثر بیشتر افزایش هزینه‌های نیروی کار بر مالی‌شدن دارند؛ لذا شرکت‌های خصوصی بیشتر از دولتی، شرکت‌های کوچک بیشتر از شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های در صنایع بیشتر رقابتی نسبت به صنایع کمتر رقابتی، مالی‌سازی را بیشتر تجربه کرده‌اند. همچنین یافته‌ها نشان می‌دهد افزایش هزینه‌های نیروی کار ناشی از راه‌اندازی قوانین کار ممکن است انتخاب تولید شرکت‌های بخش‌های واقعی اقتصاد را دچار اختلال کرده و آن‌ها را از اهداف موردنظر خود منحرف سازد، که می‌تواند به فرآیند صنعتی شدن و رشد پایدار در اقتصادهای درحال گذار آسیب برساند؛ لذا مالی‌سازی در حوزه تولید بنا به نهادهای هر کشور آثار و نتایج خاص خود را بر نیروی کار و سرمایه بنگاه‌های اقتصادی آن کشور خواهد گذاشت (هو<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱).

<sup>1</sup>. Hou



شکل ۱. مالی‌سازی و توزیع درآمد (پالی، ۲۰۱۳).

Fig. 1. Financialization and income distribution (Pali, 2013).

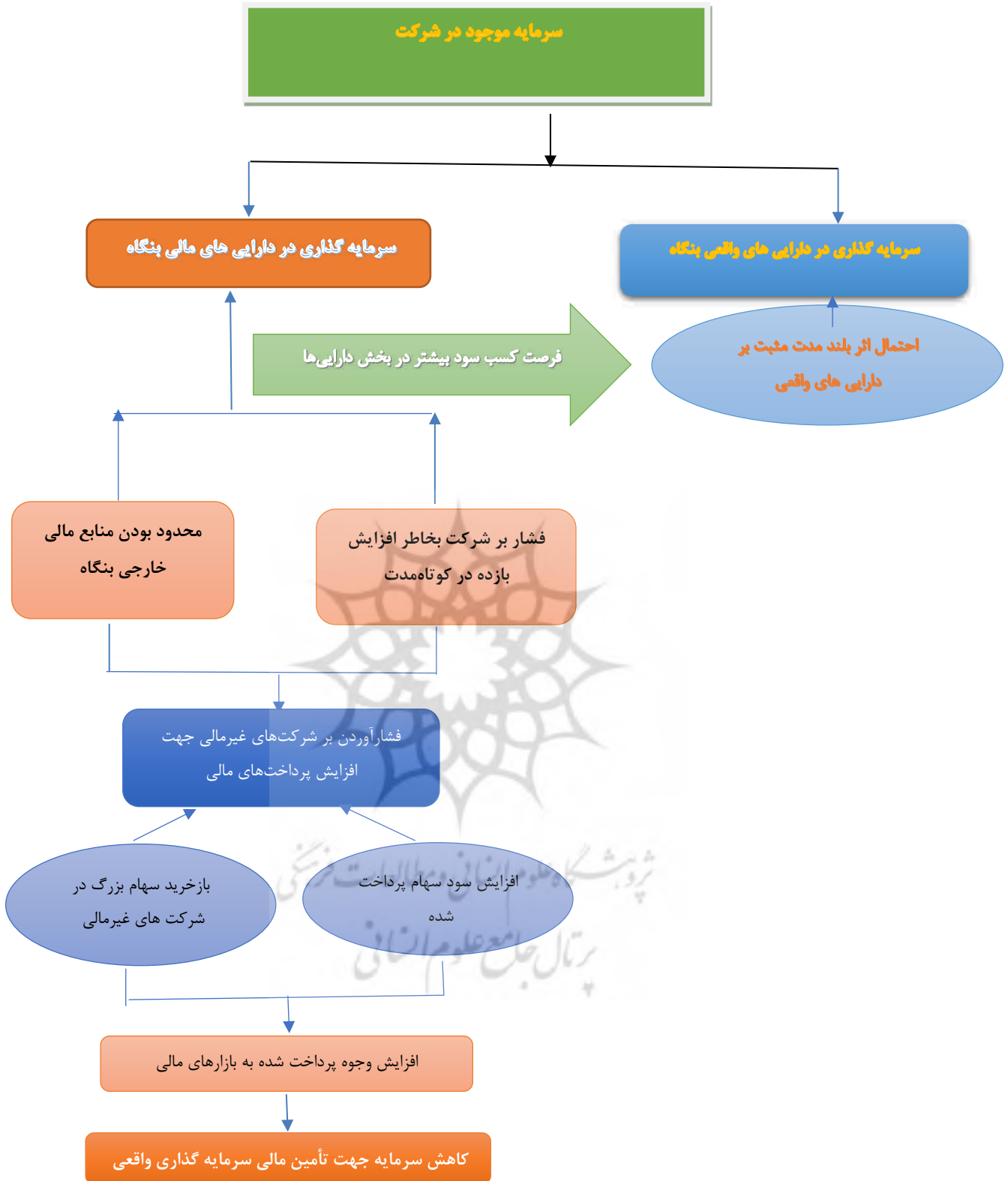
### ۳-۱-۲. مالی‌سازی و نحوه اثرگذاری آن بر سرمایه‌گذاری بنگاه

رشد اقتصادی موضوعی است که به انباشت سرمایه فیزیکی در یک کشور بستگی دارد. دو کانال اصلی وجود دارد که از طریق آن مالی‌سازی می‌تواند مانع از ایجاد سرمایه‌گذاری واقعی شود؛ اول، سرمایه‌گذاری افزایش یافته در دارایی‌های مالی می‌تواند بر روی سرمایه‌گذاری واقعی یک اثر «جبرانی»<sup>۱</sup> داشته باشد. به این معنا که کل سرمایه‌های موجود یک شرکت را می‌توان در دارایی‌های واقعی سرمایه‌گذاری کرد یا برای به دست آوردن دارایی‌های مالی مورد استفاده قرار داد. زمانی که فرصت‌های کسب سود در بازارهای مالی بهتر از بازارهای تولید محور باشد، این امر باعث ایجاد انگیزه بیشتر برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و انگیزه کمتر برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی می‌شود؛ در این راستا، دو مورد را می‌توان در نظر گرفت (اورهانگزی، ۲۰۰۸):

<sup>۱</sup>. “Crowding out”

اول این که، در صورت محدود بودن منابع مالی خارجی که می‌تواند به دلیل بالا رفتن هزینه استقراض از خارج یا به دلیل امنیت بالاتر منابع مالی داخلی در مقایسه با منابع مالی خارجی برای شرکت باشد، سرمایه‌گذاری بیشتر در دارایی‌های مالی باعث کاهش سرمایه‌گذاری در سرمایه واقعی خواهد شد. دوم این که، فشار بر مدیریت شرکت برای افزایش بازده در کوتاه‌مدت می‌تواند آن را مجبور به انتخاب سرمایه‌گذاری‌های مالی کند که بازده سریع‌تری را فراهم می‌کند؛ برخلاف سرمایه‌گذاری واقعی که بازدهی آن در میان‌مدت و بلندمدت است. یک دلیل مخالفت با استدلال فوق ممکن است این باشد که اگر تغییر در هزینه‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی در مقایسه با هزینه‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی فقط در کوتاه‌مدت موضوعیت داشته باشد، این می‌تواند در بلندمدت به سرمایه شرکت اضافه کند و از این‌رو، می‌تواند یک اثر مثبت بلندمدت بر سرمایه‌گذاری داشته باشد. بنگاه‌ها می‌توانند زمانی که سوددهی دارایی‌های واقعی کمتر است در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری کنند و از سود به‌دست آمده در آن، برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی در بلندمدت استفاده کنند.

کانال دوم که از طریق آن مالی‌سازی می‌تواند سرمایه‌گذاری واقعی را تضعیف کند، فشار آوردن بر شرکت‌های غیرمالی برای افزایش پرداخت‌های مالی شرکت به بازارهای مالی به صورت‌های مختلف، از جمله «سود سهام پرداخت شده» و «بازخرید سهام به وسیله شرکت» است. البته، اگر تحول در بازارهای مالی و اقدامات در عصر مالی شدن منجر به بدهی بیشتر شرکت‌های غیرمالی شود، پرداخت بهره نیز افزایش می‌یابد. افزایش درصدی از پاداش مدیران براساس انواع سهام باعث افزایش انگیزه مدیران برای بالا نگه‌داشتن قیمت سهام در کوتاه‌مدت با پرداخت سود تقسیم شده بالا و تعهد دادن به بازخرید سهام بزرگ در شرکت‌های غیرمالی می‌شود. همزمان، افزایش سهامداران که دائماً به دنبال افزایش قیمت سهام هستند، و همچنین وجود رقبا که به‌طور غیرمستقیم به مدیران شرکت‌های غیرمالی فشار می‌آورند تا نسبت پرداخت‌ها را افزایش دهند؛ بنابراین، مدیران شرکت‌های غیرمالی از هر دو طرف (یعنی، منافع شخصی و فشار بازار مالی برای برآورده کردن انتظارات سهامداران)، تحریک می‌شوند که در کوتاه‌مدت سود سهام بالاتر و بازخرید سهام بیشتر انجام بدهند؛ لذا هم تابع هدف و هم محدودیت‌های اعمال شده بر شرکت‌های غیرمالی تغییر کرده است. در نتیجه هر ساله درصد وجوه داخلی پرداخت شده به بازارهای مالی افزایش چشمگیری داشته است. این یک محدودیت مشخص را در سرمایه‌گذاری واقعی ایجاد می‌کند. اگر سرمایه‌های داخلی شرکت از تأمین مالی خارجی ارزان‌تر و مطمئن‌تر باشد، افزایش پرداخت‌های مالی موجب کاهش سرمایه‌های در دسترس برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری واقعی خواهند شد.



شکل ۲. مدل مفهومی نقش بازارها و ابزارهای مالی در کاهش انگیزه و امکان سرمایه‌گذاری در بخش واقعی.

Fig. 2. Conceptual model of the role of markets and financial instruments in reducing the motivation and possibility of investing in the real sector.

## ۲-۲. پیشینه پژوهش

بحران مالی ۲۰۰۸م. که از ایالات متحده آمریکا شروع شد و در سطح جهانی گسترش یافت، سیستم‌های مالی اقتصادهای پیشرفته که در خط مقدم آگاهی عمومی قرار گرفتند را بیشتر نمایان کرد و منجر به افزایش تحقیقات در مورد اندازه و نقش بخش‌های مالی در اقتصادهای پیشرفته شد. با این حال و از همه مهم‌تر، این افزایش سرآغاز گسترش بی‌رویه و سکولار در امور مالی، در سراسر کشورها و با طیف وسیعی از اقدامات از دهه ۱۹۷۰م. شد. در آمریکا، جزئی‌ترین داده‌ها در خصوص رشد بخش مالی به صورت سهمی از تولید ناخالص داخلی، اشتغال و کل سود شرکت‌های در دسترس است (کریپنر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵؛ گرین وود<sup>۲</sup> و اسکارفستین<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳؛ مونتسینو<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). روندهای مشابه در خارج از آمریکا نیز رخ داد؛ «فیلیپون»<sup>۵</sup> و «رشف»<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) رشد سهم درآمد مالی را در مجموعه‌ای از اقتصادهای توسعه‌یافته نظیر: بریتانیا، هلند، ایالات متحده آمریکا، ژاپن و کانادا ثبت کردند. در ادامه به مهم‌ترین مطالعاتی که در زمینه تأثیر مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری صورت گرفته است، می‌پردازیم.

«اورهانگازی»<sup>۷</sup> (۲۰۰۸) رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌های غیرمالی در ایالات متحده را صراحتاً جنبه دوگانه مالی‌سازی می‌داند و به تجزیه و تحلیل آن می‌پردازد. نویسنده علاوه بر عوامل تعیین‌کننده سنتی سرمایه‌گذاری، از درآمدها و پرداخت‌های مالی و نیز میزان بدهی به عنوان متغیرهای توضیحی استفاده می‌کند. او متوجه می‌شود که پرداخت‌های مالی و بدهی‌های بلندمدت را روی انباشت سرمایه تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. نویسنده با توجه به پرداخت‌های مالی، تأثیر «اثر جبرانی» را این‌گونه نظریه‌پردازی می‌کند؛ سود بیشتر حاصل از فعالیت‌های مالی باعث تغییر اولویت‌های مدیریتی شود. اگرچه تأثیرات درآمدهای مالی بر سرمایه‌گذاری به اندازه شرکت و بخش بستگی دارد، اما همین تأثیرات با اثر جبرانی منفی در شرکت‌های بزرگ‌تر و نیز اثر مثبت در شرکت‌های کوچک‌تر در بخش غیرماندگار، نقش دوگانه‌اش را به عنوان منبع مالی داخلی نشان می‌دهد. در مجموع وی نتیجه می‌گیرد که سرمایه‌گذاری تولیدی از رابطه بین شرکت‌های غیرمالی و بازارهای مالی سود نمی‌برد.

«دمیر»<sup>۸</sup> (۲۰۰۹a) در مقاله‌ای به بررسی آثار جریان وجه نقد حاصل از سرمایه‌گذاری‌های متعدد در بخش‌های واقعی و مالی بر روی مخارج سرمایه‌گذاری ثابت جدید بنگاه‌های بخش واقعی براساس روش معادله اویلر و داده‌های شش‌ماهه بنگاه‌ها از دو بازار مهم در حال ظهور مکزیکی و ترکیه پرداخته، و به این نتیجه می‌رسد که سود و نرخ بازده دارایی‌های ثابت و مالی اثرات متفاوتی بر مخارج سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی می‌تواند به ابزاری در هدایت پس‌اندازهای بخش واقعی به سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به جای تشکیل سرمایه ثابت در بلندمدت و در نتیجه منجر به ضد صنعتی‌شدن تبدیل شود.

1. Krippner  
2. Greenwood  
3. Scharfstein  
4. Montecino  
5. Philippon  
6. Reshef  
7. Orhangazi  
8. Demir

دمیر (۲۰۰۹b) در مقاله ای با عنوان: «آزادسازی مالی، سرمایه گذاری خصوصی و انتخاب پرتفوی: مالی شدن بخش واقعی در بازار نوظهور» به بررسی تأثیر اختلاف نرخ بازدهی سرمایه گذاری های واقعی و مالی در شرایط عدم اطمینان بر روی عملکرد سرمایه گذاری های واقعی در سه بازار نوظهور آرژانتین، مکزیک و ترکیه می پردازد. او نتیجه می گیرد که، افزایش اختلاف در نرخ بازدهی و عدم اطمینان باعث کاهش سرمایه گذاری واقعی و افزایش سرمایه گذاری مالی می شود.

«دویر»<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۲) در مقاله ای به بررسی مالی سازی در بازار کالاها و ارتباط بین بازارهای آتی کالاها و بازار نقدی پرداختند. آن ها این طور نتیجه می گیرند که سرمایه گذاران مالی با فعالیت خود باعث می شوند تا قیمت کالاها با افزایش قابل ملاحظه ای همراه باشد. چنین سرمایه گذارانی در مقایسه با مشارکت کنندگان در بازارهای سنتی، نگرانی کمتری در مورد اصول بنیادی بازار دارند؛ بنابراین مانع از فرآیند آشکارسازی قیمت می شوند. آن ها نتیجه می گیرند که مالی سازی، محرک اصلی برای افزایش قیمت کالاها در دهه ۲۰۰۰م. محسوب نمی شود؛ به عبارت دیگر، ارتباط بین قیمت های آتی و نقدی برای کالاها تأیید نمی شود و تغییر در قیمت های آتی، ضرورتاً منجر به تغییر در قیمت های نقدی برای کالاها می شود.

«داویس»<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) در مقاله ای با عنوان: «مالی سازی و شرکت های غیرمالی: بررسی رفتار سرمایه گذاری در سطح شرکت در ایالات متحده در بازه زمانی ۱۹۷۱-۲۰۱۱» تغییرات در پرتفو و رفتار تأمین مالی شرکت های غیرمالی در دوره پس از ۱۹۷۰م. و مالی سازی به همراه تغییر در سرمایه گذاری ثابت شرکت ها را مورد بررسی قرار می دهند. این مقاله با استفاده از مدل داده های تابلویی در سطح شرکت، به بررسی رابطه مالی سازی و سرمایه گذاری می پردازد. ایدئولوژی جدید ارزش سهامداران و نوسانات در سطح شرکت، به طور خاص، به عنوان ویژگی های اقتصاد ایالات متحده آمریکا پس از سال ۱۹۷۰م. شناسایی می شوند که با کاهش قابل توجه نرخ سرمایه گذاری شرکت های غیرمالی ارتباط دارد. همچنین تجزیه و تحلیل تفاوت های کلیدی را براساس اندازه شرکت برجسته می کند. به طوری که، ایدئولوژی جدید ارزش سهامداران در درجه اول بر شرکت های غیرمالی بزرگ تأثیر می گذارد، در حالی که نوسانات فزاینده بر شرکت های کوچک تأثیر بیشتری دارد.

«توری دنیل»<sup>۳</sup> و «اوناران»<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) در مقاله ای به بررسی اثرات مالی سازی بر سرمایه گذاری کشورهای بریتانیا (UK<sup>۳</sup>) در دوره ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۳م. پرداختند. آن ها به شواهد محکمی مبنی بر تأثیر سوءپرداخت های مالی و همچنین درآمدهای مالی بر میزان انباشت سرمایه دست یافتند. یافته های تحقیق نشان می دهد که جهت گیری روزافزون بخش غیرمالی به سمت فعالیت های مالی در نهایت منجر به کاهش سرمایه گذاری واقعی<sup>۴</sup> و متعاقباً کاهش رشد اقتصادی و همچنین نگرانی های طولانی مدت برای بهره وری اقتصادی می شود.

1. Dawyer

2. Tori Daniel & onaran

3. United Kingdom

4. Physical investment

«ژانگ»<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) این مقاله یک مدل پرتفوی برای تجزیه و تحلیل عوامل تعیین کننده در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری مالی در شرکت‌های غیرمالی چین را بررسی می‌کند. در این مطالعه برخلاف ادبیاتی که فرض می‌کند سرمایه‌گذاری مالی بدون ریسک می‌باشد، این مدل ریسک را در سرمایه‌گذاری‌های ثابت و مالی مجاز می‌داند. در این مدل با استفاده از داده‌های ترکیبی شرکت‌های فهرست شده در بازار سهام چین طی دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۶م. با فراوانی شش‌ماهه، به این نتیجه می‌رسد که در تصمیمات سرمایه‌گذاری مالی شرکت‌های غیرمالی، ریسک سرمایه‌گذاری ثابت وزن و اهمیت بیشتری نسبت به ریسک کل دارد. با این حال، نرخ شکاف بازده ریسک تعدیل شده مابین سرمایه‌گذاری مالی و ثابت هیچ نقشی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری مالی شرکت‌های چینی ندارند، که این نتیجه در تضاد کامل با نتایج استفاده از مدلی است که سرمایه‌گذاری‌های مالی را بدون ریسک فرض می‌کند. یافته‌های تحقیق با معیارهای جایگزین از قبیل: مالی‌سازی، ریسک سرمایه‌گذاری، و اندازه متفاوت بنگاه‌ها، ساختار مالکیت و دوره‌های زمانی متفاوت تأیید می‌شوند.

«فنگ»<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۲۱) در مقاله‌ای بررسی می‌کنند که آیا و چه‌طور تنوع کسب و کار بر مالی‌سازی شرکت‌های غیرمالی تأثیر می‌گذارد؟ با استفاده از داده‌های بازار چین، متوجه شدند که استراتژی تنوع کسب و کار به‌طرز قابل توجهی سرمایه‌گذاری شرکت‌های غیرمالی در دارایی‌های مالی را افزایش می‌دهد. به‌علاوه، تشدید مشکلات نمایندگی، افزایش ناکارآمدی سرمایه‌گذاری و ریسک عملیاتی زیاد از پیامدهای تنوع کسب و کار است که شرکت‌ها را وادار به نگهداری دارایی‌های مالی با ریسک زیاد می‌کند. از طرفی تنوع کسب و کار بر سرمایه‌گذاری مالی در شرکت‌های با سرمایه کوچک، شرکت‌های دولتی و شرکت‌هایی با مکانیسم نظارت ضعیف، قوی‌تر است. در نهایت، اثر تنوع بر مالی‌سازی شرکت‌ها در جایی که توسعه اقتصاد منطقه‌ای و قوانین و مقررات محیطی ضعیف باشد، بیشتر است.

«گنگولی»<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) در مقاله‌ای برای اولین بار به مطالعه در ادبیات مالی‌سازی برای درک تأثیر مالی‌سازی در مورد شرکت‌های غیرمالی در هند پرداخت. در این مطالعه مشخص شد که در مرحله توسعه سریع بازار سرمایه در هند، گرایش روبه رشدی در بنگاه‌های غیرمالی به‌وجود آمد که بنگاه‌ها به‌جای آن که منابع خود را در دارایی‌های فیزیکی سرمایه‌گذاری کنند ابزارهای مالی را توسعه دادند. از طرفی برخلاف نظریات موجود، شواهد تجربی کافی در راستای تأیید این فرضیه که سهامداران نهادی در کوتاه‌مدت تولید را در بخش غیرمالی کشور هند افزایش می‌دهند، وجود ندارد. این نتیجه مهم به ادبیات رو به رشد مالی‌سازی کمک می‌کند که نشان‌دهنده برخلاف اقتصادهای توسعه‌یافته، مجرای مالی‌سازی اقتصاد واقعی در کشورهای در حال توسعه کاهش عملکرد بخش صنعتی آن کشورها می‌باشد.

1. Zhang

2. Feng

3. Ganguly



«داویس»<sup>۱</sup> و «مک کورمک»<sup>۲</sup> (۲۰۲۱) در مقاله‌ای به تحلیل رابطه بین رکود صنعتی در اقتصاد آمریکا و مالی سازی در شرکت های غیرمالی پرداختند، با این پرسش که آیا شرکت ها در صناعی که پس از ۱۹۷۰م. رکود شدید را تجربه کردند وجوه بیشتری برای پرداخت سود سهامداران و به خصوص خرید مجدد سهام تخصیص دادند؟ رکود با استفاده از نسبت باران<sup>۳</sup> اندازه گیری شده است که میانگین سهم مازاد تخصیص یافته به سرمایه گذاری در یک صنعت را توصیف می کند. در این مطالعه به این نتیجه رسیدند شرکت های در صناعی با رکود شدیدتر (نسبت باران پایین تر) احتمال بیشتری برای باز خرید سهام را دارند و در بین این شرکت ها، میزان پرداختی بیشتری به سهامداران را پیش بینی می کنند. این نتایج حاکی از آن است که یکی از عوامل اساسی رفتار بنگاه مالی شده در سال های پس از ۱۹۸۰م. در آمریکا کاهش رشد در بخش غیرمالی اقتصاد می باشد.

در مورد ارتباط بین رشد اقتصادی و توسعه مالی همواره شناخت جهت علیت میان توسعه مالی و رشد اقتصادی به علت تأثیر آن در اتخاذ سیاست های متفاوت توسعه اقتصادی نه تنها برای اقتصاددانان و پژوهشگران؛ بلکه برای سیاست گذاران نیز از اهمیت فراوان برخوردار بوده است (راستی، ۱۳۸۸). اغلب تحلیل گران همچون: «مک کینون» (۱۹۷۳)، «شاو» (۱۹۷۳)، «کینگ» و «لوین»<sup>۴</sup> (۱۹۹۳) و «لوین» و «زروس»<sup>۵</sup> (۱۹۹۶) معتقدند تعمیق مالی<sup>۶</sup> می تواند سرعت رشد اقتصادی را افزایش دهد؛ در نتیجه سیاست گذاران باید توجهشان به ایجاد و ارتقاء مؤسسه های مالی معطوف باشد. برخی دیگر مانند: «پاتریک»<sup>۷</sup> (۱۹۹۶)، «لوکاس» (۱۹۸۸)، «جانگ»<sup>۸</sup> (۱۹۸۶)، «فریدمن» و «شوارتز»<sup>۹</sup> (۱۹۶۳)، «استرن»<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۹) و «آیرلند»<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۴) با این دیدگاه مخالفت کرده اند. آن ها معتقدند در صورت عدم وجود رابطه علی از توسعه مالی به رشد اقتصادی، سیاست هایی که با هدف توسعه و ارتقای واسطه های مالی صورت می گیرد، نمی تواند در فرآیند رشد مؤثر باشد (کمبجانی و نادعلی، ۱۳۸۶).

درباره ارتباط میان توسعه مالی و رشد، اقتصاددانان نظریه های مختلفی ارائه کرده اند. مطالعه های انجام شده در خصوص اثر گذاری توسعه مالی و رشد اقتصادی به چهار دسته تقسیم می شوند؛ در ایران نیز تحقیقات ارزشمندی صورت گرفته که به برخی از آن ها در جدول ۱، اشاره شده است.

1. Davis

2. McCormack

3. Baran Ratio

4. King & Levin

5. Levine & Zervos

6. Financial Deepening

در فرهنگ نامه مفاهیم پولی و بانکی (خلعتبری، ۱۳۷۷)، تعمیق مالی مترادف با تعمیق دارایی های مالی دانسته شده و این گونه تعریف شده است: «به حالتی گفته می شود که سرعت افزایش دارایی های مالی بیش از سرعت افزایش دارایی های غیرمالی باشد. در این حالت نسبت دارایی های مالی به دارایی های غیرمالی رو به افزایش می گذارد».

7. Patrich

8. Jung

9. Friedman & Schwartz

10. Stern

11. Irland

جدول ۱. دیدگاه‌های مرتبط با رابطه علیت توسعه مالی و رشد اقتصادی.

Tab. 1. Perspectives related to the causal relationship between financial development and economic growth

ردیف	عنوان دیدگاه	شرح دیدگاه	مطالعات مرتبط خارجی	مطالعات مرتبط داخلی
گروه اول	دیدگاه رهبری عرضه	به این معنا که سیاست‌گذاران با توسعه بخش مالی (از طریق افزایش سطح پس‌انداز، حجم سرمایه‌گذاری و بالا بردن کارایی سرمایه‌گذاری) می‌توانند به رشد دست‌یابند	مک کینون (۱۹۷۳)، شاو (۱۹۷۳)، کینگ و لوین (۱۹۹۳)، لوین و زروس (۱۹۹۶)، تاون سند <sup>۱</sup> (۱۹۷۹)، دیاموند <sup>۲</sup> (۱۹۸۴)، بوید و پرسکات <sup>۳</sup> (۱۹۶۸)	راسخی و رنجبر (۱۳۸۹)
گروه دوم	دیدگاه تقاضا	رشد اقتصادی منجر به توسعه مالی می‌شود و جهت علیت از رشد اقتصادی به توسعه مالی است.	راینسون (۱۹۵۲) و جانگ (۱۹۸۶) فریدمن و شوارتز (۱۹۶۳) و ایرلند (۱۹۹۴)	آرمن و همکاران (۱۳۸۷)، راستی (۱۳۸۹)، فطرس و همکاران (۱۳۸۹)
گروه سوم	علیت دوطرفه	به رابطه دوسویه رشد اقتصادی و توسعه مالی اعتقاد دارند.	گرینوودو اسمیت <sup>۴</sup> (۱۹۹۷)، لوینتل و خان <sup>۵</sup> (۱۹۹۹)، دمتریادیس و حسین <sup>۶</sup> (۱۹۹۶)	محمدی و همکاران (۱۳۹۳) فتحی و همکاران (۱۳۸۹) سخایی (۱۳۸۶)
گروه چهارم	بدون ارتباط	هیچ رابطه‌ای میان توسعه مالی و رشد اقتصادی وجود ندارد.	رم <sup>۷</sup> (۱۹۹۹)، داوسون <sup>۸</sup> (۲۰۰۳)، می‌یر و سیرز <sup>۹</sup> (۱۹۸۴)، استرن (۱۹۸۹) و لوکاس (۱۹۸۸)	دژیسند و بخارایی (۱۳۹۵)، تقوی و همکاران (۱۳۹۰)، حسینی و همکاران (۱۳۹۰)، عساری و همکاران (۱۳۸۶)، نظیفی (۱۳۸۳)، سیفی‌پور (۱۳۸۹)

در مطالعات داخلی فوق‌الذکر نماینده توسعه مالی بیشتر نظام بانکی بوده است و کمتر به تأثیر بازار بورس بر رشد اقتصادی یا بالعکس پرداخته شده است و یکی از مطالعات در این ارتباط، «خادم‌علیزاده» (۱۳۹۲)، در مقاله‌ای با عنوان تأثیر بازار سرمایه بر رشد اقتصادی در ایران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۷۰م. به این نتیجه رسید که در سطح کلان، رابطه مثبت و معناداری بین شاخص‌های بازار سرمایه و رشد اقتصادی در ایران مشاهده نمی‌شود. «حسن‌زاده» و «احمدیان» (۱۳۸۹) در مقاله‌ای به بررسی اثر توسعه بازار بورس بر رشد اقتصادی با استفاده از

1. Town Sand

2. Diamond

3. Boyd & Prescott

4. Green wood & Smith

5. Luintel & Khan

6. Demetriades & hussein

7. Ram

8. Dawson

9. Meir & Seers

روش داده های تابلویی برای کشورهای آلمان، انگلستان، آمریکا، کره جنوبی، مالزی، آرژانتین و ایران پرداختند. آن ها نتیجه می گیرند که با توجه به عدم توسعه یافتگی بورس تهران، اثر شاخص های توسعه بورس بر سرمایه گذاری و رشد اقتصادی بسیار ناچیز است.

«فتیحی» و همکاران (۱۳۹۲) در مقاله ای به تحلیل تأثیر مالی شدن بر سرمایه گذاری واقعی در شرکت های غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور، درآمد و هزینه های مالی به عنوان ابعاد مالی شدن و متغیرهای مستقل در نظر گرفته شدند و خالص سرمایه گذاری ثابت مشهود شرکت های غیرمالی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شدند. داده های مورد نیاز به صورت سالانه طی دوره زمانی ۸۷-۱۳۸۱ گردآوری شده و با استفاده از روش رگرسیون مبتنی بر داده های ترکیبی تجزیه و تحلیل هر یک از فرضیه ها انجام پذیرفت. براساس نتایج پژوهش، فرضیه اول مبنی بر ارتباط هزینه های مالی بر سرمایه گذاری واقعی شرکت ها پذیرفته شد. اما فرضیه دوم مبنی بر ارتباط درآمدهای مالی بر سرمایه گذاری واقعی رد شد.

«ابوذری» و همکاران (۱۳۹۷) در مقاله ای با عنوان: «بررسی پدیده مالی شدن در اقتصاد ایران» به بررسی پدیده مالی شدن در ایران و اثرش بر رشد اقتصادی می پردازد. این مطالعه با استفاده از آزمون علیت تودا و یاماماتو و ضرایب همبستگی به بررسی وقوع پدیده مالی شدن در ایران طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۳ می پردازد. نتایج نشان می دهد رشد بازار سرمایه اثر معنی داری بر رشد اقتصادی کشور دارد، در بلندمدت رشد بازار سرمایه اثر مستقیمی بر رشد اقتصادی داشته، اما از سه ماهه دوم سال ۱۳۹۲ تا سه ماهه سوم سال ۱۳۹۳ رشد بازار سرمایه اثر منفی بر رشد اقتصادی دارد که نشان دهنده وقوع پدیده «مالی شدن» در اقتصاد ایران است؛ به عبارت دیگر، به علت فضای کسب و کار نامساعد، تورم های دو رقمی و مزمن، ریسک های سیستماتیک بالا، شوک های ارزی، تحریم های اقتصادی و... عاملین اقتصادی تمایلی به سرمایه گذاری واقعی (در بخش تولید) نداشته و سود یا اصل دارایی خود را از بخش واقعی به بخش مالی انتقال می دهند.

با توجه به مطالعات قبلی، در کشور ایران بیشتر به بررسی رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی یا رشد بازار سرمایه و رشد اقتصادی پرداخته شده است که نتایج متفاوتی نیز داشته، و همچنین در دو مطالعه صورت گرفته درخصوص مالی سازی در یک مطالعه به بُعد کلان مالی سازی پرداخته شده است و رشد بازار سرمایه به طور کلی نماینده مالی سازی در اقتصاد در نظر گرفته شده است و در مطالعه دیگر به بُعد خرد مالی سازی پرداخته شده است؛ یعنی مالی سازی را در سطح بنگاه های غیرمالی مورد بررسی قراردادند، و به لحاظ موضوعی به این مطالعه نزدیکی بیشتری دارد، متغیرهای مستقل صرفاً درآمد و هزینه مالی سازی و سایر متغیرهای درون بنگاهی نظیر فروش و سود را در مدل لحاظ کرده اند. در این مطالعه علاوه بر بسط مدل درون بنگاهی و اضافه کردن متغیر سود انباشته به مدل، سایر متغیرهای کلان و بین بخشی مؤثر بر سرمایه گذاری واقعی بنگاه ها به عنوان متغیرهای مستقل مدل در نظر گرفته شده است. در این راستا و برای تخمین مدل برای آن که تأثیر مالی سازی را بر شرکت های غیرمالی فعال در بخش های مختلف اقتصادی و با مالکیت های مختلف سنجدیده شود از روش داده های تابلویی چندسطحی استفاده شده است.

## ۳. روش‌شناسی پژوهش

## ۳-۱. تصریح الگو و معرفی داده‌ها

در نظریهٔ پساکینزی انباشت سرمایه یک روند ذاتی دینامیک است (کالسکی، ۱۹۵۴؛ لویز و مت، ۱۹۹۸). سرمایه‌گذاری فیزیکی یک پدیدهٔ برگشت‌ناپذیر است. فرآیندهای مختلف تأمین مالی در برنامه‌های سرمایه‌گذاری در بازه‌های زمانی مختلف همپوشانی دارند و میزان انباشت سرمایه در گذشته و آینده را به گواه تأیید تحقیقات تجربی قبلی، پیوند می‌دهد (فورد و پورت، ۱۹۹۱؛ کوپک و براومن، ۲۰۰۱؛ اورهانگازی، ۲۰۰۸؛ آریستیس و همکاران، ۲۰۱۲)؛ از این‌رو، در همهٔ الگوهای ارزیابی شده، تأثیر متغیرهای مستقل و کنترلی بر روی سرمایه‌گذاری واقعی به‌صورت آنی نبوده و با گذشت زمان صورت می‌گیرد؛ زیرا بین تصمیم سرمایه‌گذاری و هزینه‌های سرمایه‌گذاری و نقش آن‌ها در شکل‌گیری انتظارات، تأخیر زمانی وجود دارد.

برای تجزیه و تحلیل آثار بالقوهٔ مالی‌سازی در بازار سرمایهٔ ایران، مدل این تحقیق براساس مدل سرمایه‌گذاری «توری دنیل» و «اوناران» (۲۰۱۸) توسعه یافته است و به‌جای داده‌های بین‌کشوری از داده‌های شرکت‌های فعال در بخش غیرمالی بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده و تأثیر فعالیت‌های مالی بر سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها به‌صورت خُرد ارزیابی شده است. علاوه‌بر آن سایر متغیرهای بین‌بخشی و سطح کلان که بر سرمایه‌گذاری واقعی تأثیر دارند در قالب یک مدل داده‌های تابلویی چندسطحی به مدل اضافه شده است.

در این‌راستا معادلهٔ (۱) الگوی اساسی را ارائه می‌دهد و در آن میزان انباشت  $I/K$  برابر است با:

$$\begin{aligned} \left(\frac{I}{K}\right)_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \sum_{j=1}^2 \left(\frac{I}{K}\right)_{it-j} + \beta_2 \sum_{j=1}^2 \left(\frac{Pr}{K}\right)_{it-j} + \beta_3 \sum_{j=1}^2 \left(\frac{S}{K}\right)_{it-j} + \\ & \beta_4 \sum_{j=1}^2 \left(\frac{\pi_F}{K}\right)_{it-j} + \beta_5 \sum_{j=1}^2 \left(\frac{F}{K}\right)_{it-j} + \beta_6 \sum_{j=1}^2 \left(\frac{RI}{K}\right)_{it-j} + \beta_7 \sum_{j=1}^2 \left(\frac{AS}{K}\right)_{it-j} + \\ & \beta_8 \sum_{j=1}^2 \left(\frac{Gr}{K}\right)_{it-j} + \beta_9 \sum_{j=1}^2 \left(\frac{Tx}{K}\right)_{it-j} + \beta_{10} \sum_{j=1}^2 \left(\frac{Cr}{K}\right)_{it-j} + \beta_{11} \sum_{j=1}^2 \left(\frac{Lo}{K}\right)_{it-j} + \\ & \beta_{12} \sum_{j=1}^2 \left(\frac{Sn}{K}\right)_{it-j} + \beta_{13} \beta_t + \varepsilon_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

در این معادله،  $I$  یا سرمایه‌گذاری مقدار اضافه شده به دارایی‌های ثابت که نمایانگر سرمایه‌گذاری واقعی است؛  $K$  موجودی سرمایهٔ خالص است؛  $\Pi$  درآمد عملیاتی خالص است؛  $CD$  سودهای نقد پرداخت شده است؛  $(\pi - CD = Pr)$  سودهای انباشته را تعریف می‌کند؛  $S$  فروش خالص است؛  $F$  مجموع سودهای نقدی پرداخت شده و بهرهٔ پرداختی به بدهی،  $\pi_F$  کل درآمدهای غیرعملیاتی (مالی) به‌عنوان بهره و مجموع سودهای دریافتی به‌وسیلهٔ شرکت،  $\beta_t$  نیز شاخص بنگاه می‌باشد.

سپس تعدادی متغیر کنترلی که در بخش کلان اقتصادی بر روی سرمایه گذاری بنگاه ها مؤثر هستند به مدل اولیه مطالعه اوناوان اضافه شد که دلایل ورود متغیرها به مدل اختصاراً بدین شرح است:  $GR$  رشد تولید ناخالص غیرنفتی است مطابق مطالعه «کلارک»<sup>۱</sup> (۱۹۱۷) تغییر در تولید، مخارج سرمایه گذاری را متأثر می سازد. این عامل به «اثر شتاب» معروف است. تولید همچنین نقشی مهم در سرمایه گذاری از دیدگاه نئوکلاسیک ایفا می کند که به وسیله «جورگنسون» تبیین گردید.  $AS$  موجودی سرمایه خالص است و  $Ri$  نرخ بهره حقیقی بخش های مختلف می باشد. تأثیر نرخ بهره بر سرمایه گذاری خصوصی اولین بار توسط جورجسون (۱۹۶۳) مدل سازی شد. در این رویکرد که به عنوان «رویکرد نئوکلاسیک» معروف است، موجودی سرمایه مطلوب به عنوان تابعی از تولید واقعی و هزینه فرصت سرمایه در نظر گرفته شده که در آن موجودی سرمایه مطلوب به طور مستقیم با تولید و به طور معکوس با هزینه فرصت سرمایه در ارتباط است.  $Cr$  تأثیر نرخ ارز را نشان می دهد، با افزایش نرخ ارز و کاهش قدرت خرید پول، در واقع هزینه سرمایه گذاری افزایش می یابد و همچنین ممکن است ملاک های ارزش فعلی و نرخ بازدهی طرح سرمایه گذاری کاهش یافته و افراد را از سرمایه گذاری منصرف نماید (خراج، ۱۳۸۲). «رفای» (۱۹۹۵)، «سرون» و «سلیمان» (۱۹۹۲) استدلال نمودند که افزایش در نرخ ارز حقیقی می تواند منجر به افزایش قیمت کالاهای واسطه و سرمایه ای وارداتی گردیده و سرمایه گذاری را در این دو گروه کشورها تنزل دهد. و  $TX$  نسبت مالیات بر شرکت ها و مؤسسات به کل درآمدهای دولت می باشد، در برخی مطالعات نظری و تجربی تأثیر سیاست های مالیاتی بر سرمایه گذاری مورد تأکید قرار گرفته است. مالیات بر شرکت ها به عنوان مالیات بر درآمد سرمایه، ارتباط بیشتری با سرمایه گذاری دارد. مطالعات «سامر» (۱۹۹۸)، «والدی» و «مدینا» (۱۹۹۸) و «وردواو» (۲۰۰۴) نشان داد که مالیات ها از کانال سرمایه، سرمایه گذاری را تحت تأثیر قرار می دهند، و کاهش مالیات بر درآمد شرکت ها، یکی از عوامل رشد ناگهانی سرمایه گذاری خواهد بود.  $LO$  مانده تسهیلات اعطایی بخش های مختلف اقتصادی است، زمانی که به مطالعه اقتصادهای در حال توسعه پرداخته می شود، اعتبارات اختصاص یافته بانکی به بخش خصوصی عامل مهمی در سرمایه گذاری خصوصی محسوب می شود. «مک کینون» و «شاو» (۱۹۷۳)، «رفای» (۱۹۸۸) و «گرین» و «ویلانو» (۱۹۹۱) سرمایه گذاری خصوصی را تابع مثبتی از موجودی واقعی پول دانسته اند؛ یعنی این که سرمایه گذاران در این کشورها به دلیل محدودیت دستیابی به منابع مالی از طریق بازار پول یا سرمایه، وضعیت خود را نسبت به موجودی نقدی انباشته شده مورد ارزیابی قرار می دهند. همچنین  $Sa$  شاخصی برای تحریم می باشد؛ طبق نگرش نئوکلاسیک، تحریم ها می توانند کاهش تجارت بین المللی، کاهش سرمایه گذاری در کشور تحریم شده، عدم انعطاف پذیری در ساختار و ترجیحات مصرف و تولید و در نتیجه کاهش انعطاف پذیری بازار کار را به همراه داشته باشد. مهم ترین این مجراها همان تغییرات در تجارت و تولید و سایر متغیرهای وابسته به این بخش ها مانند سرمایه گذاری و اشتغال است (گرشاسبی، ۱۳۹۰).

$F$  و  $\pi_F$  نشان دهنده تأثیر احتمالی مالی سازی بر روی سرمایه گذاری هستند، با توجه به فرضیه های تحقیق انتظار ما بر این است که هرچه مقدار متغیرهای مالی سازی افزایش یابد سرمایه گذاری واقعی شرکت کاهش یابد. از طرفی در مدل مورد استفاده تمایز واضح بین فعالیت های عملیاتی و غیر عملیاتی در بنگاه ها قائل می شویم و در

1. Clark (1917)

مدل سرمایه‌گذاری به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده مالی‌سازی، جریان‌های ورودی و خروجی مالی، یعنی مجموع سودهای نقدی پرداخت شده و بهره‌پرداختی به‌دهی را به‌عنوان جریان‌های خروجی شرکت‌های غیرمالی و کل درآمدهای غیرعملیاتی را (نظیر درآمد بهره و مجموع سودهای دریافتی) به‌عنوان جریان‌های ورودی شرکت‌های غیرمالی لحاظ می‌کنیم. اما باید توجه داشت که در آزمون تجربی مدل پژوهش، مقادیر متغیرهای مستقل و کنترلی با تأخیر زمانی یک ساله استفاده می‌شود؛ زیرا تأثیرگذاری این متغیرها بر سرمایه‌گذاری واقعی به‌صورت آنی نبوده، با گذشت زمان صورت خواهد گرفت؛ لذا همان‌طور که در معادله (۱) ملاحظه می‌شود متغیرها با تأخیر وارد مدل شده است.

### ۳-۲. معرفی الگوی پانل دیتای چندسطحی

مدل‌سازی چندسطحی<sup>۱</sup> به بیش از نیم‌قرن برمی‌گردد؛ زمانی که دانشمندان علوم اجتماعی با این واقعیت هماهنگ شده‌اند که آن‌چه در سطح گروه واقعیت دارد لزوماً در سطح فردی صادق نیست. مثال سنتی آن درصد سواد و درصد آمریکایی‌های آفریقایی تبار بود. با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده در سطح ایالت ۵۰ ایالت آمریکا در دهه ۱۹۳۰م. به‌عنوان داده‌های نمونه، «رابینسون» (۱۹۵۰) دریافت که همبستگی زیادی مابین نژاد و بی‌سوادی وجود دارد. با این حال، هنگام استفاده از داده‌های سطح فردی، همبستگی بسیار پایین‌تر مشاهده شد. این تفاوت از این واقعیت ناشی می‌شود که ایالت‌های جنوبی، که آمریکایی‌های آفریقایی تبار زیادی را شامل می‌شدند، بی‌سوادی زیادی از همه نژادها داشتند. رابینسون سوءتفسیرهای احتمالی مبتنی بر داده‌های جمع‌آوری شده، مانند داده‌های سطح دولتی، را نوعی «مغالطه اکولوژیکی»<sup>۲</sup> توصیف کرد (هم‌چنین ر. ک. به: کلنسی و همکاران، ۲۰۰۳). در مقاله کلاسیک دیویس و همکاران (۱۹۶۱)، همین مشکل از نظر آثار درون‌گروهی در مقابل بین‌گروهی، مربوط به آثار سطح فردی و سطح گروهی بود. عملکرد اصلی مدل‌سازی چندسطحی این است که آثار فردی درون‌گروهی را از آثار کلی بین‌گروهی جدا می‌کند.

مانند سایر تکنیک‌های کمی، محقق نباید براساس داده‌ها به نتایج مطالعه برسد؛ بلکه درمورد مشکلات چندسطحی، محقق باید نظریه‌ای چندسطحی درمورد روابط بین متغیرهای مورد مطالعه داشته باشد. باید به‌وسیله ادبیات تجربی، قیاس مثال‌های مختلف یا استنباط از مبانی نظری استدلال منطقی وجود داشته باشد، که سطح بالا را در یک مدل چندسطحی به سطح پایین پیوند می‌دهد؛ برای مثال، نشان دادن تأثیر قابل توجه مدرسه بر نمرات ریاضی دانش‌آموزان کافی نیست. همچنین باید درمورد چگونگی به‌وجود آمدن این اثر بحثی شکل بگیرد؛ به‌عنوان مثال، ممکن است این‌طور استدلال شود که مدارس با بودجه بیشتر به معلمان حقوق بیشتری می‌دهند و آن‌ها را ترغیب می‌کند تا عملکرد دانش‌آموز بهتری داشته باشند، یا ممکن است استدلال شود که مدارس که در آن‌ها

1. Multilevel Modeling

2. Ecological Fallacy

میانگین وضعیت اجتماعی-اقتصادی (SES) دانش آموزان بالاتر است، نتایج آزمون بهتری دریافت می کنند؛ زیرا هم کلاسی های دانش آموزان دارای SES بالاتری هستند. ممکن است نظریه های چندسطحی وجود داشته باشد که هر یک متغیرهای دیگری را که نیاز است در مدل گنجانده شوند، پیشنهاد می کند؛ به طور کلی، مدل های چندسطحی به نظریه هایی در مورد واسطه گری بین سطوح نیاز دارند.

### - نحوه عملکرد مدل های چندسطحی

یک مطالعه آموزشی با داده هایی از دانش آموزان در تعداد زیادی مدرسه را جهت پیش بینی سطح دانش آموزان هر مدرسه  $Y$  در یک آزمون استاندارد و نمراتشان در یک پیش آزمون  $X$  و دیگر اطلاعات در نظر بگیریم. برای هر مدرسه بنا بر پارامترها و ویژگی های خاص آن مدرسه (مانند: وضعیت اقتصادی و اجتماعی آن، محله یا موقعیت مکانی مدرسه، دولتی یا خصوصی بودن آن، و غیره) می توان یک مدل رگرسیونی مجزا تخمین زد. رگرسیون سطح دانش آموزان و سطح مدرسه در اینجا دو سطح از مدل چندسطحی هستند (گلمن، ۲۰۰۷).

به طور کلی، یک مدل چندسطحی، رگرسیون (یک مدل خطی یا کلی) می باشد که در آن پارامترها - ضرایب رگرسیون - با ارائه یک مدل احتمالی برآورد می شوند. این مدل دوسطحی دارای پارامترهای خاص خودش است - پارامترهای خارج از مدل - نیز از داده ها تخمین زده می شود. دو بخش کلیدی یک مدل چندسطحی ضرایب متغیر و یک مدل برای ضرایب مختلف می باشد (که خود می تواند شامل برآوردکننده های سطح گروه باشد). رگرسیون کلاسیک گاهی اوقات می تواند ضرایب متفاوتی را با استفاده از متغیرهای شاخص تطبیق دهد. ویژگی که مدل های چندسطحی را از رگرسیون کلاسیک متمایز می کند، در مدل سازی تغییرات بین گروه ها است (گلمن، ۲۰۰۷).

### - مدل های ضرایب رگرسیون

در مدل این تحقیق برای آن که اثرات سطوح مختلف از یک دیگر تفکیک شود چهار سطح در نظر گرفته شده است و دلیل اصلی آن گستردگی نوع فعالیت های غیرمالی شرکت های بورس اوراق بهادار می باشد؛ به طوری که دامنه فعالیت شرکت ها به طور کامل هر چهار بخش اصلی اقتصاد را دربر می گیرند، و هر بخش زیربخش های مختلف داشته و هر زیربخش از گروه های مختلف فعالیت تشکیل شده اند (در پیوست نمایان است). از طرفی تأثیر هر یک از متغیرهای مستقل نظیر نرخ ارز یا تحریم بر گروه های فعالیتی زیربخش ها متفاوت بوده پس می بایست با تفکیک گروه ها و سطح بندی بیشتر، تأثیر متغیرهای مستقل را به صورت مجزا بر هر سطح سنجید و در نتیجه تخمین برآوردهای مدل از اعتبار بیشتری برخوردار خواهد بود. جهت تأثیر نوع مالکیت بر حاکمیت شرکتی نیز نیاز به تفکیک شرکت ها به سه دسته اصلی دولتی، خصوصی و عمومی غیردولتی شد؛ در نهایت چهار سطح مورد نظر برای تخمین مدل داده های تابلویی چندسطحی به صورت ذیل طبقه بندی شد.

1. Socioeconomic status

2. Hyperparameter

**سطح اول (id1):** سطح بخش‌های اصلی اقتصاد که شرکت‌ها در چهار بخش اصلی (کشاورزی، صنعت، خدمات و معدن) قرار می‌گیرند.

**سطح دوم (id2):** سطح دوم زیربخش‌های سطح بخش‌های اصلی اقتصاد می‌باشد، به‌عنوان نمونه در بخش معدن، زیربخش‌های آن نظیر: استخراج کانه‌های فلزی، استخراج ذغال‌سنگ، استخراج نفت‌گاز و خدمات جنبی جز اکتشاف و فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای از یک‌دیگر تفکیک شده‌اند.

**سطح سوم (id3):** زیربخش‌های سطح دوم می‌باشد که به‌عنوان نمونه در بخش اصلی معدن و زیربخش استخراج کانه‌های فلزی خود به سه گروه استخراج آهن، استخراج کانه‌های فلزی غیر آهن و استخراج سایر کانه‌های فلزی دسته‌بندی می‌شود و به‌همین صورت سایر زیربخش‌ها به گروه‌های مختلف دسته‌بندی می‌شوند.

**سطح چهارم (id4):** کل این بنگاه‌های مورد بررسی در زمینه مالکیت به سه دسته اصلی خصوصی، دولتی و عمومی غیردولتی تقسیم‌بندی می‌شوند.

### ۳-۳. جامعه و نمونه آماری

داده‌ها و اطلاعات موردنیاز برای انجام پژوهش به روش کتابخانه‌ای و عمدتاً از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌های نمونه، گزارش‌های هفتگی، ماهانه، سالنامه‌ها و آمار بورس اوراق بهادار تهران، بانک‌های اطلاعاتی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار احصا می‌گردد. نمونه‌گیری صورت گرفته به‌صورت روش حذف سیستماتیک خواهد بود. ابتدا تعداد کل شرکت‌های واقع در تالار اصلی بورس (بدون شرکت‌هایی که در فرابورس هستند) را در نظر می‌گیریم و سپس شرکت‌هایی که در زمینه حوزه مالی و بیمه (خدمات واسطه‌گری مالی، بانکی و بیمه) فعالیت انجام می‌دهند، از جمله: بانک‌ها، سرمایه‌گذاری‌های مالی، کارگزاری‌ها و شرکت‌های بیمه و... از این فهرست حذف می‌گردد؛ سپس با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌ها، آن‌هایی که داده‌هایشان از سال ۱۳۸۸ موجود و پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند می‌باشد، انتخاب می‌گردند.

آمار و داده‌ها شامل ویژگی‌های ذیل خواهد بود:

- به‌منظور قابل‌قیاس بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند می‌باشد.
- معاملات سهام آن‌ها طبق دوره پژوهش بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نشده باشد.
- به‌منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت آن‌ها تولیدی باشد.
- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این پژوهش در دسترس باشد.
- داده‌های مربوط به درآمدها و هزینه‌های مالی را ارائه کرده باشند.



با توجه به شرایط و محدودیت های موردنظر، از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شرکت های منتخب فعال در حوزه های غیرمالی خواهند بود.

همچنین سایر داده های مورد نیاز پژوهش از مرکز آمار ایران و بانک مرکزی و در بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۸ گردآوری شده است. در پژوهش حاضر برای تحلیل مدل از مجموعه داده های ترکیبی استفاده شده است؛ بدین ترتیب که ۷۹ شرکت در طول زمان مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار داده می شوند.

#### ۴. نتایج برآورد مدل

در این بخش ابتدا به نتایج اثرات تصادفی سطوح مختلف پرداخته و نتایج آن را تفسیر می کنیم و سپس به تفسیر نتایج تخمین مدل اصلی و تأثیر متغیرهای مستقل مدل بر متغیر وابسته خواهیم پرداخت.

جدول ۲. نتایج اثر تصادفی تخمین مدل چندسطحی

Tab. 2. Random effect results of multilevel model estimation

Random-effects Parameters	Estimate	Std.Error	P.Value
Id	۰.۰۱۹۶۲۶۳	۰.۰۰۱۵۰۵۴	۰.۰۲۲۸۱۰۲
Id1	۰.۰۱۸۲۶۷۱	۰.۰۰۱۲۰۹۱	۰.۰۲۰۷۹۷۵
Id2	۰.۰۱۹۰۶۵۲	۰.۰۰۱۴۳۴۸	۰.۰۲۲۰۹۵۵
Id3	۰.۰۱۸۴۲۲۶	۰.۰۰۱۲۴	۰.۰۲۱۰۲۰۵
Id4	۰.۰۱۸۳۷۵	۰.۰۰۱۲۳۰۷	۰.۰۲۰۹۵۲۶
Residual: AR (3)			
Phi1	۰.۴۳۴۰۲۰۷	۰.۰۱۶۳۸۸۱	۰.۴۶۶۱۴۰۷
Phi2	۰.۱۳۶۱۹۲۹	۰.۰۱۷۲۴۱۲	۰.۱۶۹۹۸۵
Phi3	-۰.۱۳۹۶۰۶۲	۰.۰۱۸۱۴۸۷	-۰.۰۹۴۰۳۵۵
Sd(e)	۰.۰۸۸۱۰۳۸	۰.۰۰۱۴۶۶۶	۰.۰۹۱۰۲۵۶

منبع: محاسبات تحقیق.

در جدول فوق برای هر یک از جملات id1, id2, id3, id4 که نشان دهنده چهار سطح متفاوت در مدل می باشند یک جمله با اثرات تصادفی در نظر گرفتیم که با توجه به معنی داری هر چهار جمله در سطح معنی داری ۹۵٪ نشان از ضرورت سطح بندی مدل را می دهد و در غیر این صورت می توانند متغیرهای دارای اثرات مثبت یا منفی در مدل به غلط دارای اثر شناسایی می شوند و بالعکس. پس می توان نتیجه گرفت که به درستی مدل داده های تابلویی چندسطحی انتخاب شده است و در این مدل اثر متغیرهای مستقل مدل در سطوح مختلف اعم از بخش ها و زیربخش های اقتصادی و نوع مالکیت شرکت ها اثرات متفاوتی بر سرمایه گذاری واقعی شرکت های غیرمالی

بورسی خواهند داشت؛ یعنی به عبارتی اثرات مالی سازی بر شرکت های معدنی متفاوت از این اثر بر شرکت های حوزه خدمات یا کشاورزی می باشد.

در ضرایب idها در جدول فوق، ضریب id معادل 0.019 برآورد شده است که عدم صفر بودن آن نشان دهنده وجود اثر تصادفی مربوط به id یا همان سطح مورد نظر است. در نتیجه با سطح بندی صورت گرفته متغیر وابسته مدل یا همان سرمایه گذاری واقعی با توجه به برآورد id مسیر آن متفاوت خواهد بود و سطح بندی صورت گرفته بر متغیر وابسته مدل مؤثر می باشد. در این راستا همان طور که در ادامه توضیح داده شده اثر تصادفی هر چهار سطح بر متغیر وابسته تأیید شده است. همچنین id4 که معرف سطح نوع مالکیت شرکت از نوع خصوصی، دولتی و عمومی غیر دولتی می باشد ضریب آن ۰.۰۱۸ و غیر صفر می باشد، در نتیجه نشان دهنده اثر تصادفی این گروه بر سرمایه گذاری فیزیکی می باشد.

ضریب id3 معادل ۰.۰۱۸۴ می باشد و معرف گروهی از شرکت ها است که در سطح سوم دسته بندی یک بخش قرار می گیرند به عنوان نمونه شرکت های فرآورده های نفتی اگر در ساخت فرآورده های نفتی تصفیه شده باشند تا تولید محصولات پالایش پتروشیمی اثرات تصادفی متغیر مستقل بر سرمایه گذاری واقعی متفاوت خواهد بود. به همین صورت ضریب id2 معادل ۰.۰۱۹۰ می باشد و معرف گروهی از شرکت ها است که بعد از بخش های اصلی اقتصاد در سطح دوم قرار می گیرند و به عنوان نمونه اثرات شرکت ها در محصولات شیمیایی، کاشی و سرامیک و سیمان، آهک و گچ در بخش صنعت اثر تصادفی بر متغیر مستقل را به صورت مجزا لحاظ می کند. ضریب id1 معادل ۰.۱۸۲ می باشد و ضریب گروه بندی شرکت ها در چهار بخش اصلی اقتصاد، یعنی کشاورزی، صنعت، معدن و خدمات می باشد و نشان دهنده اثر متفاوت متغیرهای مستقل در این گروه بر متغیر وابسته می باشند.

### جدول ۳. نتایج مربوط به معنی داری متغیرهای مدل تحقیق

Tab. 3. The results related to the significance of the variables of the research model

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره z	P.Value
عرض از مبدأ	C	۰.۰۶۳۲۰۲۳	۷.۷۷	۰.۰۷۹۱۴۶۳
فروش	S	۰.۰۰۳۲۵۵۸	۱۰.۸۴	۰.۰۰۲۸۴۴۵
سود انباشته	Pr	۰.۰۰۳۴۲۴۱	۱.۵۹	۰.۰۰۴۰۵۸۱
مخارج مالی	F	-۰.۰۰۶۴۸۵	-۶.۶۱	-۰.۰۰۴۵۶۰۸
درآمدهای مالی	$\pi_F$	-۰.۰۴۶۹۲۸	-۹.۸۳	-۰.۰۳۷۵۷۴۶
به تفکیک بخش ها GDP رشد	Gr	۰.۰۰۰۲۴۵۷	۳.۷۹	۰.۰۰۰۳۷۲۷
نرخ بهره حقیقی به تفکیک بخش ها	Ri	-۰.۰۰۰۶۱۷۳	-۵.۳۶	-۰.۰۰۰۳۹۱۵
موجودی سرمایه خالص به تفکیک بخش ها	As	-۱.۸۷e-۰۰۸	-۵.۵۹	-۰.۰۰۰۰۰۱۲۲
مانده تسهیلات اعطایی به تفکیک بخش ها	Lo	۴.۴۳e-۰۰۸	۱۵.۲۴	۰.۰۰۰۰۰۰۵
نرخ ارز	Cr	۲.۰۱e-۰۰۶	۱۷.۵۵	۰.۰۰۰۰۲۲۴
نسبت مالیات بر شرکت ها به کل درآمد	Tx	-۰.۱۶۷۲۱۹۵	-۳.۳۵	-۰.۰۰۷۰۲۲۰۶
تحریم اقتصادی بین المللی	Sa	-۰.۰۲۸۱۰۸۳	-۸.۸۳	-۰.۰۲۱۸۶۹۹

منبع: محاسبات تحقیق.

با توجه به تخمین نتایج زیر حاصل شده است:

همان طور که از نتایج جدول فوق برمی آید فرضیه تحقیق مبنی بر اثرگذاری منفی مخارج مالی و درآمدهای مالی به عنوان متغیرهای نماینده مالی سازی در شرکت های غیرمالی بورس اوراق بهادار بر سرمایه گذاری مورد تأیید قرار گرفت. در توجیه تأثیر منفی ضرایب فوق بر سرمایه گذاری واقعی، در مورد درآمدهای مالی؛ افزایش سهم درآمدهای مالی انگیزه مالکان و مدیران شرکت را برای کاهش سرمایه گذاری واقعی تقویت می کند و به تدریج آن ها را از سرمایه گذاری پر خطر و نامطمئن به سمت سرمایه گذاری مطمئن یا کم ریسک سوق می دهد. به خصوص زمانی که فرصت های کسب سود در بازارهای مالی بهتر از بازارهای تولید محور باشد، این امر باعث ایجاد انگیزه بیشتر برای سرمایه گذاری در دارایی های مالی و انگیزه کمتر برای سرمایه گذاری در دارایی های واقعی می شود. که با توجه به دوران رونق بازار در دوره مورد بررسی این انگیزه توسط شرکت ها افزایش یافته است.

در مورد مخارج مالی شرکت نیز افزایش مخارج مالی یا به دلیل افزایش سود تقسیمی است که افزایش سود پرداختی به صاحبان سهام موجب کاهش سرمایه گذاری واقعی می شود؛ چراکه در اینجا نیز اصلی ترین مسأله مورد بحث حاکمیت شرکتی، یعنی تعارض منافع مالکیت و مدیریت در میان است و از این رو همواره خاستگاه مالکین شرکت ها این است که با افزایش جریان نقدی به جای سرمایه گذاری در اهداف بلندمدت شرکت، سود میان سهامداران توزیع شود. دلیل دوم رشد مخارج مالی شرکت افزایش پرداخت های بهره ای است که نشان از افزایش نسبت اهرمی شرکت و روی آوردن شرکت به استقراض به جای انتشار سهام (افزایش سرمایه) دارد که این موضوع ریسک شرکت و آسیب پذیری شرکت را افزایش می دهد و بازدهی احتمالی پروژه ها را کاهش می دهد. در ادبیات نظری هم نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام یا نسبت بدهی به سرمایه در مدل های سرمایه گذاری با این ایده استفاده شده است که سطوح بالای بدهی نشان دهنده شکنندگی مالی در شرکت هاست که اثرات منفی بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها دارد. «اورهانگازی» (۲۰۰۸) نیز بر این موضوع تأکید دارد که با افزایش نسبت بدهی، مدیران و سهامداران در معرض خطر فزاینده ای از دست دادن کنترل شرکت خود هستند. رابطه بین سرمایه گذاری و بدهی باید به سطح بدهی که توسط مدیریت شرکت و بازارهای مالی ایمن تلقی می شود، بستگی داشته باشد. اگر سطح بدهی بالاتر از سطح امن تصور شود، افزایش در کل بدهی تأثیر منفی بر سرمایه گذاری خواهد داشت.

با توجه به نتایج سطح بندی ها در جدول فوق براساس نتایج تخمین از روش داده های تابلویی چندسطحی حالت اثرات متغیر، متغیرهای فروش (در سال)، سود انباشته (درآمدهای عملیاتی خالص - سودهای نقدی پرداخت شده)، رشد تولید ناخالص داخلی، مانده تسهیلات اعطایی به تفکیک بخش ها و نرخ ارز تأثیر معنی دار (در سطح معنی داری ۹۹٪) و مثبتی بر سرمایه گذاری واقعی بنگاه های مورد بررسی داشته اند. نتایج به دست آمده با مطالعات ذکر شده در تبیین مدل به جز در متغیر نرخ ارز هم راستا می باشد. در مورد نرخ ارز، انتظار بر این است که با افزایش نرخ ارز در واقع منجر به افزایش قیمت کالاهای واسطه و سرمایه ای وارداتی گردیده، هزینه سرمایه گذاری افزایش یافته و شرکت ها را از سرمایه گذاری منصرف نماید؛ اما به نظر می رسد این گونه نبوده است؛ البته در مطالعات داخلی در این مورد بر خورداری دورباش (۱۴۰۰) در مطالعه اثرات شوک نرخ ارز بر ارزش صنایع منتخب در بورس اوراق بهادار تهران

نحوه اثرپذیری ارزش شرکت‌های فعال در صنایع مختلف متناسب با نوع تولید و ارائه خدمات در هر یک از شرکت‌ها متفاوت ارزیابی کردند. در بین صنایع منتخب، ارزش شرکت‌های فعال در صنایع محصولات غذایی و آشامیدنی نسبت به شوک ارزی در کل دوره مورد بررسی واکنش مثبت و در صنعت خودرو و ساخت قطعات واکنش منفی نشان داده است. از طرفی نرخ بهره حقیقی به تفکیک بخش‌ها و نسبت مالیات بر شرکت‌ها به کل درآمد و تحریم‌های بین‌المللی اثر معنی‌دار (در سطح معنی‌داری ۹۹٪) و منفی بر سرمایه‌گذاری واقعی بنگاه‌های مورد بررسی داشته است.

## ۵. نتیجه‌گیری

مطالعات بر نقش انباشت سرمایه فیزیکی در رشد اقتصادی کشورها و همچنین تأثیر بازارهای مالی در ایجاد و توسعه سرمایه فیزیکی در برخی کشورها تأکید دارند. حال اگر رشد بازارهای مالی بسیار بیشتر از بخش واقعی اقتصاد باشد و عدم تناسب مابین دو حوزه واقعی و مالی اقتصاد مشاهده گردد به اصطلاح «مالی‌سازی» در اقتصاد رخ می‌دهد. رشد بی‌سابقه در بازارهای مالی و رشد منفی تولید ناخالص داخلی در برخی سال‌های مورد بررسی نشان از رشد مستقل از بخش واقعی بازارهای مالی دارد. تأثیر مالی‌سازی به‌طور مستقیم بر شاخص‌هایی از اقتصاد نظیر توزیع عادلانه منابع و ثروت، حقوق و دستمزد نیروی کار و سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها و... می‌باشد. در این مطالعه به دنبال پاسخ به این پرسش هستیم که مالی‌سازی چه تأثیری بر سرمایه‌گذاری واقعی بنگاه‌های اقتصادی دارد. در این راستا نمونه ما برای تحقیق شرکت‌های بورس اوراق بهادار بوده و به دلیل آن که شرکت‌های بورسی که در حوزه مالی فعالیت دارند بررسی مالی‌سازی در آن شرکت‌ها به‌واسطه فعالیت ذاتی‌شان، ما را دچار خطای در تحلیل می‌کند؛ نمونه مورد مطالعه فقط شرکت‌های فعال در حوزه غیرمالی، می‌باشد، لذا نمونه‌گیری صورت گرفته به‌صورت روش حذف سیستماتیک می‌باشد. جهت تخمین مدل از روش داده‌های تابلویی چندسطحی استفاده کردیم؛ چراکه شرکت‌های مورد بررسی به‌طور سلسله‌مراتبی در بخش‌های مختلف اقتصادی فعالیت داشتند و هر کدام در دسته‌بندی و گروه‌بندی‌های متفاوتی قرار می‌گرفتند و از آنجایی که اثرات متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته در هر گروه و سطح می‌بایست به‌طور مجزا لحاظ شود از مدل داده‌های تابلویی چندسطحی استفاده شد، و با توجه به نتایج به‌دست آمده، سطح‌بندی به‌درستی انتخاب شده است و در غیر این صورت ضرایب و فواصل اطمینان متغیرها به غلط برآورد و تشخیص داده می‌شدند. در نتیجه اثرات متغیرهای مستقل بر سرمایه‌گذاری واقعی در گروه‌های مختلف متفاوت بوده است و با این مدل علاوه بر اثرات در همان سطح اثرات بین سطحی نیز لحاظ شده است.

براساس نتایج به‌دست آمده در این مطالعه پاسخ پرسش اصلی پژوهش مثبت می‌باشد، یعنی مالی‌سازی اثر منفی بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌های غیرمالی بورس اوراق بهادار داشته است. در نتیجه متغیرهای نماینده مالی‌سازی (درآمد و هزینه مالی‌سازی) در کنار نرخ بهره حقیقی به تفکیک بخش‌ها، موجودی سرمایه خالص به تفکیک بخش‌ها، نسبت مالیات بر شرکت‌ها به کل درآمد و تحریم‌های اقتصادی بین‌المللی اثر منفی بر

سرمایه گذاری فیزیکی شرکت های غیرمالی بورس اوراق بهادار داشته اند و سود انباشته، فروش، رشد تولید ناخالص داخلی به تفکیک بخش ها، نرخ ارز و مانده تسهیلات اعطایی با سرمایه گذاری واقعی رابطه ای مثبت داشته است.

بنابراین پیشنهاد سیاستی در این پژوهش، این است که با توجه به رشد نامتناسب حوزه مالی با بخش واقعی اقتصاد ایران، از خلق پول و ایجاد نقدینگی بی اثر در بازارهای پول و نشت آن در سایر بازارهای مالی نظیر سرمایه و بیمه جلوگیری گردد و هرگونه ایجاد نقدینگی با نظارت بانک مرکزی و هدفمندی آن در راستای ایجاد تولید در کشور صورت پذیرد و همچنین ایجاد ابزارها و نهادهای نوین مالی نیز متناسب با کارکرد و خروجی آن در تولید ناخالص داخلی در بخش های اصلی اقتصاد انجام گیرد و بازخورد آن در بخش واقعی اقتصاد طی گزارش های دوره ای توسط مبادی ذی ربط رصد گردد.

## کتابنامه

- ابوذری، ایوب؛ شهپکی تاش، محمدنبی؛ و کرانی، عبدالرضا، (۱۳۹۷). «بررسی پدیده مالی شدن در اقتصاد ایران». *سیاست های راهبردی و کلان*، ۶ (۲۲): ۶۷-۸۴
- اعلایی، محمد مهدی؛ محمدی، حسین؛ و اصغر نژاد، الهام، (۱۳۹۳). «بررسی عوامل مؤثر بر توسعه مالی در کشورهای عضو کنفرانس اسلامی». *سیاست های راهبردی و کلان*، ۲: ۳۷-۲۵.
- بازرگان، عباس؛ سرمد، زهره؛ و حجازی، الهه، (۱۳۷۹). *روش های تحقیق در علوم رفتاری*. تهران: نشر آگه.
- تقوی، مهدی؛ امیری، حسین؛ و محمدیان، عادل، (۱۳۹۰). «توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشورهای منا با استفاده از روش پانل دیتای GMM». *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۴ (۲): ۸۲-۶۳
- حافظ نیا، محمدرضا، (۱۳۸۲). *مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی*. چاپ هشتم، تهران: انتشارات سمت.
- فتحی، سعید؛ آذربایجانی، کریم؛ تقوی زاده یزدی، ایمان و عسگر نژاد نوری، باقر، (۱۳۹۲). تحلیل تأثیر مالی شدن بر سرمایه گذاری واقعی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، ۵ (۱)، ۵۱-۶۶.
- دسینه، مهدی؛ احدی سرکنی، سید یوسف؛ و نوری فر، یداله، (۱۳۸۸). «ارزیابی ارتباط بین ساختار تأمین مالی و تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری منابع در دارایی های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مدیریت*، ۶: ۱۶-۲۹.
- مرادی، جواد؛ و احمدی، غلامرضا، (۱۳۸۹). «تعیین عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه گذاری شرکت ها در عرصه بازارهای ناقص». *پژوهش های حسابداری مالی*، ۳ (۲): ۱۳۶-۱۲۵
- محمدی، تیمور؛ ناظمان، حمید؛ خداپرست پیرسرایی، یونس، (۱۳۹۳). «بررسی رابطه علیت پویای بین توسعه مالی، باز بودن تجاری و رشد اقتصادی». *اقتصاد انرژی ایران*، ۳: ۱۷۸-۱۵۱

- گرشاسبی، علیرضا؛ و یوسفی‌دیندارلو، مجتبی، (۱۳۹۵). «بررسی اثرات تحریم بین‌المللی بر متغیرهای کلان اقتصادی ایران». *تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، ۲۵: ۱۲۹-۱۷۵.

- مهرآرا، محسن؛ السادات مجدزاده، مطهره؛ غضنفری، آرزو، (۱۳۹۴). «بررسی عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران مبتنی بر روکرد میانگین‌گیری بی‌زینی (BMA)». *سیاست‌گذاری اقتصادی*، ۷ (۱۴): ۱-۲۹.

-Abuzari, A.; Shahikitash, M. N. & Karani, A. R., (2017). "Investigating the phenomenon of financialization in Iran's economy". *Strategic and macro policies*, 6 (22): 67-84

- Aglietta, M. & Breton, R., (2001). "Financial systems, corporate control and capital accumulation". *Economy and Society*, 30(4): 433-466.

- Alaei, M. M.; Mohammadi, H. & Asgharanjad, E., (2014). "Investigation of factors affecting financial development in member countries of the Islamic Conference". *Strategic and macro policies*, 2: 25-37.

- Bazargan, A.; Sarmad, Z. & Hijazi, E., (1379). *Research methods in behavioral sciences*. Tehran: Agha Publishing.

- Crotty, J. & Goldstein, J. P., (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.

- 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*, 12 (4): 519-542

- Crotty, J., (1993). "Rethinking Marxian investment theory: Keynes-Minsky instability, competitive regime shifts and coerced investment". *Review of Radical Political Economics*, 25(1): 1-26.

- Crotty, J., (2000). "Structural contradictions of the global neoliberal regime". *Review of Radical Political Economics*, 32 (3): 361-368.

- 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.

- 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.

- 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.

- Davis, L., (2016). "Identifying the 'financialization' of the nonfinancial corporation in the US economy: a decomposition of firm-level balance sheets". *Journal of Post Keynesian Economics*, 39(1): 115-141.

- Demir, F., (2007). "Private Investment, Portfolio Choice and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets". *Munich Personal Re Pec Archive (MPRA)* No. 3835, University of Oklahoma.
- Duménil, G. & Lévy, D., (2004a). "Capital Resurgent". Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Duménil, G. & Lévy, D., (2004b). "The real and financial components of profitability (USA 1952-2000)". *Review of Radical Political Economics*, 36 (1): 82-110.
- Dwyer, A.; Holloway, J. & Wright, M., (2012). "Commodity Market Financialization: A Closer Look at the Evidence". *Bulletin*, March Quarter, Reserve Bank of Australia.
- Eichner, A., (1976). *Megacorp and Oligopoly: Micro Foundations of Macro Dynamics*". Cambridge: Cambridge University Press.
- Eisner, R., (1974). "Econometric studies of investment behavior: A comment". *Economic Inquiry*, 12(1): 91-104.
- Epstein, G., (2005). "Introduction: Financialization and the World Economy". In: Epstein, Gerald (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham and Northampton: Edward Elgar.
- Fathi, S.; Azarbaijani, K.; Taghavizadeh Yazdi, I. & Asgranjad Nouri, B., (2012). "Analysis of the impact of financialization on real investment in companies listed on the Tehran Stock Exchange". *Financial Accounting Research*, 5(1): 51-66.
- Galbraith, J., (1967). *The New Industrial Tate*. New York, New American Library.
- Garshasbi, A. & Yousefi Dindarlou, M., (2015). "Investigating the effects of international sanctions on Iran's macroeconomic variables". *Economic Modeling Research*, 25: 129-175.
- Gelbard, Enrique, A. & Sergio Pereira, L., (1999). "Measuring financial development in Sub-Saharan Africa". *IMF Working Paper* 99/105 (Washington: International Monetary Fund).
- Gelman, A. & Hill, J., (2007). "Data analysis and Multilevel / Hierarchical Models". Cambridge: Cambridge University Press.
- Greenwood, R. & Scharfstein, D., (2013). "The growth of finance". *The Journal of Economic Perspectives* 27(2).
- Gutiérrez, G. & Philippon, T., (2016). *Investment-less growth: an empirical investigation*. NBER Working Paper 22897.
- Hafzania, M., (2012). *Introduction to the research method in humanities*. 8<sup>th</sup> edition, Tehran: Samt Publications.
- Hein, E. & Van Treeck, T., (2010). "Financialization and rising shareholder power in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth". *Review of Political Economy*, 22(2): 205–233.
- Jbili, A.; Vicente, G. & Amer, B., (1997). "Financial systems and reform in the gulf cooperation council countries". (Unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Khan, M. S. & Abdelhak S. S., (2000). "Financial development and economic growth: an overview". IMF Working Paper 00/209 (Washington: International Monetary Fund).

- Kopcke, R. & Brauman, R., (2001). “The performance of traditional macroeconomic models of businesses’ investment spending”. *New England Economic Review*, 2: 3-39.
- Krippner, G., (2005). “The financialization of the American economy”. *Socio-Economic Review*, 3(2): 173-208.
- Mehrara, M.; Elsadat Majdzadeh, M. & Ghazanfari, A., (2014). “Investigating the determinants of private investment in Iran based on the Bayesian Averaging (BMA) approach”. *Economic Policy*, 7(14): 1-29.
- Mohammadi, T.; Nazman, H. & Khodaparast Pirsarai, Y., (2013). “Investigating the dynamic causal relationship between financial development, trade openness and economic growth”. *Iran Energy Economy*, 3: 178-151
- Moradi, J. & Ahmadi, Gh., (1389). “Determining the influencing factors on the investment behavior of companies in the field of imperfect markets. *Financial Accounting Research*, 3 (2: 8): 136-125
- Orhangazi, Ö., (2008). “Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector”. *Cambridge Journal of Economics*, 32 (6): 863–886.
- Taqvi, M.; Amiri, H. & Mohammadian, A., (2010). “Financial development and economic growth in MENA countries using GMM panel data method”. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 4(2): 63-82
- 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.