

# **The Impact of Corporate Financialization on Investment Efficiency: The Moderating Role of Board Characteristics and Ownership Structure**

**Hasan Fattahi Nafchi<sup>1</sup>**

Assistant Professor of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Iran.

**Sepehr Narimani**

M.A of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran.

**Abstract:** The presence of diverse financial markets and instruments not only expands the options available to managers but also creates opportunities for speculative activities. According to agency theory, managers may prioritize their personal interests over those of shareholders and company owners. The use of financial instruments in non-financial firms can boost short-term profitability but may divert attention from long-term and core business investments. This study examines the impact of corporate financialization on investment efficiency, considering board characteristics and ownership structure. To this end, four hypotheses were developed and tested using a screening sampling method on 163 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2013–2023. The hypotheses were analyzed using multivariate linear regression with panel data, controlling for year and industry effects. The results indicate that corporate financialization negatively affects investment efficiency, while board independence mitigates this negative effect. In contrast, board expertise and the presence of government shareholders did not influence the relationship between financialization and investment efficiency. These findings enrich the literature on corporate financialization and investment efficiency, highlighting that organizational characteristics and governance structures can moderate managerial financial behavior and the optimal allocation of resources. Moreover, the results provide practical insights for managers to make more informed investment decisions and guide policymakers in designing financial market regulations and corporate oversight mechanisms.

## **1- Introduction**

In recent decades, the financialization of non-financial firms has emerged as a critical topic in the field of corporate finance and strategic management. Financialization refers to the increasing involvement of firms in financial markets and the growing reliance on financial income rather than income derived from operational activities. Although financial markets and instruments provide various benefits such as improved liquidity, better risk management, and expanded investment options, they also present significant challenges, particularly when firms prioritize short-term financial gains over long-term productive investment. This tendency may become more pronounced in economies with underdeveloped regulatory systems or weak corporate governance. According to agency theory, managers may exploit financial instruments to pursue personal goals and enhance short-term profitability, potentially at the expense of shareholders' long-term interests. This behavior can lead to a deviation from the firm's core activities and reduce the efficiency of real investments.

---

<sup>1</sup> . Corresponding Author: h.fattahi@ase.ui.ac.ir

This study investigates the impact of financialization on the investment efficiency of firms listed on the Tehran Stock Exchange. Additionally, it examines the moderating role of board characteristics—including board independence and financial expertise—and ownership structure, specifically the presence of government shareholders. The rationale behind considering these governance mechanisms lies in their potential to curb opportunistic managerial behavior and align managerial decisions with the long-term interests of shareholders.

## **2- Hypotheses Development**

Drawing upon agency theory, stewardship theory, and prior empirical literature, four hypotheses were formulated:

- Hypothesis 1: Financialization has a negative effect on investment efficiency in non-financial firms.
- Hypothesis 2: Board independence weakens the negative relationship between financialization and investment efficiency.
- Hypothesis 3: Financial expertise of board members weakens the negative effect of financialization on investment efficiency.
- Hypothesis 4: The presence of government ownership weakens the relationship between financialization and investment efficiency.

Each hypothesis reflects a specific theoretical expectation regarding the role of corporate governance mechanisms in shaping the investment behavior of firms under conditions of financialization.

## **3- Methodology**

To empirically test the hypotheses, the study employed a screening sampling method to select a final sample of 163 non-financial firms listed on the Tehran Stock Exchange over a 10-year period from 2013 to 2023. Financial firms such as banks and insurance companies were excluded due to the inherent differences in their investment patterns and financial structures.

The dependent variable, investment efficiency, was measured based on the deviation from expected investment levels predicted by firm fundamentals, consistent with prior studies in corporate finance. The main independent variable, financialization, was operationalized using the ratio of financial assets to total assets. Moderating variables included the proportion of independent board members, the financial expertise of board members (measured by education and experience in finance or accounting), and the presence of government ownership (coded as a binary variable). The research model was estimated using panel data regression with fixed effects, controlling for both year and industry effects to minimize omitted variable bias and capture unobserved heterogeneity.

## **4- Results**

The results provide robust support for the first hypothesis: financialization has a statistically significant and negative impact on investment efficiency. This finding suggests that firms increasingly engaging in financial investments may allocate fewer resources to productive real investments, thereby reducing overall efficiency. Such behavior is consistent with the prediction of agency theory, where managerial preferences for short-term gains undermine long-term value creation. The second hypothesis was also supported. The interaction term between financialization and board independence was negative and statistically significant, indicating that a higher proportion of independent board members weakens the negative impact of financialization on investment efficiency. This result

highlights the importance of board independence in monitoring managerial decisions and promoting prudent investment behavior. However, the third and fourth hypotheses were not supported. The interaction between financialization and financial expertise of board members was statistically insignificant, implying that financial expertise alone may not be sufficient to alter managerial incentives or investment decisions under financialization pressure. Similarly, the presence of government ownership did not have a significant moderating effect on the relationship between financialization and investment efficiency.

## **5- Discussion and Conclusion**

The findings of this study underscore the potential adverse consequences of financialization for non-financial firms, particularly in emerging markets like Iran. While financial investments may offer temporary returns and flexibility, overreliance on them can weaken firms' commitment to core operations and lead to inefficient capital allocation. Importantly, the study demonstrates that board independence plays a critical role in curbing the negative effects of financialization. Independent directors, by virtue of their impartiality and oversight capacity, can constrain opportunistic behavior and redirect managerial focus toward long-term productive investments. Conversely, financial expertise without independence or influence appears insufficient to counterbalance the temptations of financial returns, perhaps due to alignment with management or a narrow technical view of profitability. The non-significant role of government ownership may reflect the complexities and institutional weaknesses in public-sector governance, where political motivations, lack of accountability, or limited market orientation dilute the effectiveness of ownership as a disciplinary mechanism.

Based on the study's findings, it is recommended that managers adopt a balanced investment strategy considering both short-term profitability and long-term sustainability, avoiding excessive focus on financial and speculative investments that reduce real investment efficiency. To strengthen corporate governance and mitigate financialization's negative effects, increasing board independence is advised. Given the insignificant effect of financial expertise alone, selecting board members should also emphasize analytical ability, independence, and a long-term perspective. Additionally, since government ownership does not moderate the relationship, oversight and accountability mechanisms in state ownership should be strengthened, avoiding political interference to guide resources toward productive activities. Investors should consider real investment efficiency, operational focus, and board independence alongside short-term financial gains. Monitoring the ratio of short-term financial assets can also serve as an early warning of resource diversion risk and support better investment decisions.

For future research, it is recommended that, in addition to examining the impact of financialization on investment efficiency, the role of cultural and psychological factors of managers in this relationship be explored to gain a deeper understanding of their motivations and decision-making behaviors. Furthermore, the impact of financialization can be analyzed separately across different industries to identify sectoral differences within the economy. It is also advised to investigate the effect of financialization on investment efficiency in conjunction with other corporate governance characteristics, such as board gender diversity, institutional ownership, and so on.

**Keywords:** Financialization, Financial Assets, Investment Efficiency, Ownership Structure, Board Characteristics.

# تأثیر مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری: نقش تعدیلی ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ساختار مالکیتی

حسن فتاحی نافچی<sup>۱</sup>، سپهر نریمانی<sup>۲</sup>

## چکیده

وجود بازارها و ابزارهای مالی متنوع، علاوه بر افزایش گزینه‌های پیشروی مدیران، فرصت فعالیت‌های سوداگرانه را نیز فراهم می‌کند. بر اساس تئوری تضاد منافع، مدیران ممکن است بیشتر به منافع شخصی خود توجه کرده و کمتر به منافع سهام‌داران و مالکان شرکت بیندیشند. استفاده از ابزارهای مالی در شرکت‌های غیرمالی می‌تواند سود کوتاه‌مدت شرکت‌ها را افزایش دهد، اما آنها را از سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اصلی و بلندمدت کسب‌وکار دور کند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ساختار مالکیتی است. بدین منظور چهار فرضیه تدوین شده که با استفاده از روش نمونه‌گیری غربال‌گری، تعداد ۱۶۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۴۰۲ انتخاب شدند. فرضیه‌ها با بهره‌گیری از روش رگرسیون خطی چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی و کنترل اثرات سال و صنعت مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج نشان داد که مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد و استقلال هیئت‌مدیره این اثر منفی را کاهش می‌دهد. درعین حال، تخصص اعضای هیئت‌مدیره و حضور سهام‌داران دولتی تأثیری بر رابطه مالی شدن و کارایی سرمایه‌گذاری نداشت. این یافته‌ها ضمن تقویت ادبیات مالی شدن شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری، نشان می‌دهد که ویژگی‌های سازمانی و ساختار حاکمیتی می‌توانند رفتار مالی مدیران و تخصیص بهینه منابع را تعدیل کنند. علاوه بر این، نتایج می‌توانند به مدیران کمک کنند تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه‌تر اتخاذ کنند و سیاست‌گذاران را در طراحی مقررات بازار مالی و نظارت بر شرکت‌ها راهنمایی کنند.

**کلیدواژه‌ها:** مالی شدن، دارایی‌های مالی، کارایی سرمایه‌گذاری، ساختار مالکیت، ویژگی‌های هیئت‌مدیره.

h.fattahi@ase.ui.ac.ir

<sup>۱</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول)

Sepehrrariman7899@ase.ui.ac.ir

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

## ۱. مقدمه

تحولات گسترده در نظام‌های اقتصادی و مالی طی دهه‌های اخیر موجب شده است که شرکت‌های غیرمالی به‌طور فزاینده‌ای به سمت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی سوق پیدا کنند؛ روندی که در ادبیات مالی تحت عنوان «مالی‌شدن»<sup>۱</sup> شناخته می‌شود. مالی‌شدن به معنای افزایش اتکای شرکت‌ها به درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری‌های مالی، نظیر سهام، اوراق بهادار و سپرده‌های بانکی، به جای تمرکز بر فعالیت‌های اصلی و عملیاتی خود است (چن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). در واقع، این پدیده اغلب نتیجه فشار برای کسب سود در کوتاه‌مدت، پاسخ به انتظارات بازار سرمایه و تضعیف چشم‌اندازهای بلندمدت است. گرچه برخی مطالعات معتقدند که نگهداری دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت می‌تواند مزایایی همچون افزایش نقدینگی، مقابله با نوسانات بازار و کاهش محدودیت‌های مالی را در پی داشته باشد (هارفور<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹؛ جین و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹)، اما شواهد فزاینده‌ای حاکی از آن است که تداوم چنین روندی می‌تواند به تخصیص ناکارای منابع منجر شده و کارایی سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها را کاهش دهد (اورهانگازی<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸؛ استاکهامر<sup>۶</sup>، ۲۰۰۴؛ لاو و سینگ<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴).

کارایی سرمایه‌گذاری به توانایی شرکت در تخصیص بهینه منابع به پروژه‌های سودآور و با ارزش اقتصادی اشاره دارد (اچاریا و مورا<sup>۸</sup>، ۲۰۱۵). زمانی که بنگاه‌ها به جای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تولیدی و بلندمدت، منابع خود را صرف معاملات مالی کوتاه‌مدت و سفته‌بازانه می‌کنند، فرصت‌های رشد واقعی از دست رفته و ثبات بلندمدت آن‌ها به خطر می‌افتد. به‌ویژه در محیط‌هایی با ناکارآمدی بازارهای مالی و اطلاعات ناقص، مالی‌شدن می‌تواند به انحراف در تصمیمات سرمایه‌گذاری منجر شود و زمینه‌ساز بروز ناکارآمدی و حتی بحران‌های مالی در سطح بنگاه و اقتصاد گردد. به بیان دیگر، مالی‌شدن ممکن است منجر به اثر «متراکم شدن» شود؛ به این معنا که منابع کمیاب از پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت به سمت ابزارهای مالی کوتاه‌مدت سوق پیدا می‌کنند که بازدهی سریع اما ناپایداری دارند (بودیش و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۵؛ ابرهارت و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۴).

با این حال، شدت و جهت تأثیر مالی‌شدن بر کارایی سرمایه‌گذاری ممکن است تحت تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیتی شرکت‌ها قرار گیرد. ویژگی‌هایی مانند استقلال هیئت‌مدیره، تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره و حضور سهامداران دولتی می‌توانند به‌عنوان عوامل نظارتی و کنترلی، در بهبود کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری و کاهش آثار منفی مالی‌شدن نقش ایفا کنند. شواهد نشان می‌دهد که استقلال بیشتر اعضای هیئت‌مدیره منجر به افزایش اثربخشی نظارت و ارتقاء کیفیت راهبری شرکتی می‌شود (لیپتون و لورش<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۲؛ روزنشستاین و وایات<sup>۱۲</sup>، ۱۹۹۰) و می‌تواند با محدود کردن رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، از انحراف سرمایه‌ها به سمت فعالیت‌های مالی پرریسک جلوگیری کند. همچنین تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره، با افزایش درک نسبت به ریسک‌های ناشی از سفته‌بازی و پیچیدگی بازارهای مالی، امکان تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر و تخصیص کارا تر منابع را فراهم می‌کند (دیتمار و دوچین<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۶؛ زی و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۳؛ بامبر و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۰). از سوی دیگر، شرکت‌هایی که بخشی از سهام آن‌ها در اختیار دولت قرار دارد، ممکن است به دلیل فشارهای اجتماعی، تعهد به سیاست‌های عمومی و الزام به پاسخ‌گویی، کمتر به دنبال کسب سود کوتاه‌مدت از طریق دارایی‌های مالی باشند و در نتیجه، رفتارهای مالی شده آن‌ها محدودتر باشد (کارنی و چایلد<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۳؛ موساچیو و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۵؛ بوباگری و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۸؛ هسو و همکاران<sup>۱۹</sup>، ۲۰۲۱).

با وجود انجام مطالعات متعدد داخلی در حوزه کارایی سرمایه‌گذاری، از جمله پژوهش‌هایی که به نقش راهبری شرکتی، عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های مالی پرداخته‌اند (قائد و همکاران، ۱۴۰۳؛ طهمورثی و همکاران، ۱۴۰۳؛ پورموسی و شریف‌زاده دربان، ۱۴۰۰)، بررسی مستقیم پدیده مالی‌شدن شرکت‌ها و پیامدهای آن بر کارایی سرمایه‌گذاری در سطح شرکت، به‌ویژه با در نظر گرفتن هم‌زمان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیتی، تاکنون در ادبیات داخلی مورد توجه قرار نگرفته است. به بیان دیگر، اگرچه مطالعات پیشین هر یک به‌طور مجزا به کارایی سرمایه‌گذاری یا سازوکارهای نظارتی پرداخته‌اند، اما نقش مالی‌شدن به‌عنوان یک تحول ساختاری در رفتار مالی شرکت‌ها و نحوه تعامل آن با ویژگی‌های هیئت‌مدیره و مالکیت دولتی، همچنان به‌عنوان یک خلأ پژوهشی باقی مانده است. از این‌رو، نوآوری اصلی پژوهش حاضر در ارائه شواهد تجربی درباره تأثیر مالی‌شدن بر کارایی سرمایه‌گذاری و تبیین نقش تعدیل‌گر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ساختار مالکیتی در این رابطه نهفته است. این پژوهش با اتخاذ رویکردی یکپارچه،

ضمن گسترش ادبیات داخلی در حوزه مالی شدن شرکت‌ها، می‌کوشد چارچوبی تحلیلی برای فهم بهتر پیامدهای نهادی و مدیریتی مالی شدن ارائه دهد. نتایج حاصل می‌تواند علاوه بر غنای مبانی نظری، مبنایی کاربردی برای تصمیم‌گیری مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران در جهت بهبود کارایی تخصیص منابع و کاهش آثار نامطلوب مالی شدن در بنگاه‌های اقتصادی فراهم آورد. در ادامه ابتدا به توضیح مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته شده است. سپس روش پژوهش و یافته‌های تجربی پژوهش بیان شده است و در پایان نتیجه‌گیری و پیشنهادات پژوهش ارائه شده است.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۱.۲. مالی شدن و کارایی سرمایه‌گذاری

مالی شدن به فرآیندی اطلاق می‌شود که در آن منطق و سازوکارهای بخش مالی به تدریج بر بخش واقعی اقتصاد و همچنین بر نحوه درک و اداره شرکت‌ها مسلط می‌شود. در این چارچوب، تصمیم‌های اقتصادی و معیارهای ارزیابی عملکرد، به‌طور فزاینده‌ای به تصمیم‌هایی درباره مقدار، زمان بندی و عدم قطعیت جریان‌های نقدی تقلیل می‌یابند و شرکت نه به‌عنوان یک سازمان مولد، بلکه به‌مثابه محملی برای ایجاد و گردش وجه نقد در نظر گرفته می‌شود. ادبیات مالی‌سازی نشان می‌دهد که سلطه این منطق، مرز میان اقتصاد واقعی و اقتصاد مالی را کمرنگ کرده و فعالیت‌های تولیدی، سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و ابعاد کیفی عملکرد شرکت‌ها را تابع اهداف کوتاه‌مدت مالی می‌سازد. در چنین شرایطی، بازارهای مالی و انتظارات سرمایه‌گذاران نقش محوری در هدایت رفتار شرکت‌ها ایفا می‌کنند و موفقیت بنگاه بیش از آنکه به کارایی عملیاتی یا ارزش‌آفرینی واقعی وابسته باشد، به توان ایجاد و مدیریت جریان‌های نقدی و بازده‌های مالی گره می‌خورد. این غلبه تدریجی بخش مالی بر بخش واقعی، که در ادبیات اقتصادی از آن با عنوان مالی‌سازی یاد می‌شود، پیامدهایی چون تغییر جهت منابع، تقویت رفتارهای کوتاه‌مدت‌گرا و تضعیف نقش سرمایه‌گذاری مولد در شرکت‌ها را به همراه دارد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۹).

دارایی‌های مالی به دارایی‌هایی گفته می‌شود که به خودی خود ارزشی ندارند بلکه ارزش خود را به‌واسطه یک دارایی دیگر به دست می‌آورند. به عنوان مثال: سهام، اوراق مشارکت یا سپرده‌های بانکی همگی جزو دارایی‌های مالی به شمار می‌روند. سرمایه‌گذاری‌های مالی با توجه به هدفی که دارند به دو طبقه اصلی بلندمدت و کوتاه‌مدت تقسیم می‌شوند لذا مالی شدن شرکت‌ها نیز از دو جنبه قابل بررسی است یکی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت و دیگری سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی بلندمدت. معمولاً سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی بلندمدت در راستای اصول راهبردی شرکتی و اهداف بلندمدت شرکت‌ها هستند و یا برای تحقق زنجیره ارزش شرکت‌ها انجام می‌شوند اما سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت بیشتر جنبه کمک به کسب سود و مثبت نشان دادن عملکرد مدیران را دارد. در نتیجه ی این نوع نگرش، بسیاری از شرکت‌ها شروع به خارج شدن از حوزه کسب و کار اصلی خود می‌کنند و از طریق سفته بازی در بازارهای مالی سعی در کسب سود دارند (چن و همکاران، ۲۰۲۰). در حالی که نگهداری دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت ممکن است به شرکت‌ها در رفع محدودیت‌های مالی و کسب سود به دلیل مکانیزم ناقص بازارهای مالی در اقتصادهای نوظهور کمک کند (هارفورد، ۱۹۹۹؛ جین و همکاران، ۲۰۱۹)، اما باعث حرکت و جوجه نقد از سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در بخش‌های واقعی مولد اقتصاد به سمت سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت غیرمولد می‌شود. برخی از پژوهش‌ها حتی مالی شدن را عامل کند شدن رشد اقتصادی و تکرار بحران‌های مالی می‌دانند (اورهانگازی، ۲۰۰۸؛ استاکهامر، ۲۰۰۴)، زیرا گسترش مالی‌سازی ممکن است سفته‌بازی را تشویق کند و تخصیص منابع محدود را مخدوش کند (لاو و سینگ، ۲۰۱۴). لذا در این پژوهش منظور از مالی شدن شرکت‌ها سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت می‌باشد.

کارایی سرمایه‌گذاری به معنای توانایی دستیابی به بازدهی مطلوب با ریسک مناسب است. سرمایه‌گذاری کارآمد باید بازدهی قابل قبولی داشته باشد و همزمان ریسک‌های مرتبط را پوشش دهد. انتخاب صحیح فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت مناسب ریسک می‌تواند به کارایی سرمایه‌گذاری به معنای قرار دادن سرمایه یا منابع مالی در یک فرصت سرمایه‌گذاری با هدف کسب سود و بازدهی مالی، منجر شود (اچاریا و مورا، ۲۰۱۵). سرمایه‌گذاری می‌تواند در انواع مختلفی از جمله سرمایه‌گذاری در بازار سهام، سرمایه‌گذاری در

املاک و مستغلات، سرمایه‌گذاری در بنیادهای مالی، سرمایه‌گذاری در کسب و کارها و موارد مشابه، صورت گیرد. مالی‌سازی شرکت و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری واقعی حداقل به دو دلیل با هم در ارتباط هستند.

دلیل اول، دستاوردها و نتیجه اقدامات مدیران شرکت اغلب با شاخص‌های عملکرد کوتاه‌مدت اندازه‌گیری می‌شوند (رویچودری<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۶). بر اساس نظریه تضاد منافع، مدیران برای حفظ امنیت شغلی و به حداکثر رساندن منافع خود تمایل به تضعیف اهداف توسعه بلندمدت کسب و کارهای اصلی شرکت‌ها دارند. در نتیجه در دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت، پرسود و پرخطر سرمایه‌گذاری می‌کنند تا به انتظارات عملکرد کوتاه‌مدت برسند. در حالیکه این نگرش در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها ممکن است در کوتاه‌مدت شاخص‌های مالی شرکت‌ها را به سرعت بهبود ببخشد، اما سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت را کاهش می‌دهند. این امر به ویژه در اقتصادهایی که با عدم قطعیت و کاهش بازده سرمایه‌گذاری‌های واقعی اقتصادی مواجه هستند، می‌تولند باعث هدایت منابع بخش واقعی به سمت سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی شود. از این رو، مالی شدن شرکت منجر به اثر «متراکم شدن» در پروژه‌های سرمایه‌گذاری واقعی می‌شود، زیرا چنین پروژه‌های سرمایه‌گذاری، اغلب ریسک‌های بالایی دارند و بازده مورد نظر آنها طولانی مدت می‌باشد (بودیش و همکاران، ۲۰۱۵؛ ابرهارت و همکاران، ۲۰۰۴). تخصیص نادرست منابع محدود بین سرمایه‌گذاری مالی در مقابل سرمایه‌گذاری واقعی ممکن است منجر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت شود، زیرا ممکن است شرکت فرصت‌های سرمایه‌گذاری محتمل در رابطه با محدوده اصلی کسب و کار شرکت را به دلیل کمبود منابع از دست بدهد. به طور خلاصه، مالی شدن شرکت‌های غیرمالی ممکن است منجر به از دست دادن فرصت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلند مدت شود که باعث انتخاب سرمایه‌گذاری‌های غیرمنطقی و غیربهبینه می‌شود و بقا و سودآوری شرکت در بلندمدت را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

دلیل دوم ارتباط بین مالی شدن شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری بر این فرض استوار است که به دلیل حجم زیاد اطلاعات، مدیران نمی‌توانند توجه خود را به همه‌ی فرصت‌های پیش رو معطوف کنند. از آنجایی که به دست آوردن و پردازش اطلاعات می‌تواند هزینه‌های قابل توجهی را از نظر تلاش و صرف زمان مورد نیاز تحمیل کند، حیاتی‌ترین وظیفه‌ای که مدیران شرکت با آن روبه‌رو هستند نحوه تخصیص زمان و تمرکز خود بر روی فرصت‌های مختلف سرمایه‌گذاری می‌باشد (هانگ<sup>۲۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۷). با فرض توجه محدود مدیران به فرصت‌های سرمایه‌گذاری، افزایش توجه به سرمایه‌گذاری‌های مالی ممکن است با کوتاه کردن افق برنامه‌ریزی مدیران شرکت و منحرف کردن توجه آنها از اهداف توسعه بلندمدت کسب و کار اصلی شرکت‌ها، توجه به فرصت‌های فیزیکی را از بین برده باشد. این امر، ناگزیر باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود، زیرا مدیران تمایل دارند بر روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تمرکز کنند و توجه کمتری به نظارت و مشاوره در مورد تصمیمات سرمایه‌گذاری واقعی شرکت داشته باشند که فرصت‌های کمیاب برای شرکت محسوب می‌شوند. در مجموع، مالی شدن شرکت‌های غیرمالی منجر می‌شود منابع مالی کمتری به فرصت‌های سرمایه‌گذاری واقعی سودآور اختصاص می‌یابد. علاوه‌براین، مدیران با در اولویت قراردادن سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و عدم توجه به پروژه‌های سرمایه‌گذاری واقعی، تصمیمات سرمایه‌گذاری غیربهبینه اتخاذ می‌کنند. بر این اساس انتظار می‌رود که مالی شدن باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری شود.

لی<sup>۲۲</sup> و همکاران (۲۰۲۴) با بررسی تأثیر مالی‌سازی شرکت‌های بورسی تولیدی با فناوری پیشرفته بر سرمایه‌گذاری واقعینشان دادند مالی‌سازی این شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاری واقعی تأثیر می‌گذارد که منجر به کاهش سرمایه‌گذاری واقعی می‌شود. علاوه بر این، با ملایم‌تر شدن سیاست‌های کلان اقتصادی، تأثیر منفی مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری واقعی تشدید می‌شود، در حالی که محدودیت‌های مالی رابطه منفی بین مالی‌سازی و سرمایه‌گذاری واقعی را تقویت می‌کند. لنگ<sup>۲۳</sup> و همکاران (۲۰۲۳) با بررسی تأثیر مالی‌شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری به نتایجی دست یافتند که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و سوداگرانه در بازارهای مالی باعث عدم کارایی سرمایه‌گذاری‌ها در شرکت‌ها می‌شود. علاوه‌براین اثر مالی‌سازی شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با حضور مدیران باتخصص یا سیستم نظارتی قوی هیئت مدیره یا حضور نهادهای دولتی در ساختار سرمایه آنها کمتر از شرکت‌هایی است که این شرایط را ندارند. در مطالعات داخلی، اخگر و همکاران (۱۴۰۲) نشان دادند که افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی منجر به کاهش سطح مالی‌شدن شرکت‌ها می‌شود. این نتیجه قابل توجه است زیرا برخلاف انتظار برخی دیدگاه‌ها که در شرایط نااطمینانی

انتظار افزایش سرمایه‌گذاری‌های مالی را دارند، یافته مذکور نشان می‌دهد که بنگاه‌ها ممکن است در مواجهه با ابهام‌های محیطی، استراتژی‌های محافظه‌کارانه‌تری اتخاذ کنند و از فعالیت‌های مالی فاصله بگیرند. در راستای تبیین آثار منفی مالی شدن بر سرمایه‌گذاری واقعی، حاجی و همکاران (۱۴۰۲) نشان دادند که افزایش گرایش شرکت‌های غیرمالی به فعالیت‌های مالی از جمله کسب درآمدهای غیرعملیاتی و پرداخت سودهای نقدی، تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری واقعی دارد. یافته‌های این پژوهش بیانگر آن است که مالی شدن، با تغییر اولویت مدیران از پروژه‌های مولد و بلندمدت به فعالیت‌های مالی کوتاه‌مدت و سوداگرانه، منجر به تخصیص غیربهبینه منابع و کاهش کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها می‌شود. این نتایج با رویکرد نظری پژوهش حاضر در زمینه پیامدهای منفی مالی شدن برای توسعه پایدار شرکت‌ها هم‌راستا است. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش به شرح ذیل تدوین شده است:

**فرضیه اول:** مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد.

## ۲-۲. نقش استقلال هیات مدیره

بسیاری از نظریه‌ها و شواهد تجربی نشان داده‌اند که قدرت نظارت هیئت مدیره یک عامل تعیین کننده اساسی برای اثربخشی راهبری شرکتی در نظم بخشیدن به تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران است (هرمالین و ویزباخ<sup>۲۴</sup>، ۱۹۹۸). به طور خاص، پژوهش‌ها قبلی شواهد متعددی را ارائه می‌دهند که از آنها اینگونه استنباط می‌شود که مدیران مستقل به تقویت نظارت هیئت مدیره کمک می‌کنند. قائد و همکاران (۱۴۰۳) با تأکید بر نقش راهبری شرکتی، نشان دادند که تقویت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از جمله استقلال هیئت‌مدیره و سازوکارهای نظارتی، تأثیر معناداری بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. این یافته‌ها هم‌راستا با دیدگاه‌هایی است که حاکمیت شرکتی قوی‌تر را عاملی مؤثر در کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران و بهبود تخصیص منابع می‌دانند. لیپتون و لورش (۱۹۹۲) معتقدند که شرکت‌ها می‌توانند با معرفی مدیران مستقل بیشتر و افزایش زمانی که هیئت مدیره صرف بحث در مورد کسب و کارهای کوتاه‌مدت و استراتژی‌های بلندمدت می‌کند، حاکمیت شرکتی را بهبود بخشند. علاوه بر این، روزنشتاین و وایات (۱۹۹۰) دریافتند که انتصاب مدیران مستقل تأثیرات مثبتی بر ثروت سهامداران دارد. بنابراین، انتظار می‌رود نسبت بیشتری از مدیران مستقل، مکانیزم نظارت را تقویت کند، که ناکارآمدی سرمایه‌گذاری ناشی از مالی شدن شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. بر اساس توضیحات فوق، استقلال هیات مدیره می‌تواند تأثیر منفی مالی شدن بر کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش دهد که فرضیه این ادعا به صورت زیر می‌باشد:

**فرضیه دوم:** استقلال هیئت مدیره اثرگذاری مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند.

## ۳-۲. نقش تخصص مالی اعضای هیات مدیره

یکی دیگر از روش‌های احتمالی که ممکن است تعیین کند چگونه مالی‌سازی شرکت‌ها کارایی سرمایه‌گذاری واقعی را کاهش می‌دهد، این است که آیا یک شرکت می‌تواند به اندازه کافی اطلاعات مربوط به ریسک سفته‌بازی در بازارهای مالی را به دست می‌آورد و به طور کامل آنها را بررسی می‌کند. به طور خاص، شرکت‌هایی که تصمیم‌گیرندگانی دارند که پیچیدگی مالی را درک می‌کنند، مانند مدیران و اعضای هیئت مدیره با تخصص حسابداری یا مالی یا سوابق تحصیلی، توانایی بیشتری در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه دارند. پژوهش‌ها در حوزه مالی نشان می‌دهد که تجربه قبلی مدیران و اعضای هیئت مدیره، به ویژه تجربه در شرکت‌های آسیب دیده، می‌تواند الگوهای تصمیم‌گیری آنها را تغییر دهد (دیتمار و دوچین، ۲۰۱۶). بنابراین، تجربه‌ی کاری و تحصیلات مدیران و اعضای هیئت مدیره، نماینده مناسبی برای تخصص مالی آنها می‌باشد (زی و همکاران، ۲۰۰۳؛ بامبر و همکاران، ۲۰۱۰) و شرکت‌هایی که مدیران و اعضای هیئت مدیره آنها پیشینه‌ی مالی دارند، هنگام تصمیم‌گیری در مورد تخصیص دارایی‌ها محتاط‌تر هستند. بنابراین تخصص مالی اعضای هیات مدیره نیز می‌تواند در کاهش اثر منفی مالی شدن بر کارایی سرمایه‌گذاری نقش‌آفرینی نماید. فرضیه سوم پژوهش بر اساس مطالب فوق به شرح زیر است:

**فرضیه سوم:** تخصص مالی اعضای هیئت مدیره اثرگذاری مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند.

## ۴-۲. نقش سهامدار دولتی

علاوه بر این که مکانیزم نظارت، عاملی حیاتی در قدرت حاکمیت شرکت می باشد، می توان بر نقش مداخله دولت به عنوان مجرای مهم برای حکمرانی قوی تر، به ویژه در مورد موضوعاتی که ممکن است به منافع سهامداران و توسعه بلندمدت لطمه بزند، اشاره کرد. پژوهش ها اخیر به طور فزاینده ای شواهدی را پیدا کرده اند که نشان می دهد شرکت هایی که قسمتی از سهام آنها تحت تملک دولت می باشد لزوماً حکمرانی ضعیفی ندارند، اگرچه رشته ای از ادبیات که بر کارایی اقتصادی مالکیت دولتی تأکید می کند، معتقد است مدیران این چنین شرکت ها به دلیل اینکه بخشی از اعضای هیئت مدیره نمایندگان دولت هستند، نظارت ضعیفی دارند (پورتا<sup>۲۵</sup> و همکاران، ۱۹۹۸؛ لا پورتا و لوپز-د سیلانز<sup>۲۶</sup>، ۱۹۹۹) و فعالیت های رانت جوینانه سیاستمداران ممکن است منجر به فساد، تخصیص ناکارآمد منابع و کاهش انگیزه در نوآوری شود (شلیفر<sup>۲۷</sup>، ۱۹۹۸؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱) اما در مقابل، بسیاری از پژوهش ها اخیر شواهدی پیدا کرده اند که نشان می دهد این شرکت ها انگیزه بیشتری برای کمک به رفع شکست های بازار و انجام تلاش های اجتماعی بلندمدت ترویج شده توسط دولت در مقایسه با شرکت های خصوصی دارند (کارنی و چاپلید، ۲۰۱۳؛ موساچیو و همکاران، ۲۰۱۵؛ بوباکری و همکاران، ۲۰۱۸؛ هسو و همکاران، ۲۰۲۱). به همین دلیل می توان اینگونه نتیجه گیری کرد که مدیران شرکت هایی که قسمتی از سهام آنها تحت تملک دولت می باشد با توجه به محدودیت هایی که دارند کمتر درگیر فعالیت های سفته بازی و سرمایه گذاری های کوتاه می شوند. بر این مبنای وجود سهامدار دولتی نیز می تواند اثرات منفی مالی شدن بر کارایی سرمایه گذاری را تضعیف نماید. بنابراین فرضیه چهارم به شرح زیر است:

**فرضیه چهارم:** وجود سهامدار دولتی، اثرگذاری مالی شدن شرکت ها بر کارایی سرمایه گذاری را تضعیف می کند.

## ۳. روش پژوهش

پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی و بر مبنای هدف از نوع کاربردی است که به روش پس رویدادی انجام شده است. جامعه آماری پژوهش، همه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا انتهای سال ۱۴۰۲ در بورس فعال بوده اند. در انتخاب شرکت ها شرایط زیر در نظر گرفته شده است: با هدف کنترل اثر زمانی و به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ به منظور همگن سازی جامعه آماری، شرکت ها در دوره مدنظر، سال مالی خود را تغییر نداده باشند؛ جزء شرکت های بیمه، بانک ها و مؤسسه های اعتباری، واسطه گری های مالی نباشند، زیرا افشای مالی و ساختارهای اصول راهبری شرکت در آنها متفاوت است؛ به منظور سیال بودن سهام شرکت ها و در نتیجه قابل اتکا بودن قیمت سهام و بازده آن و جهت مقایسه بهتر، شرکت ها وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند؛ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت ها مثبت باشد؛ داده های مورد نیاز پژوهش موجود باشد. تعداد ۱۶۳ شرکت که حائز شرایط فوق بودند برای آزمون فرضیه های پژوهش انتخاب شدند. اطلاعات مورد نیاز جهت اندازه گیری متغیرها و فرضیه های پژوهش از نرم افزار رهاورد نوین، صورت های مالی حسابرسی شده و سایر گزارش های منتشره در تارنمای شرکت ها، کدال و سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است. پس از جمع آوری داده ها، برای جمع بندی و محاسبات از نرم افزار اکسل استفاده شده است. سپس تجزیه و تحلیل نهایی به وسیله الگوهای رگرسیونی چند متغیره و با استفاده از نرم افزار ایویوز ۱۲ و استتا ۱۵ انجام شده است.

## ۱.۳. متغیرها و مدل پژوهش

الگوهای پژوهش حاضر بر اساس مطالعه لنگ و همکاران (۲۰۲۳) انتخاب شدند. به منظور آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده های ترکیبی به شرح الگوی (۱) استفاده شده است. طبق فرضیه اول انتظار می رود ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد منفی و معنادار باشد.

$$\ln Ef_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{SINV}_{i,t} + \beta_2 \text{TQ}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \beta_6 \text{OCF}_{i,t} + \beta_7 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_t + \gamma_i + \varepsilon_i$$

الگوی (۱)

InEf: کارایی سرمایه‌گذاری شرکت، SINV: نسبت سرمایه‌گذاری‌های مالی کوتاه‌مدت بر کل دارایی‌ها (مالی‌شدن شرکت)، TQ: نسبت کیوتوبین، SIZE: اندازه شرکت، LEV: اهرم مالی، AGE: سن شرکت، OCF: جریان‌های نقدی عملیاتی، ROE: بازده حقوق صاحبان سهام،  $\alpha_t$ : اثر سال،  $\gamma_i$ : اثر صنعت و  $\varepsilon_i$ : باقیمانده الگو.

برای آزمون فرضیه دوم مبنی بر این‌که استقلال هیئت‌مدیره اثرگذاری مالی‌شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند، از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده‌های ترکیبی به شرح الگوی (۲) استفاده شده است. در صورتی‌که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار باشد فرضیه دوم رد نمی‌شود.

$$\text{InEf}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{InBoard}_{i,t} * \text{SINV}_{i,t} + \beta_2 \text{InBoard}_{i,t} + \beta_3 \text{TQ}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{OCF}_{i,t} + \beta_8 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_t + \gamma_i + \varepsilon_i \quad \text{الگوی (۲)}$$

که در آن،  $\text{InBoard}_{i,t}$ : نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضا و مابقی متغیرها همانند الگوی (۱) است.

برای آزمون فرضیه سوم مبنی بر این‌که تخصص مالی هیئت‌مدیره اثرگذاری مالی‌شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند، از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده‌های ترکیبی به شرح الگوی (۳) استفاده شده است. در صورتی‌که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار باشد فرضیه سوم رد نمی‌شود.

$$\text{InEf}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{FinancialExpertise}_{i,t} * \text{SINV}_{i,t} + \beta_2 \text{FinancialExpertise}_{i,t} + \beta_3 \text{TQ}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{OCF}_{i,t} + \beta_8 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_t + \gamma_i + \varepsilon_i \quad \text{الگوی (۳)}$$

که در آن:  $\text{FinancialExpertise}_{i,t}$ : تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره

برای آزمون فرضیه چهارم مبنی بر این‌که وجود سهام‌داران دولتی در هیئت‌مدیره اثرگذاری مالی‌شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند، از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده‌های ترکیبی به شرح الگوی (۴) استفاده شده است. در صورتی‌که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار باشد فرضیه چهارم رد نمی‌شود.

$$\text{InEf}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{SEO}_{i,t} * \text{SINV}_{i,t} + \beta_2 \text{SEO}_{i,t} + \beta_3 \text{TQ}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{OCF}_{i,t} + \beta_8 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_t + \gamma_i + \varepsilon_i \quad \text{الگوی (۴)}$$

که در آن  $\text{SEO}_{i,t}$ : نسبت سهام‌داران دولتی به کل سهام‌داران

**متغیر وابسته:** کارایی سرمایه‌گذاری است که به‌منظور اندازه‌گیری آن به پیروی از پژوهش لنگ و همکاران، (۲۰۲۳) از مدل رگرسیونی به شرح الگوی (۵) استفاده شده است:

الگوی (۵)

$$\text{INV}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CFO}_{it-1} + \beta_2 \text{Q}_{it-1} + \beta_3 \text{LEV}_{it-1} + \beta_4 \text{DIV}_{it-1} + \beta_5 \text{CASH}_{it-1} + \beta_6 \text{SG}_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

$\text{INV}$ : نسبت سرمایه‌گذاری جدید در دارایی‌های ثابت به ارزش دفتری دارایی‌ها،  $\text{CFO}$ : نسبت جریان وجه نقد عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌ها در شرکت،  $\text{Q}$ : نسبت ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها،  $\text{LEV}$ : نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها،  $\text{DIV}$ : نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم،  $\text{CASH}$ : نسبت وجه نقد به ارزش دفتری دارایی‌ها،  $\text{SG}$ : رشد فروش شرکت،  $\varepsilon$ : باقیمانده مدل که بیانگر ناکارایی سرمایه‌گذاری است. برای تبدیل ناکارایی به کارایی سرمایه‌گذاری، باقیمانده مدل در منهای یک ضرب شده است (لنگ و همکاران، ۲۰۲۳).

**متغیر مستقل:** در این پژوهش متغیر مستقل مالی‌شدن شرکت ( $\text{SINV}$ ) است که برای اندازه‌گیری آن، با پیروی از لنگ و همکاران (۲۰۲۳) از تقسیم سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها استفاده می‌شود. در ادبیات مالی‌شدن فرض بر این است که شرکت‌های غیرمالی به‌تدریج بخشی از منابع خود را از فعالیت‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری واقعی به سمت فعالیت‌های مالی و

سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی منحرف می‌کنند؛ بنابراین، هرچه سهم دارایی‌های مالی در ترازنامه شرکت بیشتر شود، می‌توان گفت میزان مالی‌شدن شرکت افزایش یافته است. از این رو، سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت معمولاً شامل اوراق بهادار قابل فروش، سهام سایر شرکت‌ها، سپرده‌های بانکی و ابزارهای مالی سودآور کوتاه‌مدت هستند. این اقلام ماهیتاً مالی‌اند نه عملیاتی، و افزایش آنها نشان می‌دهد شرکت به‌جای تمرکز بر تولید و سرمایه‌گذاری واقعی، در پی کسب بازده از بازارهای مالی است (لنگ و همکاران، ۲۰۲۳).

**متغیرهای تعدیلگر:** به پیروی از پژوهش لنگ و همکاران (۲۰۲۳) عبارت‌اند از:

**استقلال هیئت‌مدیره:** در این پژوهش، برای اندازه‌گیری استقلال هیئت‌مدیره از درصد اعضای مستقل هیئت‌مدیره استفاده شده است. بدین صورت که نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره هر شرکت به تعداد اعضای کل هیئت‌مدیره آن شرکت محاسبه شده و به‌عنوان استقلال هیئت‌مدیره در نظر گرفته شده است.

**تخصص مالی:** تخصص مالی را می‌توان از طریق تجربه کاری یا مدارک تحصیلی مرتبط جمع‌آوری کرد. بانگیزه ادبیات روان‌شناسی و به دنبال پژوهش‌های تجربی شواهد ثابتی پیدا شده است که تجربه قبلی ممکن است افراد را به تصمیم‌گیری متفاوت سوق دهد (نیسبت و راس<sup>۲۸</sup>، ۱۹۸۰؛ هرتویگ<sup>۲۹</sup>، ۲۰۱۲). این متغیر از تقسیم تعداد اعضای دارای تخصص مالی، حسابداری و اقتصاد بر تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره محاسبه شده است.

**ساختار مالکیت:** در این پژوهش، با توجه به مدنظر بودن وجود سهام‌دار دولتی در صاحبان سهام شرکت‌ها، اطلاعات سهام‌داران و درصد سهام آنها که در وبگاه کدال موجود است، در کل نمونه مورد بررسی قرار گرفته است. برای بررسی دقیق‌تر شرکت‌هایی بالای ۵ درصد از سهام آنها در مالکیت سازمان‌ها یا شرکت‌های دولتی هستند به‌عنوان شرکت‌هایی با وجود سهام‌دار دولتی طبقه‌بندی می‌شوند و برای آنها عدد یک در نظر گرفته شده و در غیر این صورت عدد صفر به آنها نسبت داده شده است.

**متغیرهای کنترلی:** سایر متغیرهایی که می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشد به پیروی از پژوهش لنگ و همکاران (۲۰۲۳) اثر آنها کنترل شده است که عبارت‌اند از:

ارزش بازار شرکت: برای محاسبه ارزش بازار شرکت از نسبت کیو توبین (Tobin's Q) استفاده شده است که از طریق مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت محاسبه شده است. جریان‌های نقد عملیاتی (OCF): برابر با خالص جریان‌های نقدی عملیاتی که از صورت جریان وجوه نقد استخراج شده است، تقسیم بر کل دارایی‌ها می‌باشد. اهرم مالی (Lev): اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها محاسبه شده است. اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت. سن شرکت (Age): از طریق لگاریتم طبیعی تفاوت سال تأسیس و سال مورد محاسبه بدست می‌آید. بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): برابر با سود خالص تقسیم بر میانگین حقوق صاحبان سهام شرکت است.

#### ۴. یافته‌های پژوهش

##### ۱.۴. آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) ارائه شده است.

##### نگاره (۱). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

پنل متغیرهای پیوسته					
نام متغیر	نماد	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
سن شرکت	Age	۳/۶۹۲	۴/۲۹۰	۲/۶۳۹	۰/۳۵۵
نسبت اعضای غیرموظف	Inboard	۰/۵۷۲	۰/۸۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۴۵
اهرم مالی	Lev	۰/۵۴۳	۱/۳۶۳	۰/۰۳۱	۰/۱۹۹
کارایی سرمایه‌گذاری	InEf	۰/۰۰۶	۰/۲۱۴	-۰/۰۰۱	۰/۰۲۵

۰/۱۵۸	-۰/۳۸۴	۲/۲۶۷	۰/۰۹۸	OCF	جریان‌های نقد عملیاتی
۰/۷۰۲	-۰/۳۲۱	۴/۶۹۵	۰/۳۹۶	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۱۹۶	۰/۰۰۰	۰/۷۱۸	۰/۱۰۵	SINV	مالی شدن شرکت
۱/۸۴۰	۱۱/۳۵	۲۱/۸۹	۱۵/۴۳	Size	اندازه شرکت
۹/۷۹۶	۰/۴۵۶	۳۹/۴۴	۵/۷۳۶	TQ	ارزش بازار شرکت
۰/۲۲۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۳۷۷	FinancialExpertise	نسبت تخصص مالی
پنل متغیر گسسته					
نام متغیر					
درصد فراوانی یک	درصد فراوانی صفر	فراوانی یک	فراوانی صفر	SEO	وجود یا عدم وجود سهام‌داران دولتی
۳۷/۵	۶۲/۵	۶۱۲	۱۰۱۸		

منبع: یافته‌های پژوهش

بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه از نظر ویژگی‌های مالی و ساختاری تنوع قابل توجهی دارند. متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری است. این متغیر با میانگین ۰/۰۰۶ و دامنه از ۰/۰۰۱- تا ۰/۲۱۴ نشان‌دهنده وجود شرکت‌هایی با کارایی پایین و برخی با کارایی بالا است. انحراف معیار ۰/۰۲۵ نیز بیانگر تنوع نسبی در کارایی سرمایه‌گذاری است. متغیر مستقل مالی شدن است که میانگین آن (نسبت دارایی‌های مالی به کل دارایی‌ها) ۰/۱۰۵ است که نشان می‌دهد به طور متوسط حدود ۱۰/۵ درصد دارایی‌ها در حوزه مالی سرمایه‌گذاری شده است. دامنه گسترده از صفر تا ۰/۷۱۸ و انحراف معیار ۰/۱۹۶، تنوع زیادی در درجه مالی شدن شرکت‌ها را منعکس می‌کند. نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره با میانگین ۰/۵۷۲ و دامنه صفر تا ۰/۸ بیانگر تنوع در ساختار راهبری شرکتی است. اهرم مالی شرکت‌ها میانگین ۰/۵۴۳ دارد که حاکی از درجه متوسط استفاده از بدهی در تأمین مالی است از نظر متغیرهای گسسته، حضور سهام‌داران دولتی در حدود ۳۷/۵ درصد از شرکت‌ها مشاهده می‌شود که سهم قابل توجهی از ساختار مالکیتی نمونه را تشکیل می‌دهد. این نکته نیز قابل ذکر است که داده‌های پرت متغیرهای پژوهش حذف شدند. قبل از تخمین الگوهای رگرسیونی، فروض کلاسیک رگرسیون شامل آزمون خودهمبستگی و آزمون همسانی واریانس بررسی شده است. برای ارزیابی خودهمبستگی مرتبه اول از آزمون ولدریج استفاده شده است. فرض صفر این آزمون بیانگر عدم وجود خودهمبستگی مرتبه اول در داده‌ها است. با توجه به مقدار آماره آزمون ولدریج که در نگاره (۲) ارائه شده است، مشخص شد که هر چهار مدل پژوهش دارای خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها هستند. برای بررسی همسانی واریانس از آزمون LR استفاده شده است. با توجه به نگاره (۲) در هر چهار مدل پژوهش فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد، بنابراین برای رفع آن در تخمین الگوهای پژوهش از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) و تصحیح وایت استفاده شده است.

#### نگاره (۲). آزمون‌های عدم خودهمبستگی و همسانی واریانس

احتمال	آماره ولدریج (بررسی خودهمبستگی)	مدل
۰/۰۰۰۰	۶۳/۷۸۴	مدل اول
۰/۰۰۰۰	۶۲/۰۱۸	مدل دوم
۰/۰۰۰۰	۶۱/۹۹۹	مدل سوم
۰/۰۰۰۰	۶۹/۸۶۵	مدل چهارم
احتمال	آماره LR (بررسی همسانی واریانس)	مدل
۰/۰۰۰۰	۱۰۲۶۸/۷۳	مدل اول
۰/۰۰۰۰	۱۰۲۹۱/۳۱	مدل دوم
۰/۰۰۰۰	۱۰۲۲۳/۹۶	مدل سوم
۰/۰۰۰۰	۱۰۲۸۲/۸۵	مدل چهارم

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۲.۴. نتایج آزمون فرضیه اول

طبق فرضیه اول مالی شدن شرکتها بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارد. نتایج حاصل از تخمین مدل اول پژوهش در نگاره (۴) منعکس شده است.

### نگاره (۴): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

InEf <sub>i,t+1</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> SINV <sub>i,t</sub> + β <sub>2</sub> TQ <sub>i,t</sub> + β <sub>3</sub> SIZE <sub>i,t</sub> + β <sub>4</sub> LEV <sub>i,t</sub> + β <sub>5</sub> AGE <sub>i,t</sub> + β <sub>6</sub> OCF <sub>i,t</sub> + β <sub>7</sub> ROE <sub>i,t</sub> + α <sub>t</sub> + γ <sub>i</sub> + ε <sub>i</sub>						
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	Vif
مالی شدن شرکت	SINV	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۴	-۶/۰۲۳	۰/۰۰۰	۱/۲۰
ارزش بازار شرکت	TQ	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۰۱	۱۶/۹۶	۰/۰۰۰	۱/۱۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۰۷	-۶/۴۲	۰/۰۰۰	۱/۲۹
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۰۴	-۴/۷۸	۰/۰۰۰	۱/۰۷
سن شرکت	AGE	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۰۲	-۱/۷۵	۰/۰۷۹	۱/۰۲
جریان‌های نقد عملیاتی	OCF	-۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۰۰۰۲	-۱/۳۷	۰/۱۷	۱/۱۵
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۰/۰۰۰۰۹	۰/۰۰۰۰۱	-۶/۲۸	۰/۰۰۰	۱/۰۹
ضریب ثابت	C	۰/۰۱۶	۰/۰۰۱	۹/۰۹	۰/۰۰۰	-
ضریب تعیین		۰/۳۳۰۴	آماره F			۱۹/۶۰
ضریب تعیین تعدیل یافته		۰/۳۱۳۵	احتمال آماره F			۰/۰۰۰۰۰
اثرات سال و صنعت کنترل شد						

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نگاره (۴) با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که ۰/۰۰۰۰ می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود که نشان می‌دهد که مدل پژوهش معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۳۱۳۵ است که بیانگر آن است که حدود ۳۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی مدل توضیح داده شده است. آماره آزمون VIF برای بررسی هم خطی نشان می‌دهد که برای تمام متغیرها این آماره کمتر از ۵ بوده و هم خطی شدید بین متغیرهای توضیحی وجود ندارد. مقدار احتمال آماره t برای متغیر مالی شدن برابر ۰/۰۰۰ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، همچنین علامت ضریب این متغیر منفی و برابر (-۰/۰۰۲) است؛ بنابراین با توجه به اینکه جهت تأثیرگذاری متغیر مستقل بر وابسته منفی است و مقدار احتمال کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. این موضوع نشان می‌دهد افزایش مالی شدن شرکتها با کاهش کارایی سرمایه‌گذاری همراه است، به گونه‌ای که سرمایه‌ها به جای تخصیص به پروژه‌های عملیاتی و تولیدی، به دارایی‌های مالی منتقل می‌شوند. این نتیجه بیانگر انحراف منابع از فعالیت‌های اصلی شرکت و تضعیف بهره‌وری سرمایه‌گذاری است.

## ۳.۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

بر اساس فرضیه دوم استقلال هیئت‌مدیره اثرگذاری مالی شدن شرکتها بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند. نتایج حاصل از تخمین مدل دوم پژوهش در نگاره (۵) منعکس شده است.

### نگاره (۵): نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

InEf <sub>i,t+1</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> Inboard <sub>i,t</sub> *SINV <sub>i,t</sub> + β <sub>2</sub> Inboard <sub>i,t</sub> + β <sub>3</sub> TQ <sub>i,t</sub> + β <sub>4</sub> SIZE <sub>i,t</sub> + β <sub>5</sub> LEV <sub>i,t</sub> + β <sub>6</sub> AGE <sub>i,t</sub> + β <sub>7</sub> OCF <sub>i,t</sub> + β <sub>8</sub> ROE <sub>i,t</sub> + α <sub>t</sub> + γ <sub>i</sub> + ε <sub>i</sub>						
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	Vif
مالی شدن	SINV	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۲	۷/۸۷	۰/۰۰۰	۴/۹۳
مالی شدن شرکت* نسبت اعضای غیرموظف	INBOARD*SINV	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	۲/۰۴	۰/۰۴۸	۳/۷۰

۱/۷۲	۰/۸۲	۰/۲۱۶	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۷	INBOARD	نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره
۱/۰۶	۰/۰۰۰	۷/۲۶	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۱	TQ	ارزش بازار شرکت
۱/۲۶	۰/۰۰۰	-۱۰/۰۷	۰/۰۰۰۰۶	-۰/۰۰۰۰۶	SIZE	اندازه شرکت
۱/۱۲	۰/۰۰۰	-۴/۱۰	۰/۰۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۰۱	LEV	اهرم مالی
۱/۰۳	۰/۰۰۰	-۳/۹۰	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۶	AGE	سن شرکت
۱/۲۴	۰/۰۵۹	-۱/۸۸	۰/۰۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۰۸	OCF	جریان های نقد عملیاتی
۱/۱۱	۰/۰۰۰	-۶/۴۴	۰/۰۰۰۰۹	-۰/۰۰۰۰۶	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
-	۰/۰۰۰	۷/۸۷	۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۱۹	C	ضریب ثابت
۲۰/۴۵		آماره F		۰/۳۵۱۲	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰		احتمال آماره F		۰/۳۳۴۰	ضریب تعیین تعدیل یافته	
اثرات سال و صنعت کنترل شد						

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نگاره (۵) با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که ۰/۰۰۰ می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود که نشان می‌دهد که مدل پژوهش معنادار است. مقدار آماره VIF برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۵ است و که نشان می‌دهد مشکل هم خطی وجود ندارد. مقدار اثر تعاملی متغیر مالی شدن شرکت \*نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره شاخصی برای ارزیابی فرضیه دوم پژوهش است. مقدار احتمال آماره t برای ضریب این متغیر تعاملی برابر ۰/۰۴۸ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، همچنین علامت ضریب این متغیر مثبت و برابر ۰/۰۰۳ است. با توجه به تأثیر منفی مالی شدن بر کارایی سرمایه گذاری (نتایج نگاره ۴) و ضریب مثبت متغیر تعاملی مالی شدن شرکت \*نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، می‌توان گفت استقلال هیئت مدیره استقلال هیئت مدیره اثرگذاری مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه گذاری را تضعیف می‌کند؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود.

#### ۴.۴. نتایج آزمون فرضیه سوم

طبق فرضیه سوم انتظار بر این است تخصص مالی اعضای هیئت مدیره، اثرگذاری مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه گذاری را تضعیف می‌کند. نتایج حاصل از تخمین مدل سوم پژوهش در نگاره (۶) منعکس شده است.

#### نگاره (۶). نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

$\ln Ef_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{FinancialExpertise}_{i,t} * \text{SINV}_{i,t} + \beta_2 \text{FinancialExpertise}_{i,t} + \beta_3 \text{TQ}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{OCF}_{i,t} + \beta_8 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_t + \gamma_i + \varepsilon_i$						
Vif	احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نماد	متغیر
۴/۳۵	۰/۰۰۰	-۴/۵۸	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۲	SINV	مالی شدن
۳/۷۹	۰/۵۵۷	-۰/۵۸۶	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۰۷	FINANCIALEXP *SINVERTISE	مالی شدن شرکت * تخصص مالی اعضای هیئت مدیره
۱/۳۳	۰/۰۰۳	۲/۹۳	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۹	FINANCIALEXP ERTISE	تخصص مالی اعضای هیئت مدیره
۱/۱۲	۰/۰۰۰	۱۰/۲۱	۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۰۰۰۲	TQ	ارزش بازار شرکت
۱/۳۶	۰/۰۰۰	-۸/۱۳	۰/۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰۵	SIZE	اندازه شرکت
۱/۰۷	۰/۰۰۰	-۵/۲۴	۰/۰۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۰۲	LEV	اهرم مالی
۱/۰۴	۰/۰۰۱	-۳/۱۲	۰/۰۰۰۰۱	-۰/۰۰۰۰۵	AGE	سن شرکت

۱/۱۹	۰/۱۴۸	-۳/۱۲	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۱	OCF	جریان‌های نقد عملیاتی
۱/۱۰	۰/۰۰۰	-۸/۱۵	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۶	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
-	۰/۰۰۰	۶/۹۵	۰/۰۰۲	۰/۰۱۶	C	ضریب ثابت
۱۸/۰۵		آماره F		۰/۳۲۳۳	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰		احتمال آماره F		۰/۳۰۵۴	ضریب تعیین تعدیل یافته	
اثرات سال و صنعت کنترل شد						

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نگاره (۶)، با توجه به مقدار احتمال آماره F که کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، مدل پژوهش معنادار است. مقدار آماره VIF برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۵ است و که نشان می‌دهد مشکل هم‌خطی وجود ندارد. مقدار اثر تعاملی متغیر مالی شدن شرکت\*تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره شاخصی برای ارزیابی فرضیه سوم پژوهش است. مقدار احتمال آماره t برای این متغیر برابر ۰/۵۵۷ و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است و معنادار نیست؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود. به بیان دیگر، تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره، اثرگذاری مالی شدن بر کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد.

#### ۵.۴. نتایج آزمون فرضیه چهارم

طبق فرضیه چهارم وجود سهام‌دار دولتی اثرگذاری مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند. نتایج آزمون این فرضیه در نگاره (۷) ارائه شده است.

#### نگاره (۷). نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم

$\ln Ef_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{SINV} + \beta_2 \text{SEO}_{i,t} * \text{SINV}_{i,t} + \beta_3 \text{SEO}_{i,t} + \beta_4 \text{TQ}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{LEV}_{i,t} + \beta_7 \text{AGE}_{i,t} + \beta_8 \text{OCF}_{i,t} + \beta_9 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_t + \gamma_i + \varepsilon_i$						
Vif	احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نماد	متغیر
۲/۴۴	۰/۰۰۰	-۸/۲۹	۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۲	SINV	مالی شدن
۳/۱۰	۰/۷۹	۰/۲۶	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۱	SEO*SINV	مالی شدن شرکت* وجود سهام‌دار دولتی
۱/۴۷	۰/۱۴۲	۲/۴۵	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۴	SEO	وجود سهام‌دار دولتی
۱/۱۲	۰/۰۰۰	۱۰/۰۱	۰/۰۰۰۰۲	۰/۰۰۰۲	TQ	ارزش بازار شرکت
۱/۴۴	۰/۰۰۰	-۸/۳۶	۰/۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۵	SIZE	اندازه شرکت
۱/۰۷	۰/۰۰۰	-۵/۲۵	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۲	LEV	اهرم مالی
۱/۰۳	۰/۰۰۷	-۲/۶۶	۰/۰۰۰۱	-۰/۰۰۰۴	AGE	سن شرکت
۱/۱۷	۰/۰۳۸	-۲/۰۷	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۹	OCF	جریان‌های نقد عملیاتی
۱/۱۰	۰/۰۰۰	-۸/۰۴	۰/۰۰۰۱	-۰/۰۰۰۸	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
-	۰/۰۰۰	۷/۱۷	۰/۰۰۲	۰/۰۱۷	C	ضریب ثابت
۱۸/۵۴		آماره F		۰/۳۲۹۱	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰		احتمال آماره F		۰/۳۱۱۴	ضریب تعیین تعدیل یافته	
اثرات سال و صنعت کنترل شد						

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس نگاره (۷)، با توجه به مقدار احتمال به‌دست‌آمده برای آماره F که ۰/۰۰۰ می‌باشد، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود که نشان می‌دهد که مدل پژوهش معنادار است. همچنین مقدار آماره VIF برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۵ است

و که نشان می‌دهد مشکل هم‌خطی وجود ندارد. از ضریب متغیر تعاملی مالی شدن شرکت و وجود سهام‌دار دولتی برای ارزیابی فرضیه چهارم پژوهش استفاده شده است. مقدار احتمال آماره  $t$  برای این متغیر برابر  $0/79$  می‌باشد و بیشتر از سطح خطای  $0/05$  است که معنادار نیست؛ بنابراین فرضیه چهارم پژوهش رد می‌شود. به عبارت دیگر وجود سهام‌دار دولتی، کاهش کارایی سرمایه‌گذاری به دلیل مالی شدن را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به هدف پژوهش که بررسی تأثیر مالی شدن بر کارایی سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ساختار مالکیتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. پژوهش حاضر در صدد پاسخ به این سؤالات است که آیا مالی شدن شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است؟ همچنین آیا ویژگی‌های هیئت‌مدیره (تخصص مالی و قدرت نظارت) و ساختار حاکمیتی شرکت می‌تواند رابطه بین مالی شدن شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد؟ به منظور پاسخ به سؤالات فوق چهار فرضیه تدوین شده که نتایج به دست آمده از فرضیه‌ها در ادامه تشریح شده است.

بر اساس مبانی نظری مطرح شده و مطابق با فرضیه اول، انتظار می‌رفت که مالی شدن شرکت‌ها اثر منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول مطابق با انتظار نشان داد که مالی شدن شرکت‌ها به طور معناداری موجب کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. این یافته با مجموعه‌ای از دیدگاه‌های نظری و شواهد تجربی موجود در ادبیات پژوهش همخوانی دارد. مطابق با نظریه تضاد منافع، در محیط‌هایی که دسترسی مدیران به ابزارها و فرصت‌های مالی گسترده‌تر است، انگیزه آن‌ها برای تخصیص منابع به فعالیت‌های مالی کوتاه‌مدت و سفته‌بازانه افزایش می‌یابد. چنین رفتارهایی غالباً با هدف بهبود عملکرد کوتاه‌مدت و ارتقای منافع شخصی مدیران صورت می‌گیرد و موجب انحراف منابع از سرمایه‌گذاری‌های واقعی، مولد و همسو با استراتژی‌های بلندمدت شرکت می‌شود که در نهایت به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌انجامد. علاوه بر این، بر اساس نظریه توجه محدود مدیران، تمرکز فزاینده بر فرصت‌های مالی و بازده‌های کوتاه‌مدت می‌تواند ظرفیت شناختی و نظارتی مدیران را در ارزیابی و پایش پروژه‌های سرمایه‌گذاری عملیاتی تضعیف کرده و منجر به اولویت‌بندی نادرست در تخصیص منابع شود. در چنین شرایطی، تصمیمات سرمایه‌گذاری به جای مبتنی بودن بر ملاحظات ارزشی و راهبردی، تحت تأثیر جذابیت‌های زودگذر مالی قرار می‌گیرند. این نتیجه همچنین با یافته‌های پژوهشگرانی نظیر اورهانگازی (۲۰۰۸)، استاکهامر (۲۰۰۴)، لائو و سینگ (۲۰۱۴)، لی و همکاران (۲۰۲۴) و لنگ و همکاران (۲۰۲۳) هم‌راستا است که نشان می‌دهند گسترش مالی شدن در سطح بنگاه، به تخصیص ناکارای منابع، کاهش سرمایه‌گذاری واقعی و تضعیف رشد پایدار اقتصادی منجر می‌شود.

یافته‌های مربوط به فرضیه دوم نشان داد که استقلال هیئت‌مدیره می‌تواند اثر منفی مالی شدن بر کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف کند. این نتیجه با مبانی نظری حاکمیت شرکتی و نقش نظارتی ساختار هیئت‌مدیره سازگاری بالایی دارد. بر اساس نظریه نمایندگی، استقلال اعضای هیئت‌مدیره از تیم مدیریتی، احتمال هم‌سوئی تصمیمات شرکت با منافع سهام‌داران را افزایش داده و زمینه کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را فراهم می‌کند. در شرایط مالی شدن، مدیران ممکن است تمایل داشته باشند منابع شرکت را به سمت سرمایه‌گذاری‌های مالی کوتاه‌مدت سوق دهند تا تصویر مطلوب‌تری از عملکرد مالی ارائه دهند؛ با این حال، حضور اعضای مستقل در هیئت‌مدیره می‌تواند به عنوان یک مکانیسم کنترلی کارآمد، از چنین انحراف‌هایی جلوگیری کند. استقلال هیئت‌مدیره از طریق تقویت نظارت، افزایش شفافیت فرایند تصمیم‌گیری و کاهش نفوذ منافع مدیریتی، افق تصمیم‌گیری را از کوتاه‌مدت به بلندمدت تغییر داده و زمینه تخصیص بهینه‌تر منابع را فراهم می‌سازد. این یافته با نتایج مطالعات لیبتون و لورش (۱۹۹۲)، روزنشتاین و وایات (۱۹۹۰) و لنگ و همکاران (۲۰۲۳) هم‌راستا است که نشان می‌دهند هیئت‌مدیره مستقل نقش مؤثری در ارتقای کیفیت راهبری شرکتی ایفا کرده و از طریق محدودسازی تصمیمات ناکارای مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد.

یافته‌های مربوط به فرضیه سوم نشان داد که تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره تأثیر معناداری بر رابطه بین مالی شدن و کارایی سرمایه‌گذاری ندارد. این نتیجه با یافته‌های پژوهش لنگ و همکاران (۲۰۲۳) همخوانی ندارد و حاکی از آن است که برخورداری

هیئت‌مدیره از دانش و مهارت‌های مالی، لزوماً به معنای ایفای نقش تعدیل‌گر مؤثر در برابر پیامدهای منفی مالی شدن نیست. بر اساس ادبیات پیشین، انتظار می‌رفت حضور اعضای دارای تخصص مالی بتواند کیفیت ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بهبود بخشیده و از گرایش افراطی به فعالیت‌های مالی کوتاه‌مدت بکاهد؛ با این حال، نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که این انتظار همواره محقق نمی‌شود. نخست، تخصص مالی لزوماً با نگرش راهبردی و افق تصمیم‌گیری بلندمدت همراه نیست. در بسیاری از موارد، افراد دارای پیشینه مالی تمرکز بیشتری بر شاخص‌های عملکرد کوتاه‌مدت، نسبت‌های مالی، بازده سرمایه و مدیریت ریسک دارند. چنین رویکردی می‌تواند موجب هم‌راستایی این اعضا با تصمیمات مدیریتی در جهت گسترش مالی شدن شود، چرا که سرمایه‌گذاری‌های مالی معمولاً بازدهی سریع‌تری داشته و در کوتاه‌مدت موجب بهبود ظاهر صورت‌های مالی می‌شوند. در نتیجه، اعضای متخصص مالی ممکن است نه تنها در برابر سیاست‌های مالی شدن مقاومت نکنند، بلکه آن را به‌عنوان ابزاری کارآمد برای بهبود عملکرد مالی تلقی نمایند. دوم، تخصص مالی در غیاب استقلال واقعی در تصمیم‌گیری، اثرگذاری محدودی خواهد داشت. چنانچه اعضای متخصص هیئت‌مدیره تحت نفوذ مدیرعامل یا سهام‌داران عمده قرار داشته باشند، حتی برخورداری از دانش تخصصی نیز نمی‌تواند به مهارت‌های غیرکارایی مالی شدن منجر شود. این وضعیت به‌ویژه در ساختارهایی که هیئت‌مدیره نقش تشریفاتی یا صوری ایفا می‌کند، تشدید شده و کارکرد نظارتی هیئت‌مدیره را تضعیف می‌نماید. در چنین شرایطی، تخصص مالی بیشتر در خدمت توجیه تصمیمات اتخاذشده قرار می‌گیرد تا اصلاح و کنترل آن‌ها. سوم، ترجیحات و انگیزه‌های شخصی اعضای متخصص نیز می‌تواند بر جهت‌گیری تصمیمات سرمایه‌گذاری اثرگذار باشد. از منظر محافظه‌کارانه، برخی از اعضای مالی‌محور ممکن است نگهداری منابع در دارایی‌های مالی کم‌ریسک را به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های عملیاتی که با عدم قطعیت و ریسک بالاتری همراه‌اند، ترجیح دهند. این ترجیح، هرچند ممکن است از منظر مدیریت ریسک قابل دفاع به نظر برسد، اما در نهایت می‌تواند به کاهش سرمایه‌گذاری واقعی و تضعیف کارایی سرمایه‌گذاری منجر شود. در مجموع، نتایج فرضیه سوم نشان می‌دهد که تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره، به‌تنهایی و بدون همراهی با استقلال نهادی و رویکردی بلندمدت در تصمیم‌گیری، قادر به ایفای نقش تعدیل‌گر مؤثر در رابطه بین مالی شدن و کارایی سرمایه‌گذاری نیست. این یافته بر اهمیت تمایز میان «دانش مالی» و «کارکرد نظارتی مؤثر» تأکید کرده و نشان می‌دهد که کیفیت حکمرانی شرکتی بیش از آنکه صرفاً به ترکیب مهارتی هیئت‌مدیره وابسته باشد، به نحوه اعمال این مهارت‌ها در بستر نهادی شرکت بستگی دارد.

یافته‌های فرضیه چهارم نشان داد وجود سهام‌دار دولتی، کاهش کارایی سرمایه‌گذاری به دلیل مالی شدن را تحت‌تأثیر قرار نمی‌دهد و این فرضیه رد می‌شود. رد فرضیه چهارم نشان می‌دهد که مالکیت دولتی در ساختار شرکت‌ها الزاماً منجر به بهبود نظارت یا جهت‌دهی منابع به سرمایه‌گذاری‌های واقعی نمی‌شود. این نتایج با پژوهش لنگ و همکاران (۲۰۲۳) همخوانی ندارد، با این حال این یافته با بخشی از ادبیات نظری که به ناکارآمدی مالکیت دولتی اشاره دارد، هم‌راستا است. مطابق با دیدگاه‌های پورتا و همکاران (۱۹۹۸) و شلیفر (۱۹۹۸)، حضور دولت به‌عنوان مالک ممکن است با عواملی مانند مداخلات سیاسی، اهداف غیرتجاری، ضعف انگیزشی، و نظارت ناکارآمد همراه باشد. در چنین شرایطی، حتی اگر انتظار بر این باشد که دولت با دیدی بلندمدت و توسعه‌گرا به سرمایه‌گذاری نگاه کند، سازوکارهای اجرایی ضعیف و انگیزه‌های غیرشفاف ممکن است از ایفای نقش نظارتی مؤثر جلوگیری کند. علاوه بر این، ساختار بوروکراتیک یا فشارهای سیاسی می‌توانند مدیران را به سمت انتخاب‌های کوتاه‌مدت و ظاهراً سودآور هدایت کنند، بدون آنکه الزاماً منافع عمومی یا کارایی اقتصادی مدنظر باشد. از سوی دیگر، نقص در شفافیت اطلاعاتی و ضعف پاسخگویی در شرکت‌های دولتی نیز می‌تواند نقش نظارتی سهام‌دار دولتی را کم‌رنگ کرده و از تأثیر آن بر کاهش پیامدهای مالی شدن بکاهد. در نتیجه، این یافته نشان می‌دهد که مالکیت دولتی به‌تنهایی ضامن بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در مواجهه با مالی شدن نیست، مگر آنکه با سازوکارهای حکمرانی قوی، شفافیت، و پاسخگویی همراه باشد. این موضوع می‌تواند راهنمایی برای سیاست‌گذاران در بازنگری نقش دولت در شرکت‌ها و ارتقای کیفیت حکمرانی شرکتی محسوب شود.

با توجه به یافته‌های پژوهش مبنی بر اثر منفی مالی شدن بر کارایی سرمایه‌گذاری، به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود از تمرکز بیش از حد بر فعالیت‌های مالی کوتاه‌مدت و سوداگرانه پرهیز کرده و منابع شرکت را در راستای سرمایه‌گذاری‌های واقعی، مولد و همسو با استراتژی‌های بلندمدت تخصیص دهند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که ضعف در کارایی سرمایه‌گذاری، بیش از آنکه ناشی از محدودیت

منابع باشد، به جهت‌گیری نادرست تصمیمات مدیریتی مرتبط است؛ بنابراین، مدیران باید با بازنگری در سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری، افق تصمیم‌گیری خود را از بهبود عملکرد کوتاه‌مدت به خلق ارزش پایدار بلندمدت تغییر دهند. همچنین، با توجه به نقش تعدیلی مثبت استقلال هیئت‌مدیره، توصیه می‌شود مدیران از تقویت جایگاه واقعی اعضای مستقل در فرایند تصمیم‌گیری استقبال کرده و از تضعیف نقش نظارتی آن‌ها پرهیز نمایند، چرا که این امر می‌تواند از انحراف منابع در شرایط مالی شدن جلوگیری کند و کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری را ارتقا دهد.

بر اساس نتایج پژوهش حاضر به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در ارزیابی شرکت‌ها نباید صرفاً به شاخص‌های سودآوری مالی یا بازده کوتاه‌مدت توجه کنند، بلکه لازم است میزان مالی‌شدن شرکت و پیامدهای آن بر کارایی سرمایه‌گذاری را نیز مدنظر قرار دهند. یافته‌ها نشان می‌دهد شرکت‌هایی که بخش قابل‌توجهی از منابع خود را به فعالیت‌های مالی اختصاص می‌دهند، لزوماً از کارایی سرمایه‌گذاری بالاتری برخوردار نیستند. از این‌رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند با تمرکز بر ساختار حاکمیت شرکتی، به‌ویژه استقلال هیئت‌مدیره، شرکت‌هایی را شناسایی کنند که احتمال انحراف منابع در آن‌ها کمتر است. همچنین، عدم معناداری نقش تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره نشان می‌دهد که برخورداری صرف از دانش مالی، بدون استقلال و نظارت مؤثر، نمی‌تواند تضمین‌کننده تصمیمات سرمایه‌گذاری کارا باشد؛ بنابراین، تحلیل کیفی ترکیب هیئت‌مدیره باید به‌عنوان مکمل تحلیل‌های مالی موردتوجه سرمایه‌گذاران قرار گیرد.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مالی‌شدن شرکت‌ها می‌تواند پیامدهای منفی قابل‌توجهی برای کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشد و درعین‌حال، مالکیت دولتی به‌تنهایی قادر به مهار این پیامدها نیست. براین‌اساس، به سیاست‌گذاران و نهادهای ناظر توصیه می‌شود به‌جای اتکای صرف بر حضور دولت در ساختار مالکیت شرکت‌ها، بر تقویت سازوکارهای حکمرانی شرکتی، افزایش استقلال هیئت‌مدیره و ارتقای شفافیت اطلاعاتی تمرکز کنند. تدوین و اجرای مقرراتی که نقش واقعی اعضای مستقل هیئت‌مدیره را تقویت کرده و پاسخگویی مدیران را افزایش دهد، می‌تواند به کاهش آثار منفی مالی‌شدن کمک کند. علاوه بر این، نهادهای ناظر بازار سرمایه می‌توانند با افشای دقیق‌تر اطلاعات مربوط به فعالیت‌های مالی شرکت‌ها و محدودسازی رفتارهای مالی کوتاه‌مدت و پرریسک، زمینه هدایت منابع به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد و پایدار را فراهم سازند. این اقدامات می‌تواند در نهایت به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و ارتقای سلامت بازار سرمایه منجر شود.

با توجه به نقش معنادار استقلال هیئت‌مدیره و عدم تأیید نقش تعدیلی تخصص مالی اعضای آن، پژوهش‌های آینده می‌توانند به بررسی اثرات تعاملی و هم‌زمان ویژگی‌های مختلف هیئت‌مدیره بپردازند. تحلیل ترکیب‌هایی از استقلال، تخصص مالی، تمرکز قدرت و تنوع هیئت‌مدیره این امکان را فراهم می‌آورد که شرایط نهادی مؤثر در مهار پیامدهای منفی مالی‌شدن شناسایی شود و از رویکردهای تک‌بعدی در تبیین نقش حاکمیت شرکتی فراتر رود. همچنین، در پژوهش‌های آینده می‌توان با ادغام دیدگاه‌های مالی رفتاری، نقش ویژگی‌های رفتاری مدیران نظیر اعتماد بیش از حد، افق زمانی تصمیم‌گیری، تمایل به ریسک و ساختار انگیزشی جبران خدمات را در انتقال اثر مالی‌شدن به تصمیمات سرمایه‌گذاری بررسی نمود و بدین ترتیب، کانال‌های رفتاری پنهان این رابطه را آشکار ساخت. همچنین بررسی ناهمگنی اثر مالی‌شدن در میان صنایع مختلف، اندازه‌های متفاوت شرکت‌ها و مراحل مختلف چرخه عمر بنگاه می‌تواند نشان دهد که پیامدهای مالی‌شدن در چه بسترهایی تشدید یا تضعیف می‌شود. چنین پژوهش‌هایی می‌توانند به ارائه توصیه‌های سیاستی و مدیریتی هدفمندتر و متناسب با ویژگی‌های بنگاه‌ها و صنایع منجر شوند.

این پژوهش با چند محدودیت روش‌شناختی و مرتبط با اندازه‌گیری متغیرها مواجه است. نخست، مالی‌شدن شرکت‌ها با استفاده از شاخص مبتنی بر اطلاعات حسابداری اندازه‌گیری شده است؛ درحالی‌که این مفهوم ماهیتی چندبعدی دارد و ممکن است تمامی ابعاد رفتاری و راهبردی آن به طور کامل قابل مشاهده نباشد. دوم، کارایی سرمایه‌گذاری به‌صورت غیرمستقیم و مبتنی بر مدل‌های برآوردی محاسبه شده است که این امر می‌تواند با خطای اندازه‌گیری ناشی از فروض مدل همراه باشد. سوم، متغیرهای حاکمیت شرکتی، از جمله استقلال و تخصص مالی هیئت‌مدیره، بر اساس اطلاعات افشاشده شرکت‌ها سنجیده شده‌اند و لزوماً کیفیت واقعی نظارت و اثربخشی تصمیم‌گیری را منعکس نمی‌کنند. افزون بر این، در دوره مورد بررسی، وجود تورم می‌تواند بر مقادیر اسمی متغیرهای مالی اثرگذار باشد

و عدم تعدیل کامل تورمی، به‌عنوان یکی از محدودیت‌های پژوهش تلقی می‌شود. در نهایت، محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با سال مالی منتهی به پایان اسفندماه، تعمیم نتایج به سایر شرکت‌ها را با احتیاط همراه می‌سازد.

#### یادداشت‌ها

- |                        |                                 |
|------------------------|---------------------------------|
| 1. Financialization    | 16. Carney & Child              |
| 2. Chen et al.         | 17. Musacchio                   |
| 3. Harford             | 18. Boubakri                    |
| 4. Jin                 | 19. Hsu                         |
| 5. Orhangazi           | 20. Roychowdhury                |
| 6. Stockhammer         | 21. Hong                        |
| 7. Law & Singh         | 22. Li                          |
| 8. Acharya & Mora      | 23. Lang                        |
| 9. Budish              | 24. Hermalin, & Weisbach        |
| 10. Eberhart           | 25. Porta                       |
| 11. Lipton & Lorsch    | 26. La Porta & Lopez-de Silanes |
| 12. Rosenstein & Wyatt | 27. Shleifer                    |
| 13. Dittmar & Duchin   | 28. Nisbett & Ross              |
| 14. Xie                | 29. Hertwig                     |
| 15. Bamber             |                                 |

#### منابع

##### الف. فارسی

- اخگر، محمد امید، سجادی، زانیار، و رسولی کردستانی، نادر (۱۴۰۲). عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت: نقش رقابت بازار محصول، اصطکاک مالی و مالی‌شدن. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۰ (۴)، ۶۱۴-۶۵۸.
- اعتمادی، حسین، معروفی، احمدرضا و محمدی شاد، زهره (۱۳۹۹). گفتمان مالی‌سازی مستتر در روش‌های حسابداری ایران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷ (۶۷)، ۲۷-۵۶.
- پورموسی، علی‌اکبر و شریف‌زاده دربان، ستی (۱۴۰۰). بررسی تأثیر نقدینگی شرکت بر رابطه بین محدودیت مالی و سرمایه‌گذاری. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴ (۳۹)، ۵۳-۶۴.
- قلند، مریم، خدادادی، ولی، جرجزاده، علیرضا و کعب عمیر، احمد (۱۴۰۳). راهبری شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری: با تأکید بر محافظه‌کاری مدیریتی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۳ (۵۱)، ۳۲۳-۳۴۴.
- طهمورثی، زهرا، طالب‌نیا، قدرت‌الله، برادران حسن‌زاده، رسول، موسوی، نعمت‌الله و وکیلی فرد، حمیدرضا (۱۴۰۳). مدل‌سازی متغیرهای اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۳ (۵۱)، ۳۶۱-۳۸۴.
- معبودی، رضا، و دره نظری، زینب (۱۴۰۱). تأثیر مالی‌سازی بر آلودگی محیط‌زیست در ایران. *اقتصاد و تجارت نوین*، ۱۷ (۲)، ۱۵۳-۱۷۹.
- حاجی، مجید، نصیری اقدام، علی، محمدی، تیمور، و شاکری، عباس (۱۴۰۲). تأثیر مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌های غیرمالی طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۸ با استفاده از روش داده‌های تابلویی چندسطحی. *مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، ۴۵ (۴۵)، ۴۷-۷۸.
- معبودی، رضا، نادمی، یونس، و دره نظری، زینب (۱۴۰۱). نگرین منابع و مالی‌سازی در اقتصاد ایران. *پژوهش‌نامه اقتصاد انرژی ایران*، ۱۱ (۴۹)، ۱۲۷-۱۵۹.

##### ب. انگلیسی

- Akhgar, M. O., Sajjadi, Z. and Rasooli kordestani, N. (2023). Uncertainty in Economic Policy and Corporate Risk-taking, Product Market Competition, Financial Friction, and Financialization. *Accounting and Auditing Review*, 30(4), 614-658. (In Persian).

- Bamber, L. S., Jiang, J., and Wang, I. Y. (2010). What's my style? the influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The accounting review*, 85(4), 1131–1162.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., and Megginson, W. L. (2018). The market value of government ownership. *Journal of corporate Finance*, 50, 44–65.
- Budish, E., Roin, B. N., and Williams, H. (2015). Do firms underinvest in long-term research? evidence from cancer clinical trials. *American Economic Review*, 105(7), 2044–85.
- Carney, R. W. and Child, T. B. (2013). Changes to the ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 20088, The primacy of politics. *Journal of financial economics*, 107(2), 494–513.
- Chen, J., Zhou, F., He, Z., and Fu, H. (2020). Second-generation succession and the financialization of assets, An empirical study of chinese family firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(14), 3294–3319.
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., and Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency, Evidence from china. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259–271.
- Dittmar, A. and Duchin, R. (2016). Looking in the rearview mirror, The effect of managers' professional experience on corporate financial policy. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 565–602.
- Eberhart, A. C., Maxwell, W. F., and Siddique, A. R. (2004). An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following r&d increases. *The Journal of Finance*, 59(2), 623–650.
- Etemadi, H., Maroufi, A. R. and Mohammadi shad, Z. (2020). The Subtle Financialization Discourse in Iranian Accounting Procedures. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(67), 27-56. (In Persian)
- Ghaeed, M., khodadadi, V., Jorjor Zadeh, A. and Kaab Omeir, A. (2024). Corporate governance and investment efficiency, with emphasis on managerial conservatism. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 13(51), 323-344. (In Persian)
- Gong, C. M., Gong, P., & Jiang, M. (2023). Corporate financialization and investment efficiency, Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102045.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969–1997.
- 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. (In Persian)
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, pages 96–118.
- Hertwig, R. and Erev, I. (2009). The description–experience gap in risky choice. *Trends in cognitive sciences*, 13(12), 517- 523.
- Hong, H., Torous, W., and Valkanov, R. (2007). Do industries lead stock markets? *Journal of Financial Economics*, 83(2), 367-396.
- Hsu, P.-H., Liang, H., and Matos, P. (2021). Leviathan Inc. *and corporate environmental engagement Management Science*.
- Jin, M., Zhao, S., and Kumbhakar, S. C. (2019). Financial constraints and firm productivity, Evidence from chinese manufacturing. *European Journal of Operational Research*, 275(3), 1139–1156.
- Jin, X. M., Mai, Y., and Cheung, A. W. K. (2022). Corporate financialization and fixed investment rate, Evidence from china. *Finance Research Letters*, 48, 102898.
- La Porta, R. and Lopez-de Silanes, F. (1999). The benefits of privatization, Evidence from mexico. *The quarterly journal of economics*, 114(4), 1193–1242.

- Lang, L., Ofek, E., and Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of financial Economics*, 40(1), 3–29.
- Law, S. H. and Singh, N. (2014). Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking & Finance*, 41, 36–44.
- Li, Y., Wang, Y., Ma, R., & Wang, R. (2024). Research on the impact of financialization of high-tech manufacturing listed companies on real investment. *Applied Economics*, 57(9), 1010–1023.
- Leng, T., Liu, Y., Xiao, Y., & Hou, C. (2023). Does firm financialization affect optimal real investment decisions? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, Article 101970.
- Lin, Z., & Li, S. (2020). Financialization, Earnings Management and Investment Efficiency. *Paper presented at the Proceedings of the Fourteenth International Conference on Management Science and Engineering Management, Volume 1*.
- Lipton, M. and Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, pages 59-77.
- Maaboudi, R., Nademi, Y. and Dare Nazari, Z. (2022). Resources Curse and Financialization in Iran's Economy. *Iranian Energy Economics*, 11(42), 127-159. (In Persian)
- Maaboudi, R. and Dare Nazari, Z. (2022). The Impact of Financialization on Environmental Pollution in Iran. *new economy and trad*, 17(55), 153-179. (In Persian)
- Musacchio, A., Lazzarini, S. G., and Aguilera, R. V. (2015). New varieties of state capitalism, Strategic and governance implications. *Academy of Management Perspectives*, 29(1), 115–131.
- Nisbett, R. E. and Ross, L. (1980). *Human inference, Strategies and shortcomings of social judgment*.
- Orhangazi, E. (2008). *Financialization and the US Economy*. Edward Elgar Publishing.
- Pormosa, A. A. and sharif zadeh darban, S. (2021). Investigating the effect of company liquidity on the relationship between financial constraints and investment. *Journal of Accounting and Management Vision*, 4(39), 53-64. (In Persian)
- Porta, R. L., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Rosenstein, S. and Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and share-holder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2),175–191.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335–370.
- Shleifer, A. (1998). State versus private ownership. *Journal of economic perspectives*, 12(4), 133–150.
- Shi, X., Bu, D., Wen, C., & Lan, Z. (2021). Financial background of controlling shareholder and corporate financialization. *China Journal of Accounting Studies*, 9(3), 383-407.
- Stein, J. C. (1988). Takeover threats and managerial myopia. *Journal of political economy*,96(1), 61–80.
- Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 111–165.
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge journal of economics*, 28(5), 719 -741.
- Tahmooresi, Z., talebnia, Q., Baradaran Hassanzadeh, R., Mousavi, N. A. and vakilifard, H. (2024). Modeling The Effective variables on investment efficiency, evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 13(51), 361-384. (In Persian).

- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15–29.
- Xie, B., Davidson III, W. N., and DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance, the role of the board and the audit committee. *Journal of corporate finance*, 9(3), 295–316.
- Tori, D., & Onaran, Ö. (2020). Financialization, financial development and investment. Evidence from European non-financial corporations. *Socio-Economic Review*, 18(3), 681-718.