



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال سیزدهم، شماره چهل و نهم، تابستان ۱۴۰۴

صفحات ۱۷۸-۱۵۷



#### مقاله پژوهشی

بررسی تاثیر مالی سازی شرکت بر کارایی سرمایه گذاری بر اساس نقش تعدیل کننده محدودیت های تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

خدیجه ربیعی<sup>۲</sup>، مرتضی مهدیان پور<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۲/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۱۴

#### چکیده

بررسی این مسئله که آیا مالی سازی شرکت ها تاثیر بر کارایی سرمایه گذاری آن ها دارد و این تاثیر چگونه توسط محدودیت های تامین مالی شرکت ها تعدیل می شود، ضرورتی است که نیاز به مطالعه بیشتر دارد. لذا هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تاثیر مالی سازی شرکت بر کارایی سرمایه گذاری بر اساس نقش تعدیل کننده محدودیت های تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. بررسی تاثیر مالی سازی بر کارایی سرمایه گذاری با در نظر گرفتن نقش تعدیل کننده محدودیت های تامین مالی، به شرکت ها این امکان را می دهد تا بهره وری بهینه تری از منابع مالی خود داشته و عملکردشان را به طور قابل توجهی ارتقا دهند. شناخت این تأثیرات می تواند راهنمای مؤثری برای شرکت ها در بهبود مدیریت مالی و تصمیم گیری های سرمایه گذاری باشد. جهت انجام این پژوهش تعداد ۱۴۳ شرکت برای یک دوره زمانی ۱۰ ساله، بین سال های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری بررسی گردید. فرضیه های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون پانل دیتا و رگرسیون داده های ترکیبی در نرم افزار EViews10 تجزیه و تحلیل گردید. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه ها با استفاده از روش تخمین حداقل مربعات تعمیم یافته نشان داد که مالی سازی شرکت بر کارایی سرمایه گذاری تاثیر مثبت و معنی داری دارد. محدودیت های تامین مالی در رابطه میان مالی سازی شرکت و کارایی سرمایه گذاری تاثیر منفی و معنی داری دارد.

**واژگان کلیدی:** کارایی سرمایه گذاری، مالی سازی شرکت، محدودیت های تامین مالی.

**طبقه بندی موضوعی:** G1, G3, D92

۱. کد doi مقاله: 10.22051/jfm.2025.46578.2911

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. نویسنده مسئول. Email: k.rabiee@pnu.ac.ir

۳. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. Email: ezel2400@gmail.com

## مقدمه

در محیط‌های تجاری و اقتصادی امروزی، سرمایه‌گذاری اثرگذار می‌تواند باعث رشد و توسعه پایدار اقتصادی شود. مدیران با سطح بهینه‌ای از سرمایه‌گذاری می‌توانند با بهره‌گیری از فرصت‌های سودآور، نهایت بازدهی را ایجاد و منافع سهامداران را تامین کنند. سرمایه‌گذاری همواره به‌عنوان یکی از راه‌های اصلی توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع سبب شده است علاوه بر میزان سرمایه‌گذاری، کارایی سرمایه‌گذاری نیز اهمیت بالایی داشته باشد. کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند. از این رو، انتظار اینکه میان سرمایه‌گذاری‌های شرکت، متأثر از میزان وجوه در دسترس و نه پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت باشد، صرفاً در شرایطی امکان‌پذیر است که حاکمیت شرکتی ضعیف یا مشکلات نمایندگی وجود داشته باشد و دسترسی مدیر به منابع خارجی را محدود سازد (بابرا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸).

در سال‌های اخیر، با توسعه بازار مالی و انباشت سرمایه مالی، به تدریج فرآیند مالی‌سازی آغاز شده است. مشارکت بنگاه‌های واقعی به تدریج در بازار مالی افزایش یافته و وجوه تولید و عملیات به طور مستمر به بخش مالی تزیق می‌شود. مالی‌سازی شرکت‌های واقعی در حال عمیق‌تر شدن است. مطالعات متعدد نشان داده‌اند که نگهداری دارایی‌های مالی ممکن است به طور قابل‌توجهی بر فعالیت‌های اصلی تولید و مدیریت شرکت‌های واقعی تأثیر بگذارد (جین و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). مالی شدن می‌تواند از دو طریق بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد. از یک سو، به دلیل نقدینگی قوی و بازدهی بالای دارایی‌های مالی، بنگاه‌ها می‌توانند مشکلات مالی را کاهش داده و سطح جریان نقدی آزاد را بهبود بخشند. درآمد قابل‌توجهی که از طریق سرمایه‌گذاری‌های مالی به دست می‌آید می‌تواند سرمایه‌گذاری‌های واقعی را جبران کند. از سوی دیگر، زمانی که بازده سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی بالاتر از واحدهای تجاری است، مدیریت تحت فشار برای بازده کوتاه‌مدت تمایل به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و نگهداشت سرمایه‌گذاری‌های واقعی بلندمدت دارد (گونگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۳). سرمایه‌گذاری در امور گوناگون توسط شرکت‌ها، همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و محدودیت مالی، مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. به‌طور کلی، منظور از کارایی سرمایه‌گذاری، پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت و منظور از ناکارایی سرمایه‌گذاری، انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیش از حد) و یا عدم انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) است. در تعیین کارایی سرمایه‌گذاری معیار نظری حاکی از آن است که به‌منظور تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز به جمع‌آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا، همه پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت، باید تأمین مالی شوند. اگرچه تعداد زیادی از پژوهش‌های موجود در حوزه مالی نشان داده است که

1. Bhabra, et al.
2. Jiang, et al.
3. Gong, et al.



درماندگی مالی، توانایی مدیران را در تأمین مالی محدود می‌سازد، یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود، آن است که شرکت‌های با محدودیت تأمین مالی، ممکن است به علت هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت، صرف‌نظر نمایند که این امر، به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (برادران حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۳). از جمله عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری، مسئله نمایندگی است. مدیریت با انتخاب پروژه‌های نامساعد در جهت منافع شخصی خود و یا حتی سوءاستفاده از منابع موجود، به سرمایه‌گذاری ناکارا گرایش پیدا می‌کند. اغلب پژوهش‌های موجود نشان داده است که گزینش طرح‌های کم بازده، موجب بیش سرمایه‌گذاری می‌گردد. تعدادی از این پژوهش‌ها نیز نتایج متضاد را در بر داشته است. بنابراین، واحد تجاری زمانی به کارایی در سرمایه‌گذاری دست می‌یابد که همه پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت را انتخاب کند. بنابراین، در شرایطی که عواملی مانند انتخاب ناسازگار یا هزینه‌های نمایندگی وجود ندارد، صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت، ناکارایی در سرمایه‌گذاری (کم سرمایه‌گذاری) و انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (بیش سرمایه‌گذاری)، نیز به ناکارایی سرمایه‌گذاری منجر خواهد گردید (گوارلیا و یانگ، ۲۰۱۶).

مشارکت‌های احتمالی پژوهش حاضر به شرح زیر است: اول، ادبیات مربوط به رابطه بین مالی‌سازی و کارایی سرمایه‌گذاری را تکمیل می‌کند. دوم، بحث در مورد اثرات مثبت مالی‌سازی شرکت‌ها می‌تواند توصیه‌هایی برای شرکت‌ها برای تخصیص متوسط دارایی‌های مالی و بهینه‌سازی ساختار سرمایه‌گذاری ارائه کند. سوم، از منظر محدودیت تأمین مالی، این پژوهش پیشنهاد می‌کند که کانال‌های تأمین مالی و نقدینگی سرمایه را افزایش دهد تا بخش مالی را برای خدمت بهتر به اقتصاد واقعی هدایت کند. نتایج این پژوهش می‌تواند مورد استفاده سازمان بورس اوراق بهادار، تحلیل‌گران مالی و کارگزاران بورس، مدیران مالی شرکت‌ها، سازمان حسابرسی و پژوهشگران و دانشجویان رشته‌های حسابداری، مدیریت مالی و حسابرسی قرار گیرد. همچنین، سرمایه‌گذاران می‌توانند بر اساس نتایج این پژوهش، وضعیت فعلی بنگاه‌های اقتصادی را تفسیر کرده و وضعیت آتی آن را پیش‌بینی کنند و نسبت به اتخاذ تصمیم‌های مناسب اقدام نمایند. در ادامه، مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش، مبانی توسعه فرضیه‌های پژوهش، روش‌شناسی پژوهش، مدل عملیاتی و نحوه سنجش متغیرها، یافته‌ها و نتیجه‌گیری بیان می‌شود.

## مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### مبانی نظری

یکی از مهمترین تصمیمات اقتصادی، تصمیمات سرمایه‌گذاری است. اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه‌ای است که آن را به یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه تبدیل نموده است. یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر رشد سرمایه‌گذاری، وجود اطلاعات متقارن در بازارهای سرمایه است زیرا اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف

است (محفوظی و همکاران، ۱۳۹۶). مسلماً هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در هر شرکت کسب بازدهی متناسب با سرمایه‌گذاریشان است. اگر شرکت در ایجاد ارزش موفق باشد نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها بلکه در سطح وسیع‌تر جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد. سرمایه‌گذاری نقش مهمی در توسعه پایدار شرکت و ارزش آفرینی برای سهامداران ایفا می‌کند. سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت از طریق طیف گسترده‌ای از عوامل، از جمله سیاست‌های کلان پولی، مکانیزم‌های بازارهای سرمایه و اداره عملیات شرکت تعیین می‌شود (تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندي، ۱۳۹۹). بیشتر نگرانی مدیران ارشد درباره کارایی سرمایه‌گذاری است، آنها باید سرمایه خود را در پروژه‌های دارای ارزش فعلی مثبت، سرمایه‌گذاری نمایند که باعث افزایش ثروت سهامداران می‌گردد (کانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳).

از آنجا که سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به‌عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان، محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. (دارابی و همکاران، ۱۴۰۰). لذا بررسی عواملی که کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد حائز اهمیت می‌باشد. در این پژوهش به بررسی تأثیر مالی‌سازی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود. در حال حاضر، مالی‌سازی شرکت‌ها توجه بسیاری از محققان را به خود جلب کرده است. پژوهشگران معاصر نقش بسزایی در توسعه مطالعات مرتبط با مالی‌سازی شرکت‌ها ایفا کرده‌اند. عمده این تحقیقات بر شناسایی عوامل محرک و پیامدهای اقتصادی مالی‌سازی تمرکز داشته‌اند. نتایج بسیاری از این مطالعات پیشین نشان می‌دهد که از مهم‌ترین دلایل مالی‌سازی شرکت‌ها می‌توان به مقابله با تمرکز قدرت مدیریتی، انگیزه کسب بازدهی بالاتر و نظریه واسطه‌گری واحد تجاری اشاره کرد. کنافو و دوتا<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) نشان می‌دهند که مالی‌سازی شرکت ارتباط نزدیکی با قدرت مدیریتی دارد. ژو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) استدلال می‌کنند که اگرچه مالی شدن شرکت از دلایل زیادی مانند رفتار نمایندگی مدیران، تغییر مفاهیم حاکمیت شرکتی و بحران سودآوری ناشی می‌شود، اما منبع اصلی وسوسه بازده بالای دارایی‌های مالی است. ژائو و سو<sup>۴</sup> (۲۰۲۲) نیز از نظریه واسطه نهاد برای توضیح مالی شدن شرکت استفاده می‌کنند. برخی از شرکت‌ها دسترسی آسان‌تری به تامین مالی از بانک‌ها دارند و سپس، وجوه اضافی خود را از طریق اعتبار به شرکت‌های دیگر قرض می‌دهند و به عنوان یک نهاد واسطه عمل می‌کنند (ژو و همکاران، ۲۰۲۳).

## مطالعات تجربی

دیانگ و لی<sup>۵</sup> (۲۰۲۴) پژوهشی با عنوان «تأثیر گزارش اعتبار مالیاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری نیروی کار شرکت» انجام دادند. این پژوهش از داده‌های شرکت‌های فهرست شده A-share در شانگهای و شنژن

- 1 . Kong et al
2. Knafo & Dutta
- 3 . Zhu et al
4. Zhao & Su
5. Ding et al



از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۲ به عنوان نمونه برای تجزیه و تحلیل تجربی استفاده می‌کند. پژوهش تجربی نشان می‌دهد که گزارش اعتبار مالیاتی تأثیر مثبت و معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری نیروی کار بنگاه‌ها دارد و این تأثیر با کاهش محدودیت‌های تأمین مالی داخلی و خارجی بنگاه‌ها حاصل می‌شود. علاوه بر این، نتایج آزمون ناهمگونی نشان می‌دهد که کارایی سرمایه‌گذاری نیروی کار شرکت‌های خصوصی به احتمال زیاد تحت تأثیر تغییر رتبه اعتبار مالیاتی شرکت‌ها قرار می‌گیرد.

گونگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان «مالی‌سازی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهدی از چین» به تجزیه و تحلیل تأثیر مالی‌سازی بر کارایی سرمایه‌گذاری و مکانیسم با استفاده از داده‌های شرکت‌های غیرمالی فهرست‌شده در چین از سال ۲۰۱۱ تا ۲۰۲۰ پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که مالی‌سازی تأثیر مثبتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. آزمون‌های مقطعی نشان می‌دهد که مالی‌سازی شرکت‌ها می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های دولتی محلی (SOEs) و غیر SOE، و شرکت‌ها در شرق و مرکز چین را به طور قابل توجهی بهبود بخشد. به علاوه، مالی‌سازی شرکت‌ها با کاهش محدودیت‌های تأمین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. با پیشنهاد دولت برای رفع انسداد کانال‌های تأمین مالی و افزایش نقدینگی سرمایه، یافته‌ها می‌تواند بخش مالی را برای خدمت بهتر به اقتصاد واقعی راهنمایی کند.

ژو و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان «سرمایه‌گذاری ناکارآمد و تحول دیجیتال: نقش محدودیت‌های تأمین مالی چیست؟»، با نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های چینی از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۹، تأثیر سرمایه‌گذاری ناکارآمد را بر تحول دیجیتال بررسی نموده و دریافته‌اند که سرمایه‌گذاری ناکارآمد برای بهبود دیجیتالی‌سازی مفید نیست. هر چه فشار مالی بر یک شرکت بیشتر باشد، تحول دیجیتال بدتر است و محدودیت‌های مالی این اثر منفی را تشدید می‌کند. در میان شرکت‌های دولتی، خصوصی و بسیار دیجیتالی شده، تأثیر منفی سرمایه‌گذاری ناکارآمد بر تحول دیجیتال با افزایش فشار محدودیت‌های مالی تشدید می‌شود.

لین و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان «تأثیر شیوه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر کارایی سرمایه‌گذاری در چین: آیا تحول دیجیتال اهمیت دارد؟» به بررسی اثر رویه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت پرداخته و نشان دادند چگونه تحول دیجیتال نقش مهمی در این رابطه در زمینه اقتصاد دیجیتالی در حال رشد چین دارد. نتایج نشان می‌دهد که شیوه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به واسطه کاهش عدم‌تقارن اطلاعات و تضادهای نمایندگی، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش می‌دهد. به علاوه، رابطه مثبت بین شیوه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها برای شرکت‌هایی با سطوح بالای تحول دیجیتال مشهودتر است.

1. Kong et al

2. Lin et al

کانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) در پژوهشی به بررسی سیاست تقسیم سود و کارایی سرمایه‌گذاری در گروه‌های تجاری دولتی پرداختند. نتایج این پژوهش با استفاده از روش شبه تجربی نشان می‌دهد سیاست تقسیم سود موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد و زمانی که شرکت‌های دولتی سود سهام پرداخت می‌کنند، به طور قابل توجهی کارایی سرمایه‌گذاری بهبود می‌یابد.

لینگ و وو<sup>۲</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان «اهرم و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهدی از سیاست کاهش اهرم چین»، به بررسی تأثیر اهرم مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که کاهش اهرم شرکت‌های دولتی چین باعث بهبود کارایی سرمایه‌گذاری آنها می‌شود. به علاوه، به ادبیات اهرم و سرمایه‌گذاری کمک می‌کند و برای سیاست‌گذاران بازارهای نوظهور مورد توجه قرار می‌گیرد زیرا، شواهدی را ارائه می‌دهد که مداخله دولت در اقتصاد بازار می‌تواند تخصیص منابع را بهبود بخشد.

بادپا و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهشی با عنوان «تأثیر چرخه عمر شرکت بر رابطه بین ویژگی‌های مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و نقش تعدیلی چرخه عمر شرکت بر این رابطه مورد توجه قرار دادند. از نظر هدف، نوع پژوهش کاربردی است؛ از نظر جمع‌آوری داده نیز جزو پژوهش‌های توصیفی-همبستگی محسوب می‌شود. برای انتخاب حجم نمونه رویکرد غربالگری به کار گرفته شد که در نهایت ۱۵۲ شرکت بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ (دوره زمانی شش‌ساله) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. در این پژوهش، از تحصیلات مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، جنسیت مدیران و تجربه مدیرعامل به عنوان ویژگی‌های مدیریت استفاده شده است. نتایج پژوهش با استفاده از داده‌های تابلویی و روش برآورد اثرات ثابت از رگرسیون چندگانه در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان داد تحصیلات مدیرعامل و تجربه مدیرعامل بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معنی‌داری دارند و چرخه عمر شرکت این روابط را تعدیل می‌کند؛ در حالی که دوگانگی وظیفه مدیرعامل و جنسیت مدیران بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر معنی‌داری دارند، چرخه عمر شرکت تأثیر بااهمیتی بر این روابط ندارد. بر اساس نتایج این پژوهش ادعا شده است، همه ویژگی‌های مدیریتی مورد بررسی بر عملکرد شرکت، موفقیت آن و ارزش شرکت تأثیر دارند، اما شدت اثر برخی از آنها در چرخه عمر شرکت تعدیل می‌شود.

مشایخ و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان «کیفیت اطلاعات حسابداری و سرمایه‌گذاری حقوقی بر کارایی سرمایه‌گذاری در بانک‌های عضو بازار سرمایه ایران»، با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات معمولی به کشف رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و سرمایه‌گذارای حقوقی بر کارایی سرمایه‌گذاری در ۱۹ بانک عضو بازار سرمایه ایران پرداختند. در این پژوهش شاخص کیفیت اطلاعات حسابداری، کیفیت اقلام تعهدی می‌باشد. نتایج نشان داد کیفیت اقلام تعهدی و سرمایه‌گذارای حقوقی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌دار دارد. به علاوه، بیش سرمایه‌گذاری بر رابطه کیفیت اقلام تعهدی و سرمایه‌گذارای حقوقی با کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد.

دولت خواه و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان «تحلیل محتوای روش‌های سنجش کارایی سرمایه‌گذاری در پژوهش‌های داخلی با تمرکز به موضوع کارایی سرمایه‌گذاری»، کلیه پژوهش‌های منتشر شده در پایگاه اطلاعات علمی جهاد دانشگاهی از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ را به روش تحلیل محتوای کمی و کیفی بررسی نمود تا اطلاعات جامعی به پژوهشگران این حوزه ارائه نماید. از آنجائی که نتایج پژوهش‌های مبتنی بر داده نسبت به انتخاب متغیر و کیفیت داده‌ها بسیار حساس‌اند. با هدف کاهش تأثیر منفی عواملی مانند تورم، عدم تجدید ارزیابی دارایی‌ها و کارایی ضعیف بازار سهام بر کیفیت معیارهای رشد فروش و کیوتوبین، بومی‌سازی روش‌های سنجش کارایی سرمایه‌گذاری، تعدیل داده‌ها یا تفسیر نتایج با در نظر گرفتن عوامل مؤثر، پیشنهاد می‌شود.

ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۲) پژوهشی با عنوان «سرمایه اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت» انجام دادند. آنان به بررسی رابطه بین سرمایه اجتماعی با کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری بر اساس اطلاعات ۸۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۸، حاکی از آن است که سرمایه اجتماعی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت می‌گردد.

رحمانیان کوشکی و نظری (۱۴۰۲) پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه میان نگهداشت وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای بحران مالی با لحاظ کردن نقش حاکمیت شرکتی» انجام دادند. پژوهش آنان کاربردی و از بعد روش‌شناسی، همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) بود. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۲ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب‌شده و در دوره زمانی ۸ ساله بین سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که بین نگهداشت وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم وجود دارد. تعامل حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد تأثیر معکوس بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد اما نهایتاً تعامل حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای بحران مالی تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد.

رضایی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی «تأثیر رقابت در بازار محصول بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی کار با تأکید بر نقش محدودیت در تأمین مالی» پرداختند. نمونه این پژوهش مبتنی بر داده‌های مربوط به ۱۲۲ شرکت فعال در بورس تهران از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ بوده و نتایج تحلیل‌های رگرسیونی آن نشان می‌دهد رابطه بین رقابت در بازار محصول و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی کار شرکت‌ها، مثبت و معنی‌دار و بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی کار شرکت‌ها و نیز، بین رقابت در بازار محصول با بیش (کم) سرمایه‌گذاری در نیروی کار، منفی و معنی‌دار است. به علاوه، شدت رابطه مثبت (منفی) بین رقابت در بازار محصول و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی کار (بیش یا کم سرمایه‌گذاری در نیروی کار) در شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی، کمتر است و این یافته‌ها دارای پیامدهای مهم سیاسی برای مشاغل و سیاست‌گذاران در زمینه اشتغال است.

اشرفی و عباسی (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی «رفتار بشردوستانه شرکت و کارایی سرمایه گذاری» پرداختند. آنان ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ برای نمونه انتخاب کردند و با بهره گیری از معادلات رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده های تلفیقی، آزمون کردند. یافته های پژوهش حاکی از آن است بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه گذاری رابطه مثبت وجود دارد. علاوه بر این، رابطه مثبت میان بشردوستی و کارایی سرمایه گذاری زمانی قوی تر است که شرکت در یک محیط سازمانی بهتر قرار گیرد.

در پژوهش هایی که در رابطه با مالی سازی شرکت و کارایی سرمایه گذاری تاکنون صورت گرفته است، نقش تعدیل کننده محدودیت های تامین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار نگرفته است. این پژوهش می تواند دیدگاه جدیدی در ارتباط با نقش تعدیل کننده محدودیت های تامین مالی در رابطه مالی سازی شرکت و کارایی سرمایه گذاری در ادبیات پژوهش برای سرمایه گذاران و ذینفعان به وجود آورد.

#### مبانی توسعه فرضیه های پژوهش

پژوهشگران عمدتاً مفهوم مالی سازی شرکت را بر اساس الگوهای انباشت سود و میزان مشارکت در بازار مالی تعریف می کنند. از دیدگاه انباشت سود، آریگی<sup>۱</sup> (۱۹۹۴) و کریپنر (۲۰۰۵) استدلال می کنند که مالی شدن واقعی شرکت به جدایی تدریجی از تولید سنتی و فعالیت های تجاری و اتکای زیاد به سرمایه گذاری های مالی برای سود اشاره دارد. کریپنر<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) از درآمد پرتفوی و سوددهی کانال مالی برای اندازه گیری مالی سازی از دیدگاه شرکت و صنعت استفاده می کند. با توجه به میزان مشارکت در بازار مالی، استاکهامر<sup>۳</sup> (۲۰۰۴، ۲۰۱۰) معتقد است که مالی سازی شرکت ها فرآیند افزایش نسبت بدهی، افزایش بازخورد سهام و فعالیت های پرداخت سود سهام، و افزایش اشتیاق برای مشارکت در بازارهای مالی است. اورهنگازی<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) مالی شدن شرکت ها را به عنوان سرمایه گذاری های مالی فزاینده، بازده مالی و پرداخت های مالی شرکت ها خلاصه می کند. بنابراین، پژوهش حاضر مالی سازی واقعی شرکت را به عنوان افزایش مستمر سرمایه گذاری های مالی، به ویژه با سهام دارایی های مالی شرکت ها اندازه گیری می کند. برخی از محققان بر این باورند که مالی سازی واقعی شرکت می تواند پیامدهای اقتصادی مثبتی به همراه داشته باشد. اول، دارایی های مالی با نقدینگی بالا، دوره های بازپرداخت کوتاه و تحقق سریع مشخص می شوند که می تواند نقدینگی دارایی های شرکت را افزایش دهد، به طور موثر با شوک های خارجی مقابله کند و هزینه های درماندگی مالی را کاهش دهد. دوم، با توجه به اینکه دارایی های مالی بازده بالایی در نرخ های سرمایه گذاری

1. Arrighi
2. Krippner
3. Stockhammer
4. Orhangazi



دارند، سود بالای مالی سازی می تواند سودآوری شرکت را افزایش داده و به توسعه پایدار و باثبات شرکت کمک کند. در نهایت، شرکت ها می توانند با مشارکت در فعالیت های مالی، ظرفیت استقراض خارجی قوی و سطح جریان نقد داخلی فراوان را بدست آورند (آیوازیان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵؛ دنیس و سیبیلکوف<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰)، که به آنها کمک می کند محدودیت های تامین مالی خود را کاهش داده و سطح سرمایه گذاری واقعی خود را افزایش دهند. با ظهور پدیده "از واقعی به مجازی"، سایر محققان معتقدند که رفتارهای مالی شرکت تأثیرات منفی بر توسعه واقعی شرکت در آینده دارد. اولاً، گرایش فزاینده بنگاه های واقعی برای درگیر شدن در فعالیت های مالی منجر به کاهش سرمایه گذاری های مولد و اصلی می شود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۱). زمانی که نرخ بازده سرمایه گذاری در دارایی های مالی بالاتر از نرخ های موجود در واحدها باشد، سرمایه گذاری ها و مخارج مالی شرکت های واقعی افزایش می یابد و با از بین بردن سرمایه گذاری های مولد مانع از توسعه بلندمدت آنها می شود (جین و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲). ثانیاً، تحت مکانیسم ارزشمداری سهامداران و انگیزه های حقوق صاحبان سهام، بر اساس منفعت شخصی، مدیریت در بخش های مالی با بازده کوتاه مدت بالا سرمایه گذاری می کند و قیمت سهام را از طریق اقداماتی مانند خرید مجدد سهام افزایش می دهد (دالری<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹؛ استاکهامر<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴؛ دیویس و کیم<sup>۶</sup>، ۲۰۱۵)، از این طریق پول را از سرمایه گذاری واقعی دور می کند (گونگ و همکاران، ۲۰۲۳). با عنایت به مبانی نظری فوق، فرضیه اول به شرح ذیل مطرح می شود؛

فرضیه ۱: مالی سازی شرکت بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر معنی داری دارد.

در تعیین کارایی سرمایه گذاری، دست کم دو معیار نظری وجود دارد؛ معیار اول، بیان می کند که به منظور تأمین مالی فرصت های سرمایه گذاری، نیاز به جمع آوری منابع وجود دارد. در یک بازار کارا، همه پروژه های با خالص ارزش فعلی مثبت، باید تأمین مالی شوند. اگرچه تعداد زیادی از پژوهش های موجود در حوزه مالی نشان داده است که درماندگی مالی، توانایی مدیران را در تأمین مالی محدود می سازد، یکی از مواردی که می توان استنباط نمود آن است که شرکت های با محدودیت تأمین مالی، ممکن است به علت هزینه های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این امر به کم سرمایه گذاری منجر می شود. اغلب تحقیقات موجود نشان داده است که گزینش طرح های کم بازده، موجب بیش سرمایه گذاری می گردد. تعدادی از این تحقیقات نیز نتایج متضاد را در بر داشته است. بنابراین، واحد تجاری زمانی به کارایی در سرمایه گذاری دست می یابد که همه پروژه هایی را که ارزش فعلی خالص مثبت داشته باشد، انتخاب کند. بنابراین، در شرایطی که عواملی مانند انتخاب ناسازگار یا هزینه های

1. Ayvazian et al
2. Denis and Sibilkov
3. Jin et al
4. Dallery
5. Stockhammer
6. Davis and Kim

نمایندگی وجود ندارد، صرف‌نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت، ناکارایی در سرمایه‌گذاری (کم سرمایه‌گذاری) و انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (بیش سرمایه‌گذاری)، نیز به ناکارایی سرمایه‌گذاری منجر خواهد گردید (گونگ و همکاران، ۲۰۲۳). با عنایت به مبانی نظری فوق، فرضیه دوم به شرح ذیل مطرح می‌شود؛

فرضیه ۲: محدودیت‌های تامین مالی در رابطه میان مالی‌سازی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معنی‌داری دارد.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه گردآوری اطلاعات، توصیفی از نوع همبستگی است. مهمترین روش گردآوری اطلاعات در این پژوهش، مطالعات کتابخانه‌ای است که عمدتاً در زمینه ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش و آشنایی با دیدگاه‌هایی است که در مورد موضوع پژوهش و ایجاد چارچوبی مناسب برای روش پژوهش استفاده شده است. بر این اساس، در منابع کتابخانه‌ای شامل؛ کتب، مجلات، ماهنامه‌ها، فصلنامه‌ها، انتشارات مراکز پژوهشی، سازمان‌ها نهاد‌های آموزشی و اجرایی، پایان‌نامه‌ها و رساله‌های تحصیلات تکمیلی مرتبط پژوهش، و نیز، پایگاه‌های الکترونیکی اطلاعات از قبیل؛ اینترنت، رزنت و... جستجوهای صورت گرفته است. همچنین، به منظور تحلیل و آزمون نظریه‌ها و فرضیه‌های پژوهش که از ترکیبی از منابع مختلف گردآوری شده است، روش همبستگی انتخاب گردید. علت انتخاب روش مزبور، می‌دهد ضمن اندازه‌گیری تعداد زیادی از متغیرها، همزمان همبستگی آن‌ها را محاسبه نموده و در نهایت، با استفاده از آن‌ها یک مدل استخراج نماید.

جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. به منظور انجام پژوهش، اطلاعات سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ با ویژگی‌های زیر جمع‌آوری گردید:

۱. برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری آنها، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.
۲. طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچ‌گونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند.
۳. کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌ها برای پژوهش در دسترس باشد.
۴. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ، لیزینگ‌ها و بیمه) نباشند.
۵. شرکت‌ها قبل از ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده باشند.

با توجه به ویژگی‌های بیان شده و با استفاده از روش حذف سیستماتیک، تعداد ۱۴۳ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد.



## جدول ۱. روند انتخاب نمونه

۵۴۶	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۰
	معیارها:
(۱۵۳)	سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال نیست.
(۸۹)	قلمرو زمانی پژوهش، توقف فعالیت داشته و دوره مالی خود را تغییر داده است.
(۲۶)	کلیه اطلاعات مورد نیاز از شرکت‌ها برای پژوهش در دسترس نیست.
(۵۵)	جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ، لیزینگ‌ها و بیمه) است.
(۸۰)	شرکت‌ها بعد از ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده باشند.
۱۴۳	تعداد نمونه

منبع: یافته‌های پژوهش

## مدل عملیاتی و نحوه سنجش متغیرها

از آنجا که این پژوهش به بررسی روابط میان متغیرها می‌پردازد، از نوع پژوهش‌های همبستگی می‌باشد. بر این اساس هریک از متغیرهای پژوهش با استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه محاسبه شده و توسط مدل‌های رگرسیونی متناظر با هر فرضیه در نرم‌افزار EViews10 تجزیه و تحلیل می‌گردد. مدل رگرسیونی فرضیات به پیروی از پژوهش گونگ و همکاران (۲۰۲۳) عبارت است از رابطه (۱):

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FIN_{it} + \beta_2 SA_{it} + \beta_3 FIN_{it} \times SA_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در رابطه (۱)،  $INV_{it}$  بیانگر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$  است؛  $Fin_{it}$  مالی‌سازی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $SA_{it}$  محدودیت‌های تامین مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $AGE_{it}$  سن شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $SIZE_{it}$  اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $GROWTH_{it}$  رشد شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $CASH_{it}$  نگهداشت وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $LEV_{it}$  اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

## متغیر وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری: مطابق با پژوهش گونگ و همکاران (۲۰۲۳) و با تکیه بر ریچاردسون<sup>۱</sup> (۲۰۰۶)، ژانگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، و وو و همکاران (۲۰۲۲)، مدل (۲) را برای محاسبه ناکارایی سرمایه‌گذاری توسعه داده می‌شود. به طور خاص، انحراف اندازه واقعی سرمایه‌گذاری از اندازه بهینه سرمایه‌گذاری

1. Richardson  
2. Zhang et al

پیش‌بینی شده، که مقدار مطلق باقیمانده مدل است، برای بازتاب سرمایه‌گذاری ناکارآمد شرکت استفاده می‌شود. هر چه قدر مطلق باقیمانده مدل بزرگتر باشد، سرمایه‌گذاری ناکارآمد بیشتر و بازده سرمایه‌گذاری کمتر می‌شود. از ضرب قدر مطلق پسماندهای الگو در منفی یک، کارایی سرمایه‌گذاری به دست می‌آید (گونگ و همکاران، ۲۰۲۳):

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{it-1} + \beta_2 CASH_{it} + \beta_3 Leverage_{it-1} + \beta_5 SIZE_{it-1} + \beta_6 GROWTH_{it-1} + \beta_7 CASH_{it} + \beta_8 INV_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

که در آن،  $INV_{it}$  (کل سرمایه‌گذاری)، نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود به کل دارایی‌ها در سال جاری؛  $Growth_{i,t-1}$ ، نشان دهنده نرخ رشد فروش سالانه شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است که از تقسیم اختلاف فروش سال جاری و سال قبل بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود؛  $Cash_{i,t-1}$ ، نسبت نقدی است و از تقسیم مجموع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به جمع دارایی‌ها در سال  $t-1$  محاسبه می‌شود.  $Leverage_{i,t-1}$  اهرم مالی شرکت است که از نسبت کل بدهی بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.  $Size_{i,t-1}$ ، اندازه شرکت است که با استفاده از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها محاسبه می‌شود.  $Age_{i,t-1}$ ، سن شرکت است و از لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده، محاسبه می‌شود.  $Ret_{i,t-1}$ ، سهام سالانه شرکت  $i$  در سال  $t-1$  است و  $INV_{it-1}$  (کل سرمایه‌گذاری)، نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود به کل دارایی‌ها در سال قبل است.

### متغیر مستقل

**مالی سازی شرکت:** متغیر مستقل پژوهش سطح مالی سازی شرکت است. با توجه به ترازنامه، صورت سود و زیان و صورت جریان نقدی، مالیه شدن شرکت را می‌توان به ترتیب با نگهداری دارایی، بازده سود و جریان سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری کرد. با این حال، نسبت سود مالی در برابر نوسانات بازار مالی آسیب پذیرتر است. در مقابل، نسبت دارایی‌های مالی و نسبت جریان سرمایه‌گذاری مالی بیشتر منعکس‌کننده تصمیمات مربوط به فعالیت مالی خود شرکت است. با استفاده از دمیر<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)، توماسکوویچ دیوی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۵)، و جیانگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۲)، سطح مالی سازی شرکت برحسب سهم دارایی مالی آن اندازه‌گیری می‌شود، که به معنای نسبت دارایی‌های مالی به کل دارایی‌ها است. از جمله دارایی‌های مالی شامل دارایی‌های مالی تجاری، دارایی‌های مالی مشتقه، وام‌های خالص، پیش پرداخت‌های اعطایی، دارایی‌های مالی موجود برای فروش، سرمایه‌گذاری‌های نگهداری شده تا سررسید و املاک سرمایه‌گذاری است (گونگ و همکاران، ۲۰۲۳).

1. Demir  
2. Tomaskovic Devey, et al.  
3. Jiang, et al.



**متغیر تعدیل کننده**

محدودیت‌های تامین مالی: برای اندازه‌گیری محدودیت‌های تامین مالی از مدل جو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) بر اساس پژوهش گونگ و همکاران (۲۰۲۳) به صورت رابطه (۳) برآورد می‌گردد:

$$SA = -0/737 \times SIZE + 0/043 \times SIZE^2 - 0/04 \times AGE \quad (3)$$

SA: محدودیت‌های تامین مالی؛ SIZE: اندازه شرکت و AGE: سن شرکت است.

با توجه اینکه این متغیر محدودیت‌های تامین مالی نقش تعدیلگر دارد، پس از محاسبه، عدد مزبور با میانه نسبت محدودیت‌های تامین مالی در هر سال مقایسه شده است؛ در صورتی که مقدار آن، از مقدار میانه بالاتر باشد عدد یک به آن نسبت داده شده و در غیر این صورت، مساوی صفر فرض شده است.

**متغیرهای کنترلی**

سن شرکت: برای محاسبه سن شرکت، از لگاریتم طبیعی تفاضل سال مالی مورد بررسی و سال تاسیس شرکت استفاده می‌شود (گونگ و همکاران، ۲۰۲۳).

اندازه شرکت: از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود (گونگ و همکاران، ۲۰۲۳).

رشد شرکت: از تفاضل فروش سال جاری و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود (گونگ و همکاران، ۲۰۲۳).

نگهداشت وجه نقد: از نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود (گونگ و همکاران، ۲۰۲۳).

اهرم مالی: از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها حاصل می‌شود (گونگ و همکاران، ۲۰۲۳).

**یافته‌های پژوهش**

در این قسمت داده‌های جمع‌آوری شده مربوط به متغیرهای پژوهش با استفاده از تکنیک‌های آماری و اقتصادسنجی مورد تجزیه و تحلیل و فرضیات نیز مورد آزمون قرار می‌گیرند. مدل پژوهش در این بخش ارائه و در نهایت، نتایج اجرای مدل رگرسیونی بیان خواهد شد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
INV	-۰/۲۴۹	-۰/۱۵۰	-۰/۰۰۰۰۵	-۱۳/۵۷۰	۰/۶۰۹	-۱۴/۰۲۷	۲۶۲/۴۵۹
Fin	۰/۱۲۲	۰/۰۹۱	۰/۸۳۶	۰/۰۰۱	۰/۱۰۷	۲/۰۲۱	۸/۴۱۹
SA	۰/۳۵۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۷۹	۰/۵۸۹	۱/۳۴۶
AGE	۲/۹۳۹	۲/۹۴۴	۳/۹۸۹	۱/۳۸۶	۰/۴۰۲	۰/۰۳۲	۳/۳۲۸
SIZE	۱۴/۶۶۱	۱۴/۴۲۰	۲۱/۳۲۷	۱۰/۴۹۲	۱/۶۵۱	۰/۹۰۶	۴/۳۰۶
GROWTH	۰/۳۷۹	۰/۲۹۱	۱۸/۱۶۹	-۰/۹۰۹	۰/۷۴۰	۱۱/۶۴۲	۲۴۷/۰۷۷
CASH	۰/۰۴۶	۰/۰۲۹	۰/۵۹۹	۰/۰۰۰۳	۰/۰۵۳	۳/۲۶۰	۲۱/۴۴۹
LEV	۰/۵۴۹	۰/۵۵۲	۱/۸۲۴	۰/۰۳۱	۰/۲۰۳	۰/۲۰۷	۳/۹۴۱
مشاهدات	۱۴۳۰	۱۴۳۰	۱۴۳۰	۱۴۳۰	۱۴۳۰	۱۴۳۰	۱۴۳۰

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۲) حاوی آمار توصیفی متغیرهای مربوط به مدل‌های اصلی جهت آزمون فرضیه‌ها است. مهمترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال میانگین متغیر اندازه شرکت برابر با ۱۴/۶۶۱ می‌باشد و نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. برای مثال میانه متغیر اندازه شرکت برابر با ۱۴/۴۲۰ می‌باشد و بیانگر آن است که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. پارامترهای پراکندگی، به طور کلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از جمله مهمترین پارامترهای پراکندگی انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اندازه شرکت برابر ۱/۶۵۱ می‌باشد و نشان می‌دهد متغیر مزبور دارای بیشترین میزان پراکندگی می‌باشد. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. همچنین، مثبت بودن ضرایب کشیدگی حکایت از این مطلب دارد که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده‌ها حول میانگین متمرکزتر شده‌اند. به‌منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنی‌دار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق در مدل گردید. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد برای متغیرهای مدل‌ها به شرح جدول ۳ است.



جدول ۳. آزمون مانایی متغیرها

متغیر	Levin, Lin & Chu		Im, Pesaran and Shin W-stat		ADF - Fisher Chi-square		PP - Fisher Chi-square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
INV	-۱۹/۹۵۲	۰/۰۰۰	-۱۰/۲۳۹	۰/۰۰۰	۶۴۸/۸۳۰	۰/۰۰۰	۷۰۲/۱۷۱	۰/۰۰۰
Fin	-۲۱/۴۴۷	۰/۰۰۰	-۶/۲۱۸	۰/۰۰۰	۵۰۱/۷۷۱	۰/۰۰۰	۴۷۴/۷۶۳	۰/۰۰۰
AGE	-۸۳/۱۰۲	۰/۰۰۰	-۳۲/۲۶۶	۰/۰۰۰	۸۳۸/۶۲۸	۰/۰۰۰	۲۶۴۷/۴۷	۰/۰۰۰
SIZE	-۲۱/۲۸۲	۰/۰۰۰	-۱۵/۲۶۳	۰/۰۰۰	۴۳۶/۷۰۴	۰/۰۰۰	۴۴۹/۲۷۲	۰/۰۰۰
GROWTH	-۱۴/۵۹۹	۰/۰۰۰	-۵/۸۵۰	۰/۰۰۰	۴۶۰/۶۶۹	۰/۰۰۰	۴۸۵/۳۳۲	۰/۰۰۰
CASH	-۲۶/۲۴۶	۰/۰۰۰	-۹/۹۹۲	۰/۰۰۰	۵۹۹/۶۳۴	۰/۰۰۰	۶۱۶/۷۴۴	۰/۰۰۰
LEV	-۱۵/۸۵۲	۰/۰۰۰	-۵/۴۵۹	۰/۰۰۰	۴۴۸/۶۶۱	۰/۰۰۰	۳۸۰/۳۰۷	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از جدول ۳ مشخص گردید که مقدار احتمال آزمون‌ها برای کلیه متغیرهای تحقیق کوچک‌تر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین متغیرهای فوق در سطح مانا قرار دارند. قبل از برآورد مدل لازم است تا عدم وجود هم‌خطی میان متغیرهای پژوهش آزمون شود. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم‌خطی میان متغیرهای پژوهش از تحلیل همبستگی استفاده شده است که این کار با محاسبه ضریب همبستگی پیرسون انجام می‌شود. جدول (۴) ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد:

جدول ۴. ضرایب همبستگی پیرسون

LEV	CASH	GROWTH	SIZE	AGE	Fin	INV	Correlation
						۱/۰۰۰	INV
					۱/۰۰۰	۰/۰۶۰	Fin
				۱/۰۰۰	-۰/۰۰۰۵	-۰/۰۹۳	AGE
			۱/۰۰۰	۰/۰۸۶	۰/۰۷۸	-۰/۰۱۷	SIZE
		۱/۰۰۰	۰/۰۹۶	۰/۰۸۲	۰/۱۲۰	-۰/۰۴۴	GROWTH
	۱/۰۰۰	۰/۰۶۹	-۰/۰۶۹	۰/۰۴۶	۰/۲۳۷	۰/۰۰۹	CASH
۱/۰۰۰	-۰/۱۷۵	-۰/۱۷۰	-۰/۰۵۷	۰/۰۴۱	-۰/۱۴۲	۰/۱۳۶	LEV

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج جدول (۴) مشخص که مقادیر ضریب همبستگی خیلی زیاد یا خیلی کم (نزدیک به ۱ و -۱) که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهد، وجود ندارد. در نتیجه هم‌خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد. نتایج آزمون نرمال بودن خطاهای مدل در جدول ۵ ارائه شده است.

### جدول ۵. آزمون نرمال بودن خطاهای مدل

مدل	نوع آزمون	آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
مدل اصلی	جارك برا	۱/۰۹۷	۰/۵۷۷	نرمال بودن خطاها

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول ۵ مشاهده می‌شود، سطح معنی‌داری جمله اخلاص مدل بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد که نشان‌دهنده نرمال بودن خطاهاست. یکی از پیش‌فرض‌های مدل رگرسیون، ثابت بودن واریانس خطا است. به‌طوری‌که باوجود ناهمسانی واریانس در مدل، افزایش یا کاهش در متغیر مستقل، واریانس متغیر وابسته که برابر با واریانس پسماند است تغییر می‌کند. در این پژوهش برای اطمینان از نتایج به‌دست‌آمده، برای بررسی همسانی واریانس‌ها در داده‌های ترکیبی از روش بارتلت استفاده می‌شود. در روش همسانی واریانس بارتلت، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها و فرض مخالف آن ناهمسانی واریانس‌ها در نظر گرفته می‌شود. جدول ۶ نتایج حاصل از آزمون همسانی واریانس مدل را نشان می‌دهد.

### جدول ۶. آزمون همسانی واریانس خطاهای مدل

مدل	نوع آزمون	احتمال آزمون
مدل اصلی	بارتلت	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج جدول ۶ که نشان‌دهنده مقدار احتمال کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، می‌توان گفت واریانس خطاها ناهمسان است و فرض صفر مبنی بر ثابت بودن واریانس مدل رد شده است. برای رفع ناهمسانی واریانس خطاها، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) استفاده شد. در داده‌های ترکیبی ابتدا به‌منظور انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر احتمال (p-value) محاسبه‌شده بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ باشد از داده‌های تلفیقی و در غیر این صورت، از داده‌های تابلویی استفاده خواهد شد. جدول ۷ نتایج حاصل از آزمون F لیمر مدل را نشان می‌دهد.

### جدول ۷. نتایج آزمون F لیمر

مدل	نوع آزمون	مقدار	P-Value
مدل اصلی	F لیمر	۳/۰۱۸	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس جدول ۷ با توجه به اینکه احتمال (p-value) بدست‌آمده از آزمون F لیمر برای مدل پژوهش کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین، به‌منظور برآورد مدل‌ها، از مدل داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. برای



مقایسه مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از نظر قدرت توضیح دهنده، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. فرض صفر در آزمون هاسمن، مناسب بودن مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل رگرسیونی می‌باشد و در مقابل فرض صفر، مدل اثرات ثابت تأیید می‌گردد.

**جدول ۸. نتایج آزمون هاسمن**

مدل	آماره	مقدار	P-Value	نتیجه آزمون
مدل اصلی	کای دو	۸۲/۳۶۸	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به اینکه معنی‌داری آزمون هاسمن کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین، به‌منظور برآورد مدل از مدل اثرات ثابت استفاده می‌شود. نتایج حاصل از برآورد مدل فرضیه‌های پژوهش را با استفاده از نرم‌افزار Eviews10 و روش تخمین حداقل مربعات تعمیم‌یافته نشان می‌دهد.

**جدول ۹. نتایج برآورد مدل پژوهش**

متغیر	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
Fin	۰/۱۰۷	۰/۰۵۴	۱/۹۶۳	۰/۰۴۹
SA	-۰/۰۵۵	۰/۰۱۰	-۵/۳۴۲	۰/۰۰۰
Fin × SA	-۰/۲۷۳	۰/۰۸۲	-۳/۳۰۰	۰/۰۰۱
AGE	۰/۲۶۲	۰/۰۴۱	۶/۳۴۰	۰/۰۰۰
SIZE	-۰/۰۹۹	۰/۰۱۱	-۸/۷۵۸	۰/۰۰۰
GROWTH	۰/۰۱۰	۰/۰۰۶	۱/۵۶۳	۰/۱۱۸
CASH	۰/۰۸۱	۰/۰۹۲	۰/۸۷۹	۰/۳۷۹
LEV	۰/۱۴۰	۰/۰۴۸	۲/۸۸۱	۰/۰۰۴
عرض از مبدأ (C)	۰/۳۷۸	۰/۰۴۸	۷/۷۳۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین = ۰/۳۲۳		ضریب تعیین تعدیل‌شده = ۰/۲۴۴		
آماره دوربین واتسون = ۱/۷۸۱	آماره آزمون F = ۴/۰۷۶	احتمال آزمون F = ۰/۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج مندرج در جدول (۹) نشان می‌دهد P-value آزمون F برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است و از آنجائی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه، می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. همچنین نتایج نشان‌دهنده این است که ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل تقریباً ۰/۲۴۴ است. این عدد نشان می‌دهد که ۲۴ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای توضیحی مدل قابل تبیین است و از آنجائی که آماره دوربین- واتسون این مدل برابر با ۱/۵۴۱ تا ۲/۵ قرار دارد، می‌توان گفت که در مدل خودهمبستگی وجود ندارد. نتایج مندرج در جدول نشان می‌دهد، P-value محاسبه‌شده برای متغیر مستقل مالی‌سازی شرکت (۰/۰۴۹)، کوچک‌تر از و ضریب برآورد شده آن متغیر (۰/۱۰۷) مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که مالی‌سازی شرکت تاثیر مثبت و معنی‌داری بر کارایی ۰/۰۵ سرمایه‌گذاری شرکت دارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه مالی‌سازی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معنی‌داری دارد، پذیرفته می‌شود. نتایج مندرج در جدول نشان می‌دهد، P-value محاسبه‌شده برای متغیر  $Fin \times SA$  (۰/۰۰۱)، کوچک‌تر از ۰/۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر (-۰/۲۷۳) منفی است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که محدودیت‌های تامین مالی در رابطه میان مالی‌سازی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر منفی و معنی‌داری دارد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه محدودیت‌های تامین مالی در رابطه میان مالی‌سازی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معنی‌داری دارد، پذیرفته می‌شود.

### بحث و نتیجه گیری

نتایج تحلیل فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند معنی‌داری محاسبه‌شده برای متغیر مستقل مالی‌سازی شرکت، کوچک‌تر از ۰/۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر مثبت است. در نتیجه می‌توان اظهار داشت که مالی‌سازی شرکت تاثیر مثبت و معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه مالی‌سازی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معنی‌داری دارد، پذیرفته می‌شود. لذا با افزایش مالی‌سازی شرکت، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. این نتیجه مطابق با نتیجه پژوهش گونگ و همکاران (۲۰۲۳) است. طبق مبانی نظری مالی شدن می‌تواند از دو طریق بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد. از یک سو، به دلیل نقدینگی قوی و بازدهی بالای دارایی‌های مالی، بنگاه‌ها می‌توانند مشکلات مالی را کاهش داده و سطح جریان نقدی آزاد را بهبود بخشند. درآمد قابل توجه حاصل از سرمایه‌گذاری‌های مالی، می‌تواند سرمایه‌گذاری‌های واقعی را جبران کند. از سوی دیگر، زمانی که بازده سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی بالاتر از واحدهای تجاری است، مدیریت تحت فشار برای بازده کوتاه‌مدت تمایل به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و فشار دادن سرمایه‌گذاری‌های واقعی بلندمدت دارد. نتایج تحلیل فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد معنی‌داری محاسبه‌شده برای متغیر  $Fin \times SA$ ، کوچک‌تر از ۰/۰۵ و ضریب برآورد شده آن متغیر منفی است. در نتیجه می‌توان گفت محدودیت‌های تامین مالی در



رابطه میان مالی‌سازی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر منفی و معنی‌داری دارد. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مبنی بر اینکه محدودیت‌های تامین مالی در رابطه میان مالی‌سازی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معنی‌داری دارد، پذیرفته می‌شود. لذا با کاهش محدودیت‌های تامین مالی تاثیر مالی‌سازی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. این نتیجه همسو با پژوهش گونگ و همکاران (۲۰۲۳) است. ، یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود، آن است که شرکت‌های با محدودیت تامین مالی، ممکن است به علت هزینه‌های زیاد تامین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت، صرف نظر نمایند که این امر، به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. اغلب پژوهش‌های موجود نشان داده است که گزینش طرح‌های کم بازده، موجب بیش سرمایه‌گذاری می‌گردد. تعدادی از این پژوهش‌ها نیز نتایج متضاد را در بر داشته است. بنابراین واحد تجاری زمانی به کارایی در سرمایه‌گذاری دست می‌یابد که همه پروژه‌هایی را که ارزش فعلی خالص مثبت داشته باشد، انتخاب کند. بنابراین در شرایطی که عواملی مانند انتخاب ناسازگار یا هزینه‌های نمایندگی وجود ندارد، صرف نظر کردن از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت، ناکارایی در سرمایه‌گذاری (کم سرمایه‌گذاری) و انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی (بیش سرمایه‌گذاری)، نیز به ناکارایی سرمایه‌گذاری منجر خواهد گردید. با توجه به اینکه رفتارهای مالی شرکت نه تنها می‌تواند سرمایه‌گذاری بیش از حد را بهبود بخشد، بلکه سرمایه‌گذاری کم را نیز کاهش می‌دهد و سبب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. لذا اثر ترویجی مالی‌سازی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری، مکانیزمی ممکن برای مالی‌سازی برای کمک به عملکرد واقعی شرکت فراهم می‌کند. دولت باید در ایجاد یک سیستم تامین مالی متنوع و استانداردسازی توسعه بازار سرمایه چند سطحی پیش‌قدم شود. در همین حال، شرکت‌های حقیقی باید دارایی‌های مالی کافی را تخصیص دهند که برای بهبود کارایی تخصیص سرمایه، افزایش سودآوری واقعی شرکت و ارزیابی ارزش شرکت مفید است. دوم، نتایج نشان می‌دهد مالی‌سازی شرکت‌ها می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را با کاهش محدودیت‌های تامین مالی بهبود بخشد، که راه‌های جدیدی را برای تامین مالی برای خدمت به اقتصاد واقعی باز می‌کند. دولت باید یک محیط مالی مطلوب برای توسعه اقتصاد واقعی ایجاد کند، کانال‌های مالی را برای ورود به اقتصاد واقعی باز کند و نهادهای مربوطه را تشویق کند تا محدودیت‌های تامین مالی شرکت‌های حقیقی را به‌طور مناسب کاهش دهند. نتایج پژوهش حاضر تحت تأثیر صحت اطلاعات موجود در صورت‌های مالی شرکت‌ها است. این در حالی است که به نظر می‌رسد به طور نسبی در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بر مبنای استانداردهای حسابداری ایران، افشاء و طبقه‌بندی کامل و مناسبی از اجزای سود صورت نمی‌گیرد و حتی برخی اصول و رویه‌های موجود در این رابطه، توسط شرکت‌ها به طور صحیح، کامل و یکنواخت بکار گرفته نمی‌شود. پیشنهاد می‌شود نتایج این پژوهش به تفکیک در صنایع مختلف بررسی شود و حتی صنایع باهم مقایسه شوند. به سایر پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی از دیگر مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری استفاده کنند.

### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.  
مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.  
تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.  
تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.



## References

- Ashrafi, M; & Abbasi, E. (2022). Corporate Philanthropy Behaviour and Investment Efficiency. *Accounting and Auditing Research*, 14(55), 55-76. (In Persian).
- Badpa, B; Osta, S. & Ayaz, S. (2025). Effect of Corporate Life Cycle on the Relationship between Characteristics of Management and Investment Efficiency in the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, doi: 22051/10/jfm.48416/2025.2968
- Baradaran Hassanzadeh, R; Badavar Nahandi, Y; & Negahban, L. (2014). The impact of financial constraints and agency costs of investment efficiency. *Financial Accounting Research*, 6(1), 89-106 (In Persian).
- Bhabra, G. S; Kaur, P; & Seoungpil, A. (2018). Corporate governance and the sensitivity of investments to cash flows. *Accounting & Finance*, 58(2), 367-396.
- Darabi, R; Varkesh, Z; & Derakhshan, J. (2021). The Impact of Government Ownership on the Relationship between Investment and Company Cash Flow. *Journal of Accounting and Management Vision*, 4(44), 13-33. (In Persian).
- Ding, H; & Li, Q. (2024). The effect of tax credit reporting on the efficiency of enterprise labor investment. *Finance Research Letters*, 60, 104805.
- Dolatkah, A; Vaez, S.A. & Basirt, M. (2021). Content analysis of investment efficiency measurement methods in domestic research. *Judgment and Decision Making in Accounting*, 1(4), 1-26. (In Persian).
- Ebrahimi, E; Rezaei, F; & Ghaderi, S. (2023). Social capital and investment efficiency. *Journal of Investment Knowledge*, 12(45), 53-71. (In Persian).
- Gong, C.M; Gong, P; & Jiang, M. (2023). Corporate financialization and investment efficiency: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 1-12.
- Guarighlia, A. & Yang, J. (2016). A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. *Journal of Corporate Finance*, 36, 111-130.
- Jiang, F; Shen, Y; & Cai, X. (2022). Can multiple blockholders restrain corporate financialization? *Pacific-Basin Finance Journal*, 101827.
- Kong, D; Ji, M. & Liu, L. (2023). Mandatory dividend policy and investment efficiency within state-owned business groups. *Pacific-Basin Finance Journal*, 77, 1-19.
- Ling, X. & Wu, W. (2022). Leverage and investment efficiency: Evidence from China's deleveraging policy. *Finance Research Letters*, 47, 1-9.
- Lin, Y; Lu, Z. & Wang, Y. (2023). The impact of environmental, social, and governance (ESG) practices on investment efficiency in China: Does digital transformation matter? *Research in International Business and Finance*, 66, <https://doi.org/1016/10/j.ribaf.102050/2023>.
- Mahfoozi, G; Akbari, M; & Ghasemi Shams, M. (2017). Examining the Impact of Corporate Social Responsibility on Investment - Cash Flow Sensitivity. *Journal of Investment Knowledge*, 6(21), 41-58. (In Persian).
- Mashyekh, S; Parsai, M. & Askarzadeh, P. (1402). The relationship between the quality of accounting information and legal investment on investment efficiency in member banks of Iran's capital market. *Judgment and decision making in accounting*, 2(5), 59-86. (In Persian).

Orhangazi, O. (2006). Financialization of the United States Economy and its Effects on Capital Accumulation: A Theoretical and Empirical Investigation. University of Massachusetts Amherst.

Rahmanian Koushkaki, A; & Nazari, F. (2023). Investigating the Relationship between Cash Retention and Investment Efficiency in Companies in Financial Crisis Considering the Role of Corporate Governance. *Monetary & Financial Economics*, 30(26). (In Persian).

Rezaei, G; Taghizadeh, R; Sadeghzadeh Maharlui, M. & Zeraatgari, R. (2022). The Effects of Product Market Competition on Labor Investment Efficiency with Emphasis the Role of Financing Constraints. *Financial Management Strategy*, 10(2), 77-98. doi: 22051/10/jfm.37898/2022.2604

Taghizadeh Khanqah, V; & Badavar Nahandi, Y. (2020). Relationships between Managerial Overconfidence, Internal Financing and Investment Efficiency. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(2), 209-238(In Persian).

Xie, J. (2015). CEO Career Concerns and Investment Efficiency: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 24, 149-159.

Zhu, G. P; Gui, H. F; Peng, T; & Jiang, C. H. (2023). Corporate tax avoidance and corporate financialization: The moderating effect of managerial myopia. *Managerial and Decision Economics*, 44(1), 459-472

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

