



<https://amf.ui.ac.ir>

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

Research Paper

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

Seyed Reza Seyed Nezhad Fahim* 

Assistant Professor, Department of Accounting, La.C., Islamic Azad University, Lahijan, Iran
fahim_re@iau.ac.ir

Abstract

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

Keywords: Capital Structure, Debt Maturity Structure, Financialization, Tangible Long-Term Investments
JEL Classification: G11 ·G31 ·P45

Introduction

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

Materials & Methods

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

*Corresponding author

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



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/amf.2025.142771.1921

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

Findings

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

Discussion & Conclusion

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

مقاله پژوهشی

بررسی رابطه بین مالی سازی و استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت

سیدرضا سیدنژاد فهیم * 

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

fahim_re@iaau.ac.ir

چکیده

هدف این مطالعه بررسی رابطه بین مالی سازی و عدم تطابق سررسید تأمین مالی در پرتو مشکلات بدهی حاکم بر شرکت های ایرانی، با دیدگاه ارائه ایده هایی برای مدیران و سیاست گذاران است. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۴۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ده ساله ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ است. به منظور سنجش مدل پژوهش و آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون استفاده شد. نتایج نشان می دهد که برخلاف ادبیات پژوهش، بین مالی سازی و استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت رابطه معناداری وجود ندارد. با تفکیک شرکت ها به بزرگ و کوچک، نتایج جدیدی به دست آمد. در شرکت های بزرگ (برخلاف شرکت های کوچک) مالی سازی تأثیر مثبتی بر استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت دارد؛ علاوه بر این، محدودیت مالی عاملی تأثیرگذار برای استفاده از بدهی های کوتاه مدت نیست و نمی تواند انگیزه ای برای افزایش تمایل شرکت ها برای استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت شود. مالی سازی منجر به کاهش میزان سرمایه گذاری در دارایی های مولد می شود و شرکت هایی که تمایل بیشتری به مالی سازی دارند کمتر از تأمین مالی داخلی استفاده می کنند؛ درحالی که مطالعات قبلی درباره عدم تطابق سررسید بر عواملی مانند مقررات خارجی، محیط اقتصاد کلان و حاکمیت شرکتی داخلی تأکید کرده اند، در این پژوهش با ارائه شواهد تجربی در سطح شرکت و بررسی مکانیسم های اساسی که از طریق آن مالی سازی بر استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت تأثیر می گذارد، شکاف مطالعات اختلاف بین بدهی شرکت و افق سرمایه گذاری روشن می شود.

کلیدواژه ها: ساختار سررسید بدهی، ساختار سرمایه، سرمایه گذاری های مشهود بلندمدت، مالی سازی

طبقه بندی موضوعی: G11، G31، P45

* نویسنده مسئول

سید نژاد فهیم، سید رضا. (۱۴۰۴). بررسی رابطه بین مالی سازی و استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت. مدیریت دارایی و تأمین

مالی، ۱۳ (۳)، ۷۷-۹۴.



مقدمه

برای شرکت‌ها انتخاب بین بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت برای تأمین مالی بسیار مهم است؛ زیرا به طور چشمگیری بر ثبات مالی و سودآوری آنها تأثیر می‌گذارد (Choi, 2024). طبق اصل تطابق سررسید سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، سررسید بدهی یک شرکت باید با سررسید دارایی آن مطابقت داشته باشد (Chen et al., 2023). استفاده بلندمدت از بدهی کوتاه‌مدت^۱ (LUSD) جنبه‌ای مهم از عدم تطابق سررسید بدهی است که به تخصیص بدهی کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت اشاره دارد. تجزیه و تحلیل عوامل مؤثر بر LUSD برای به دست آوردن بینش جامع درباره تصمیمات تأمین مالی شرکت بسیار مهم است؛ درحالی‌که LUSD می‌تواند به طور مؤثر کمبود سرمایه‌گذاری را برطرف کند و عملکرد شرکت را بهبود بخشد، هزینه‌های بالقوه مرتبط با تأمین مالی مجدد و احتمال شکست تأمین مالی را افزایش می‌دهد و در نتیجه منجر به از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و افزایش ریسک نکول می‌شود (Chen & Sun, 2023). جالب است که هیچ نظریه مالی استاندارد نمی‌گوید که چرا شرکت‌ها نباید عدم تطابق سررسید را اجرا کنند. درک اینکه چگونه شرکت‌ها ساختار سرمایه خود را مدیریت می‌کنند سؤال مهم است (Chen et al., 2022)؛ باین وجود، شرکت‌ها انگیزه‌های متعددی برای پذیرش LUSD دارند: نخست، سیستم‌های مالی ناکارآمد ممکن است در دسترس بودن تأمین مالی مستقیم را مختل کنند و شرکت‌ها را به سمت تأمین مالی بدهی در زمانی که وجوه داخلی ناکافی است سوق دهند. در سیستم مالی در تسلط نظام بانکی [مثل ایران]، بانک‌ها به دلیل ریسک‌گریزی، حداکثرکردن سود و فشارهای نظارتی خارجی تمایل به اعطای وام‌های کوتاه‌مدت دارند؛ در نتیجه، شرکت‌ها برای برآوردن الزامات سرمایه‌گذاری بلندمدت به وام‌های کوتاه‌مدت تکیه می‌کنند؛ دوم، شرکت‌ها ممکن است ساختار بدهی خود را برای افزایش نسبت بدهی کوتاه‌مدت، با هدف کاهش هزینه‌های تأمین مالی براساس شرایط خاص و اهداف حداکثرسازی سود، اصلاح کنند؛ سوم، عدم قطعیت‌های کلان اقتصادی و سیاستی ممکن است شرکت‌ها را به سمت افزایش تأمین مالی کوتاه‌مدت سوق دهد که منجر به کوتاه‌شدن سررسید بدهی به عنوان پاسخی انطباقی به شرایط نوسان بازار می‌شود (Liao et al., 2024).

پدیده مالی‌سازی^۲ شرکت‌ها در سراسر جهان وجود دارد و پیوندهای قوی با سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها را نشان می‌دهد (Cao et al., 2022). مالی‌سازی ممکن است به گونه‌ای ظاهر شود که سرمایه‌گذاری را در دارایی‌های ثابت کاهش دهد و منجر به کاهش عملکرد شرکت و رکود اقتصادی شود (Tori & Onaran, 2018)؛ در نتیجه، شرکت‌ها ممکن است با محدودیت‌های تأمین مالی روبه‌رو شوند که دریافت وام بلندمدت را چالش‌برانگیزتر می‌کند و منجر به افزایش اتکا به LUSD می‌شود؛ باین وجود، مالی‌سازی می‌تواند توسط پوشش ریسک و جست‌وجوی بازده بالاتر نیز انجام شود که می‌تواند محدودیت‌های تأمین مالی را کاهش و عملکرد شرکت را بهبود دهد و در نتیجه اتکا به LUSD را تا حدی کاهش می‌دهد (Gong et al., 2023)؛ بنابراین، تأثیر مالی‌سازی شرکت‌ها بر LUSD نامشخص است و نیاز به بررسی بیشتری دارد. پژوهش‌ها در این زمینه بسیار محدود است. مالی‌سازی تمایل دارد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را جایگزین کند و سطوح تأمین مالی سهام را کاهش دهد و در نتیجه LUSD افزایش یابد؛ علاوه‌براین، افزایش هزینه‌های تأمین مالی و محدودیت‌ها تأثیر مالی‌شدن بر ساختار بدهی را بیشتر می‌کند. شرکت‌های کوچک‌تر با سابقه عملیاتی کوتاه‌تر و ریسک‌های عملیاتی بالا بیشتر در معرض تأثیر مالی‌شدن قرار می‌گیرند و باعث افزایش LUSD می‌شوند (Chen et al., 2023).

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

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

حاشیه سود آن بسیار بیشتر از صنایع تولیدی است. در گیرودار رکود در اقتصاد واقعی، دولت مکرراً سیاست های پولی ضعیفی را اعمال کرده است. نقدینگی مازاد به بازار پول و سرمایه، املاک، خودرو و طلا سرازیر شده و باعث ایجاد حباب قیمت آنها شده است. از سوی دیگر برخلاف کشورهای توسعه یافته، شرکت ها در ایران به سیستم های بانکی برای ارتقای رشد مالی وابسته هستند؛ باین وجود، به دلیل فضای نابالغ بازار، بانک ها برای کنترل ریسک نکول و تقویت مدیریت نقدینگی تمایل بیشتری به اعطای وام های کوتاه مدت دارند. در پاسخ به رکود های اقتصادی اخیر و افزایش عدم اطمینان، بانک ها سیاست های خود را درباره تمدید وام ها برای مدیریت ریسک سخت تر کرده اند. این موضوع شرکت ها را وادار می کند تا LUSD را افزایش دهند. این مطالعه به روش های زیر به ادبیات موجود کمک می کند: اولاً، در حالی که مطالعات قبلی درباره عدم تطابق سررسید بر عواملی مانند مقررات خارجی، محیط اقتصاد کلان و حاکمیت شرکتی داخلی تأکید کرده اند (Ben-Nasr et al., 2015; Fu et al., 2022; Chen et al., 2023)، در این پژوهش با ارائه شواهد تجربی در سطح شرکت و بررسی مکانیسم های اساسی که از طریق آن مالی سازی بر LUCD تأثیر می گذارد، شکاف مطالعات اختلاف بین بدهی شرکت و افق سرمایه گذاری روشن می شود؛ ثانیاً، با بررسی رابطه بین مالی سازی و سرمایه گذاری، دامنه پژوهش گسترش داده می شود. این مطالعه خود را از فرایندهای تحلیلی و تجزیه و تحلیل مکانیزمی متمایز می کند که حاجی و همکاران (Haji et al., 2023)، توری و اوناران (Tori & Onaran, 2018) و گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) به کار گرفته اند. در حالی که حاجی و همکاران (Haji et al., 2023)، چن و سان (Chen & Sun, 2023) و توری و اوناران (Tori & Onaran, 2018) ادعا می کنند که مالی سازی، سرمایه گذاری فیزیکی شرکت ها را کاهش می دهد و گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) تأثیر مثبت مالی سازی را بر سرمایه گذاری شناسایی می کنند، این مطالعه به طور خاص بر تأثیر مالی سازی بر عدم تطابق سررسید بدهی ها متمرکز است. یافته های این پژوهش بینش های مهمی را برای ارتقای هماهنگی سیاست های مالی، تأمین مالی و سرمایه گذاری ارائه می دهد.

مبانی نظری

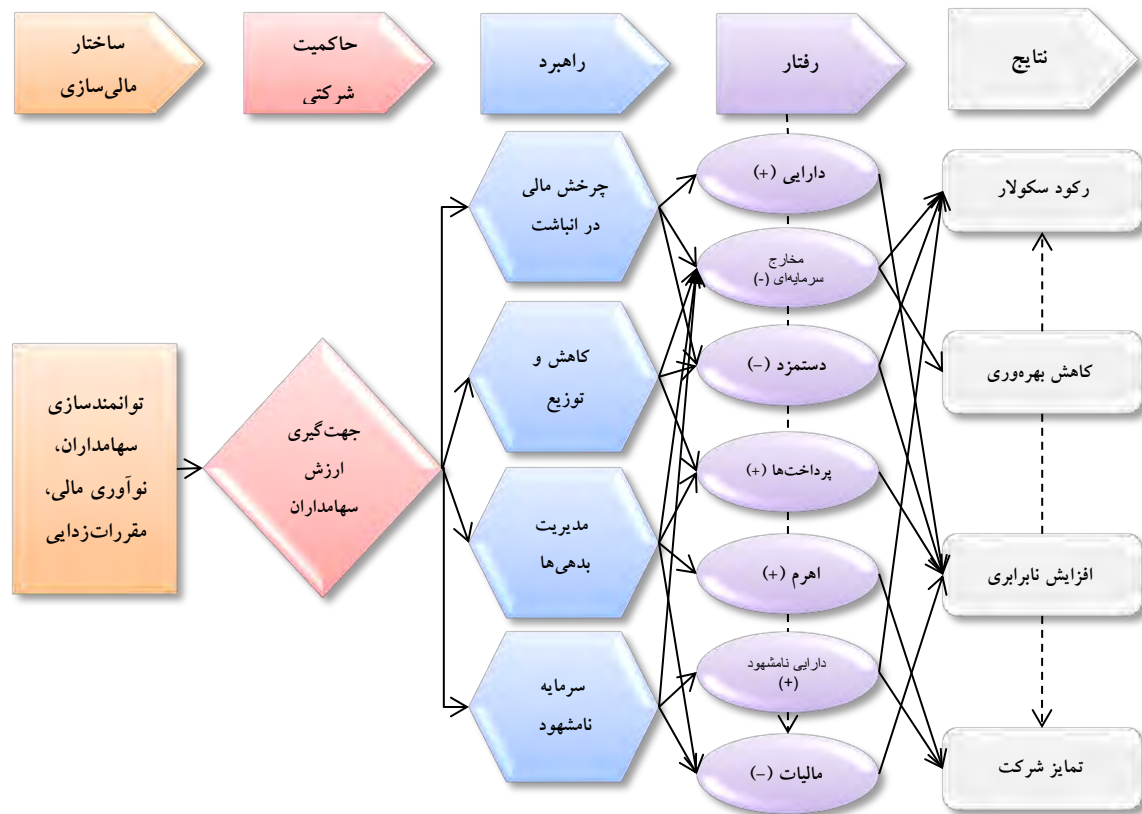
مالی سازی شرکتی شاخه ای مهم و اساسی از پژوهش های مالی سازی اقتصادی و جلوه ای میکروسکوپی از تغییر اقتصادی «از واقعی به مجازی» است و از سال ۱۹۹۰ به تدریج به موضوعی جذاب در پژوهش های دانشگاهی تبدیل شد (Wang, 2019). مالی سازی مفهومی گسترده و چند بُعدی است که پدیده های اقتصادی متنوعی را نشان می دهد که از نقش فزاینده بازارهای مالی، بازیگران و نهادها در اقتصاد ناشی می شود (Szalavetz & Sauvage, 2024). با توسعه بازارهای مالی، مالی سازی به تدریج به روند مهمی در توسعه شرکت های غیرمالی تبدیل شده است، به طوری که روند مالی سازی در دهه اخیر در آمریکا از ۱۲ درصد به ۱۶ درصد، در چین از ۱۷ درصد به ۲۱ درصد و در کشورهای آمریکای لاتین به بیش از ۲۶ درصد رسیده است. این روند منجر می شود که شرکت ها به طور فزاینده ای توجه را از کسب و کار اولیه منحرف کنند و مانع نوآوری و کارایی بازار سرمایه شوند (Hu et al., 2024; Rabinovich & Pérez Artica, 2023; Cao & Li, 2024).

تعاریف مختلف مالی سازی عمدتاً از دو منظر توضیح داده شده است: اول، از منظر ساختار دارایی: مالی سازی به شرکت هایی اطلاق می شود که بیشتر در بازارهای مالی سرمایه گذاری می کنند یا بیشتر بر آن تکیه می کنند؛ دوم، از منظر کسب سود: مالی سازی منجر به منبع اصلی سود شرکت می شود که از سرمایه گذاری در دارایی های مالی حاصل می شود (Zhang, 2024). در حال حاضر اعتقاد بر این است که مالی سازی شرکت ها عمدتاً از دو انگیزه احتیاط و منفعت جویی سرچشمه

می‌گیرد. انگیزه احتیاط به انگیزه «مخزن»^۱ اشاره دارد که می‌تولند به اقتصاد واقعی خدمت کند. جایی که دارایی‌های مالی نقدینگی قوی و هزینه‌های تعدیل پایینی دارند و امکان انحلال دارایی‌های مالی نگهداری‌شده را برای کاهش مشکلات مالی پیش رو فراهم می‌کند. از دیدگاه «سودجویی»، با رکود پایدار در اقتصاد واقعی و کاهش مستمر بازده سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها، شرکت‌ها برای دستیابی به بازده مازاد کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی را به جای برخی از مشاغل اصلی خود انتخاب می‌کنند (Wei, 2024).

ظهور جهت‌گیری ارزش سهام‌داران^۲ (SVO) به عنوان شیوه غالب حاکمیت شرکتی در مرکز داستان شرکت‌های غیرمالی^۳ قرار دارد. SVO در ابتدایی‌ترین حالت خود بیانگر یک رژیم حاکمیتی است که در آن از مدیران انتظار می‌رود که شرکت را به نفع اکثریت سهام‌داران اداره کنند که منافع آنها در نهایت با ارزش بازار شرکت اندازه‌گیری می‌شود (Rabinovich & Reddy, 2024). براساس نظریهٔ پساکنیزی^۴، ادعا می‌شود درحالی‌که مدیران رشد بلندمدت را ترجیح می‌دهند، سهام‌داران بر سود کوتاه‌مدت تأکید دارند. هم‌راستایی ترجیحات مدیران با سهام‌داران توسط جنبش تصاحب خصمانه و تغییرات در ساختار پرداخت ارائه شد که منجر به رانت‌گرایی بیشتر شرکت‌های غیرمالی و کنارگذاشتن اولویت‌های رشدمحور می‌شود (Rabinovich & Pérez Artica, 2023). در سطح راهبردی، چهار گرایش اصلی به سمت مالی‌سازی مدل کسب‌وکار شناسایی شده است که پژوهش‌های علمی به آن توجه کرده‌اند: اول، شرکت‌های غیرمالی با انجام چرخش مالی در انباشت^۵ و جایگزین کردن فعالیت‌های مالی مولد به سودآوران مالی تبدیل شده‌اند؛ دوم، آنها به فراهم‌کنندگان منابع مالی برای سهام‌داران خود تبدیل شده‌اند (با اتخاذ مکانیزم تخصیصی «کاهش و توزیع»^۶، از طریق به حداقل رساندن بی‌رحمانه هزینه‌های نیروی کار و حداکثرسازی بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و آزادکردن وجه نقد برای پرداخت سود سهام)؛ سوم، شرکت‌ها به طور فزاینده‌ای به نوآوری مالی دست می‌زنند و روش‌های استفاده از بدهی‌ها را در عملیات روزمره خود گسترش و تطبیق می‌دهند؛ چهارم، این شرکت‌ها به درگاه‌های مالی تبدیل شده‌اند که به طور فزاینده‌ای بر سرمایه مالی تکیه می‌کنند تا جریان‌های ارزش را تغییر دهند. دو مورد آخر، زمینه‌های پژوهش‌های جدیدتر و کمتر توسعه‌یافته هستند و کار تجربی بر دو جنبهٔ اول راهبرد مالی متمرکز شده است. تصور می‌شود که در مجموع، مالی‌سازی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری فیزیکی، افزایش سرمایه‌گذاری مالی و نامشهود، کاهش سهم اشتغال و دستمزد و افزایش درخور توجه پرداخت‌ها به سهام‌داران می‌شود. این تغییرات رفتاری به عنوان پایه‌های خرد کلیدی از روندهای کلان، مشخصه سرمایه داری مالی شده است. با کنار هم گذاشتن اینها، نقشهٔ علت و معلولی مالی‌سازی در شکل (۱) جمع‌بندی می‌شود (Rabinovich & Reddy, 2024). این مطالعه بر راهبرد سوم متمرکز است.

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



شکل (۱): نقشه علت و معلولی مالی سازی شرکت

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

مالی شدن شرکت ها شمشیر دولبه است. از یک سو، می تواند بازدهی بالایی را برای شرکت ها به ارمغان بیاورد و محدودیت های تأمین مالی را کاهش دهد و به شرکت ها کمک کند تا بهتر با عدم اطمینان بازار کنار بیایند (Su & Lu, 2024). از سوی دیگر، مالی سازی بیش از حد برای کسب سود، برای توسعه بلندمدت بنگاه ها مساعد نیست. با منابع محدود، تخصیص دارایی های مالی ممکن است انواع دیگر سرمایه گذاری ها را از بین ببرد و باعث انحراف شرکت ها از ساختار سرمایه بهینه و افزایش ریسک سقوط قیمت سهام شود، توسعه آتی کسب کار اصلی شرکت را مهار می کند و زوال آن را تسریع می بخشد. در عین حال، مالی سازی تأثیر سیاست پولی ملی برای احیای اقتصاد واقعی را تضعیف می کند که در درازمدت برای توسعه صنایع واقعی مضر است (Tao et al., 2021).

دیدگاه رایج این است که شرکت ها سررسید بدهی را با سررسید دارایی ها مطابقت می دهند؛ یعنی شرکت ها دارایی های بلندمدت را با بدهی بلندمدت یا برعکس دارایی های کوتاه مدت را با بدهی کوتاه مدت تأمین می کنند (Chen et al., 2022)؛ با این حال، تطبیق سرمایه گذاری و تأمین مالی حالتی ایدئال است که تنها در بازار مالی توسعه یافته و محیط سازمانی کامل می تواند به خوبی تحقق یابد (Orman & Köksal, 2017). در بازارهای نوظهور، با وجود تأمین مالی بلندمدت شامل تأمین مالی اوراق قرضه، تأمین مالی سهام و وام های بلندمدت بانکی، تأمین مالی اعتباری به دلیل توسعه ناقص بازار سهام و بازار اوراق قرضه همچنان راه اصلی بیشتر شرکت ها برای تأمین مالی خارجی است؛ اما با توجه به مقررات مالی، عدم قطعیت سیاست پولی، آگاهی ضعیف از حمایت قضایی، عدم تقارن اطلاعاتی و سایر عوامل، بانک ها تمایل کمتری به ارائه اعتبار بلندمدت دارند و تمایل بیشتری به ارائه بدهی کوتاه مدت برای جلوگیری از ریسک های نقدینگی احتمالی و خطرات نکول شرکت دارند. در این زمینه، شرکت ها تنها می توانند برای حمایت از سرمایه گذاری بلندمدت به بدهی کوتاه مدت تکیه کنند که نتیجه آن پدیده بدهی کوتاه مدت برای سرمایه گذاری بلندمدت است (Hempel et al., 2024).

چهار نظریه درباره عوامل تعیین کننده LUSD به شرح زیر مطرح است (Liao et al., 2024):

- (۱) **نظریه زمان بندی بازار:** شرکت ها هنگام تصمیم گیری های مالی خود شرایط بازار را در نظر می گیرند. زمانی که هزینه نسبی بدهی بلندمدت بیشتر است، می توانند از بدهی های کوتاه مدت بیشتری برای کاهش هزینه بدهی استفاده کنند.
 - (۲) **نظریه محدودیت وثیقه:** وثیقه نقش مهمی در بازارهای وام دهی و تصمیماتی که شرکت ها درباره تأمین مالی بدهی خود می گیرند، به ویژه دارایی های مشهود مانند املاک و مستغلات ایفا می کند. شرکت هایی که وثیقه بیشتری دارند می توانند بدهی بلندمدت بیشتری از مؤسسات مالی دریافت کنند؛ بنابراین، فرضیه محدودیت وثیقه پیش بینی می کند که شرکت هایی که وثیقه بیشتری دارند، کمتر از LUSD استفاده می کنند.
 - (۳) **نظریه عدم تقارن اطلاعات:** بدهی های بلندمدت بیشتر از بدهی های کوتاه مدت با خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب مرتبط هستند. شرکت هایی با عدم تقارن اطلاعاتی قوی تر، سررسید بدهی کوتاه تری دارند؛ زیرا اعتباردهندگان ترجیح می دهند وام های کوتاه مدت را در موقعیت های عدم تقارن اطلاعاتی بالا به آنها ارائه دهند تا وام های بلندمدت؛ بنابراین، فرض می شود که احتمال بیشتری دارد شرکت های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا در LUSD شرکت کنند.
 - (۴) **نظریه هزینه نمایندگی:** بدهی های کوتاه مدت در کاهش هزینه های نمایندگی بالقوه مفید است؛ زیرا وام دهندگان می توانند مدیران را از طریق مذاکرات مکرر تأمین مالی مجدد بدهی نظارت کنند و نظم دهند؛ بنابراین، شرکت هایی که هزینه های نمایندگی بالاتری دارند، بیشتر وام های کوتاه مدت دریافت می کنند که احتمال مشارکت در LUSD را افزایش می دهد.
- موریس (Morris, 1976) اولین کسی بود که نظریه تطبیق سررسید دارایی ها و بدهی ها را ارائه کرد. بعدها پژوهش ها در این زمینه گسترش یافت. کاهل و همکاران (Kahl et al., 2015) نشان می دهند که شرکت ها در ابتدا از اوراق تجاری به عنوان ابزار تأمین مالی انعطاف پذیر برای شروع سرمایه گذاری استفاده می کنند و در صورت موفقیت آمیز بودن سرمایه گذاری برای کاهش ریسک جابه جایی، بعداً به تأمین مالی اوراق قرضه انتقال می یابند. فسبرگ (Fosberg, 2013) نقش محدودیت های مالی و عدم اطمینان محیطی را بر استفاده از بدهی ها بررسی کرد و به این نتیجه رسید که هنگامی که شرکت ها با محدودیت مالی و ناپایداری اقتصادی روبه رو می شوند، بیشتر تمایل دارند تا از بدهی های کوتاه مدت استفاده کنند. چن و همکاران (Chen et al., 2022) با بررسی نمونه ای از ۴۵ کشور در دوره ۱۹۹۰-۲۰۱۵ به این نتیجه رسیدند که زمان بندی بازار و نیز محدودیت های وثیقه، تعیین کننده های کلیدی LUSD هستند. لیاو و همکاران (Liao et al., 2024) نیز تأثیر محدودیت وثیقه را بر LUSD تأیید کردند. درحالی که چن و سان (Chen & Sun, 2023) به این نتیجه رسیدند که مالی سازی بیشتر منجر به افزایش استفاده از LUSD می شود، جیا و همکاران (Jia et al., 2024) رابطه غیرخطی یو وارونه بین مالی سازی و عدم تطابق سررسید شناسایی کردند. پسچل (Poeschl, 2023) با تفکیک شرکت ها به این نتیجه رسید که شرکت های کوچک و متوسط از شرکت های بزرگ، سررسید بدهی چرخه ای بیشتری دارند. این رفتار با چرخه عمر و پویایی چرخه تجاری سررسید بدهی شرکت ها سازگار است. بیون و همکاران (Byun et al., 2021) نیز با بررسی شرکت های آمریکایی تأیید کردند که در دو دهه اخیر شرکت های بزرگ تمایل بیشتری به استفاده از بدهی های میان مدت و بلندمدت دارند. درخصوص آثار مالی سازی بر میزان سرمایه گذاری واقعی شرکت پژوهش های محدود و متناقضی انجام گرفته است. درحالی که حاجی و همکاران (Haji et al., 2023)، توری و اوناران (Tori & Onaran, 2018)، تریاکوف و روزماینسکی (Tretyakov & Rozmainsky, 2021) و هو و دوان (Hu & Duan, 2024) به تأثیر منفی مالی سازی بر سرمایه گذاری دست یافتند، نتایج پژوهش فتحی و همکاران (Fathi et al., 2012) هیچ رابطه معناداری را بین مالی سازی و سرمایه گذاری نشان نداد و دیویس (Davis, 2018) و گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) تأثیر مثبت مالی سازی را بر سرمایه گذاری شناسایی کردند.

این بررسی کوتاه نشان می دهد که درک ما از مالی سازی شرکت های غیرمالی و پیامدهای این پدیده هنوز محدود است. ابهامات زیادی در رابطه با این موضوع باقی می ماند که انگیزه LUSD چیست، چگونه تجلی می یابد و پیامدهای آن چگونه خواهد بود؛ بنابراین، باتوجه به مطالعات اندک انجام گرفته در بازارهای در حال توسعه (خصوصاً ایران)، در این پژوهش تأثیر مالی سازی بر ساختار تأمین مالی شرکت ها بررسی می شود.

مالی سازی در جایی اتفاق می افتد که در طول زمان، اقتصادهای سرمایه داری دستخوش دگرگونی می شوند و سودآوری از طریق سرمایه گذاری در تولید کاهش می یابد و سودآوری از طریق سرمایه گذاری در بازارهای مالی جایگزین می شود (Javidanrad et al., 2024). مدیران انگیزه دارند که دارایی های مالی را به صورت راهبردی در دوره های مختلف توزیع کنند تا به بازدهی بالا دست یابند (Duchin et al., 2017). در ایران، جایی که سیستم تأمین مالی عمده در سلطه بانک ها است، تأمین مالی بدهی روش اصلی برای شرکت ها برای جمع آوری وجوه خارجی است (Amirali et al., 2022). با افزایش سطوح مالی، شرکت ها با ریسک های عملیاتی بالاتری مواجه می شوند که منجر به کاهش عملکرد، تولید و ارزش می شود. بانک ها ممکن است اعطای وام های بلندمدت را برای کنترل ریسک کاهش دهند؛ علاوه بر این، شرکت ها ممکن است به دلیل فقدان گزینه های وثیقه مؤثر و سیاست های نظارتی سخت گیرانه، در انتشار اوراق قرضه بلندمدت با چالش های شدیدتری مواجه شوند؛ در نتیجه، این وضعیت وابستگی بیشتری به بدهی های کوتاه مدت به عنوان وسیله ای برای تأمین مالی سرمایه گذاری های بلندمدت ایجاد می کند (Jia et al., 2024). باتوجه به بحث فوق، فرضیه زیر پیشنهاد می شود:

فرضیه اول: بین مالی سازی و استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

افزایش در محدودیت های تأمین مالی، عامل مهمی است که بر تمایل به استقراض کوتاه مدت شرکت ها تأثیر می گذارد (Kim et al., 2017). در مواجهه با سیاست های اقتصادی خارجی نامشخص و محدودیت های تأمین مالی، درجه مالی سازی نیز افزایش می یابد و موضوع LUSD را تشدید می کند (Xu et al., 2023). با افزایش هزینه های تأمین مالی، شرکت ها ممکن است سرمایه خود را به جای بهبود تولید به سمت زمینه های با بازده بالاتر مانند سرمایه گذاری های مالی هدایت کنند. انگیزه نگهداری دارایی های مالی بیشتر به دلیل بازدهی بالا، ممکن است موضوع LUSD را تشدید کند (Howes, 2023)؛ بنابراین، فرضیه زیر مطرح می شود:

فرضیه دوم: افزایش محدودیت های مالی میزان تأثیر مالی سازی بر استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت را تشدید می کند.

روش پژوهش

جامعه آماری شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران است. به دلیل گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری های خاص حاصل از آن و وجود برخی ناهمگنی ها میان اعضای جامعه در ارتباط با داده های لازم پژوهش، شرکت هایی انتخاب می شوند که جزء شرکت های مالی، سرمایه گذاری یا شرکت های واسطه گری مالی نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت این نوع شرکت ها متفاوت است. شرکت های مدنظر دارای فعالیت مستمر بوده و از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا انتهای سال ۱۴۰۱ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند و به منظور مقایسه پذیر بودن، پایان سالی مالی آنها ۲۹ اسفند باشد و در طی دوره بررسی شده تغییر سال مالی نداشته باشند. طبق جدول (۱) در نهایت تعداد ۱۴۳ شرکت طی دوره ۱۰ ساله ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ به منظور آزمون فرضیه ها انتخاب شده است. اطلاعات لازم شرکت ها از طریق نرم افزار ره آورد نوین و پایگاه رسمی بورس و اوراق بهادار گردآوری و داده ها با استفاده از نرم افزار Eviews ۱۰ تجزیه و تحلیل شد.

جدول (۱): نحوه انتخاب نمونه آماری

Table (1): How to select the sample

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

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

$$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 TAR_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Fin_{it} \times FC_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 EPS_{it} + \beta_8 TAR_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

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

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

یافته ها

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد که بیان کننده پارامترهای توصیفی مجزای هر متغیر است. آماره های مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده های پژوهش را ارائه می دهد.

جدول (۲): آمار توصیفی

Table (2): Descriptive statistics

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت	LUSD	۰/۲۱۴	۰/۱۸۷	۰/۸۷	-۰/۴۵۳	۰/۱۹۱	۰/۴۵۸	۳/۲۹۱
مالی سازی	FIN	۰/۱۵۴	۰/۱۱۵	۰/۸۶۷	۰/۰۰۰۲	۰/۱۳۷	۱/۴۳۵	۵/۱۴۰
سن شرکت	AGE	۲/۹۹۶	۲/۹۹۴	۴/۰۰۷	۱/۶۰۹	۰/۳۸۰	۰/۱۱۰	۳/۲۶۴
بازده دارایی ها	ROA	۰/۱۵۰	۰/۱۲۸	۰/۶۷۳	-۰/۵۸۱	۰/۱۵۵	۰/۳۸۸	۳/۷۴۷
رشد شرکت	GROWTH	۰/۴۰۵	۰/۳۲۱	۱۸/۱۶۹	-۰/۹۰۹	۰/۷۴۶	۱/۳۱۱	۷/۶۳۱
اهرم مالی	LEV	۰/۵۴۱	۰/۵۴۰	۱/۸۲۴	۰/۰۳۱	۰/۲۰۷	۰/۲۹۷	۴/۱۷۳
سود هر سهم	EPS	۰/۲۶۷	۰/۳۰۹	۹/۴۸۶	-۴۶/۰۷۴	۱/۴۱۵	-۲/۳۱	۸/۷۲۲
گردش کل دارایی ها	TAR	۰/۹۲۶	۰/۸۰۷	۴/۷۴۵	۰/۰۱۴	۰/۵۳۳	۱/۶۸۳	۷/۹۳۹

همان طور که مشاهده می شود میانگین LUSD بیش از مثبت ۲۱ درصد است؛ یعنی به طور متوسط شرکت ها از بدهی های کوتاه مدت برای سرمایه گذاری های بلندمدت استفاده می کنند. میانگین مالی سازی نیز بیش از ۱۵ درصد است. بیشینه آن متعلق به شرکت دارویی در سال ۱۳۹۷ و کمینه آن متعلق به شرکتی از صنعت فلزات اساسی در سال ۱۳۹۶ است. آمار توصیفی متغیر مجازی محدودیت مالی در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): آمار توصیفی متغیر مجازی

Table (3): Descriptive statistics of the dummy variable

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

برای تعیین نوع مدل استفاده شده در داده های ترکیبی از آزمون F لیمر استفاده شده است. از آنجایی که سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر کوچک تر از ۵ درصد است، به منظور برآورد این مدل ها از مدل داده های تابلویی استفاده شده است. در فرایند انتخاب بین دو مدل اثرات تصادفی و مدل اثرات ثابت، از آزمون هاسمن استفاده شده است. آزمون مزبور بر پایه وجود همبستگی بین متغیرهای مستقل و اثرات انفرادی طراحی شده است. در صورتی که جز خطای تصادفی با متغیرهای توضیحی همبستگی داشته باشد، در آن صورت مدل اثر تصادفی تورش دار بوده و در چنین حالتی لازم است مدل اثر ثابت به کار گرفته شود. نتایج آزمون بیانگر لزوم استفاده از روش داده های تابلویی به روش اثرات ثابت است. یکی دیگر از پیش فرض های مدل رگرسیون، ثابت بودن واریانس خطا است. وجود ناهمسانی واریانس در مدل باعث می شود که برآوردها باوجود بدون تورش و سازگار بودن، ناکارا باشند. به منظور بررسی همسانی واریانس خطاهای مدل از آزمون بارتلت استفاده شد. از آنجایی که سطح معناداری آزمون ناهمسانی واریانس، برای مدل پژوهش کوچک تر از ۵ درصد است، در نتیجه فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس ها پذیرفته نمی شود و برای رفع ناهمسانی واریانس از روش EGLS استفاده شده است.

جدول (۴) نتایج برآورد مدل اول پژوهش را برای بررسی تأثیر مالی سازی بر استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت نشان می دهد.

جدول (۴): نتایج تخمین مدل اول

Table (4): Results of the first model estimation

$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$					
VIF	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
-	۰/۰۰۰	۱۴/۷۱۰	۰/۰۴۱	۰/۶۰۳	عرض از مبدأ
۱/۱۴۸	۰/۷۷۸	-۰/۲۸۱	۰/۰۲۵	-۰/۰۰۷	FIN
۱/۰۱۷	۰/۳۱۳	-۱/۰۰۸	۰/۰۱۲	-۰/۰۱۳	AGE
۱/۹۱۱	۰/۰۰۰	-۱۵/۲۰۲	۰/۰۳۱	-۰/۴۷۹	ROA
۱/۰۷۳	۰/۰۰۰	۳/۴۹۲	۰/۰۰۴	۰/۰۱۴	GROWTH
۱/۷۳۵	۰/۰۰۰	-۱۶/۸۷۲	۰/۰۲۲	-۰/۳۸۰	LEV
۱/۰۵۲	۰/۴۹۲	-۰/۶۸۶	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	EPS
۱/۱۶۲	۰/۰۰۰	-۸/۴۰۸	۰/۰۰۹	-۰/۰۸۱	TAR
۰/۷۹۱		ضریب تعیین تعدیل شده		۳۷/۳۶۰	مقدار آماره F
۱/۶۴۱		آماره دوربین- واتسون		۰/۰۰۰	سطح معناداری

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

جدول (۵): نتایج تخمین مدل دوم

Table (5): Results of estimating the second model

$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 Fin_{it} \times FC_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 EPS_{it} + \beta_8 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$					
VIF	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
-	۰/۰۰۰	۱۴/۳۶۶	۰/۰۴۱	۰/۵۹۵	عرض از مبدأ
۱/۳۹۴	۰/۴۶۶	-۰/۷۲۷	۰/۰۲۶	-۰/۰۱۹	FIN
۱/۲۳۵	۰/۰۸۳	۱/۷۳۱	۰/۰۲۴	۰/۰۴۱	FIN×FC
۱/۰۱۹	۰/۳۹۷	-۰/۸۴۶	۰/۰۱۳	-۰/۰۱۱	AGE
۱/۹۳۷	۰/۰۰۰	-۱۵/۰۳۹	۰/۰۳۱	-۰/۴۷۵	ROA
۱/۰۷۴	۰/۰۰۰	۳/۵۵۷	۰/۰۰۴	۰/۰۱۴	GROWTH
۱/۷۵۱	۰/۰۰۰	-۱۶/۷۸۰	۰/۰۲۲	-۰/۳۷۸	LEV
۱/۰۵۲	۰/۴۸۹	-۰/۶۹۱	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	EPS
۱/۱۶۲	۰/۰۰۰	-۸/۵۱۱	۰/۰۰۹	-۰/۰۸۲	TAR
۰/۷۹		ضریب تعیین تعدیل شده		۳۷/۱۹۷	مقدار آماره F
۱/۶۴۴		آماره دوربین- واتسون		۰/۰۰۰	سطح معناداری

نتایج جدول بالا تفاوت چندانی با مدل اول نداشت. نتایج آزمون F فیشر بیانگر معنادار بودن مدل پژوهش است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۷۹ درصد است. مقدار VIF تمام متغیرها کمتر از ۵ است؛ بنابراین، بین متغیرها هم خطی وجود ندارد. ضریب β_2 مثبت و بی معنی است؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد محدودیت مالی تأثیر معناداری بر رابطه بین مالی سازی و LUSD ندارد؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید نمی شود.

آزمون های اضافی

باتوجه به تأییدنشدن فرضیه های اصلی، برای روشن شدن زوایای دیگر موضوع، بررسی جداگانه ای در شرکت های کوچک و بزرگ انجام شد. طبق نظریه محدودیت وثیقه انتظار می رود که شرکت های کوچک (از شرکت های بزرگ تر) به دلیل داشتن امکانات کمتر برای ارائه وثیقه، بیشتر از LUSD استفاده کنند (Liao et al., 2024). برای بررسی نقش اندازه شرکت در تأثیر مالی سازی بر LUSD، شرکت ها براساس اندازه دارایی ها به دو گروه کوچک و بزرگ دسته بندی شد؛ در این راستا ابتدا لگاریتم طبیعی دارایی ها محاسبه شد و سپس مشاهدات پایین تر از میانه در گروه شرکت های کوچک (۷۱۵ مشاهده) و مشاهدات بالاتر از میانه در گروه شرکت های بزرگ (۷۱۵ مشاهده) در نظر گرفته شد. نتایج تجربی این تحلیل در جدول (۶) ارائه شده است. باتوجه به معنادار بودن ضریب مالی سازی، می توان نتیجه گرفت که اندازه شرکت عاملی مؤثر بر رابطه بین مالی سازی و LUSD است. ضریب مالی سازی در شرکت های کوچک، منفی و در شرکت های بزرگ مثبت شده است؛ یعنی در شرکت های کوچک (برخلاف شرکت های بزرگ) با افزایش مالی سازی میزان LUSD کاهش می یابد. احتمال دارد دلیل آن وجود روابط سیاسی در شرکت های کوچک و حمایت های مالی دولت و نظام بانکی از آنها برای تأمین مالی بلندمدت باشد. البته ممکن است شرکت های بزرگ راه کارهای دیگری برای تأمین مالی بلندمدت در پیش بگیرند.

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

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

$LUSD_{it} = \beta_0 + \beta_1 Fin_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 EPS_{it} + \beta_7 TAR_{it} + \varepsilon_{it}$					
شرکت های بزرگ		شرکت های کوچک		متغیر	
سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	ضریب		
۰/۰۰۰	۰/۶۴۵	۰/۰۰۰	۰/۴۰۶	عرض از مبدأ	
۰/۰۰۰	۰/۱۷۴	۰/۰۱۳	-۰/۱۱۰	FIN	
۰/۹۳۲	-۰/۰۰۱	۰/۲۳۰	۰/۰۱۸	AGE	
۰/۰۰۰	-۰/۷۸۹	۰/۰۰۰	-۰/۲۴۱	ROA	
۰/۰۲۹	-۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	GROWTH	
۰/۰۰۰	-۰/۴۷۹	۰/۰۰۰	-۰/۳۲۵	LEV	
۰/۲۴۵	-۰/۰۰۳	۰/۶۶۰	۰/۰۰۳	EPS	
۰/۰۰۱	-۰/۰۴۱	۰/۰۰۱	-۰/۰۳۷	TAR	
۴۹/۳۲۴		۱۵/۶۴۶		مقدار آماره F	
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		سطح معناداری	
۰/۳۲۱		۰/۶۱۵		ضریب تعیین تعدیل شده	
۰/۱۶۳۷		۱/۶۸۴		آماره دوربین- واتسون	

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

جدول (۷): نتایج تأثیر مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری بلندمدت

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

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

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

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

جدول (۸): نتایج آزمون تأثیر مالی سازی بر انتشار سهام

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

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

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

نتیجه گیری و پیشنهادها

رابطه بین تأمین مالی و توسعه سالم شرکتی از دیرباز توجه پژوهش های نظری را به خود جلب کرده است. در پی بحران مالی، پژوهشگران به طور فزاینده ای درباره پیامدهای اقتصادی مالی شدن با هدف روشن کردن رابطه و تعامل درونی بین بازارهای مالی و اقتصاد واقعی بحث کرده اند. این مطالعه به طور تجربی تأثیر مالی سازی را بر تطبیق سررسید بدهی ها و سرمایه گذاری و تأمین مالی آزمایش کرد. نتایج نشان داد که مالی سازی بر استفاده بلندمدت از بدهی های کوتاه مدت تأثیر معناداری ندارد. این نتیجه با مبانی نظری پژوهش همخوانی ندارد. احتمال می رود سایر عوامل محیطی همچون اندازه شرکت، سیاست های پولی و مالی و عدم اطمینان محیطی در این زمینه دخالت داشته باشند. با انجام تحلیل بیشتر مشخص شد که در شرکت های کوچک بین مالی سازی و LUSD رابطه منفی معناداری وجود دارد. احتمال دارد دلیل آن حمایت دولت، سیستم بانکی و بازار سرمایه از این شرکت ها باشد. مالی سازی شرکت هایی که با محدودیت مالی مواجه هستند، نیز تأثیر معناداری بر LUSD ندارد. این نتیجه با مبانی نظری پژوهش همخوانی ندارد. پیش بینی می شود وجود همیشگی سایه تحریم و مشکلات اقتصادی بر شرکت ها منجر به عدم کارایی و تأثیرگذاری فشارهای مالی بر تصمیم گیری مدیران شود. این مورد با نتایج پژوهش چن و سان (Chen & Sun, 2023) همسو نیست. به علاوه نتایج بیانگر آن است که مالی سازی منجر به کاهش سرمایه گذاری های بلندمدت در دارایی های مولد شرکت می شود. این یافته ها با نتایج پژوهش های چن و سان (Chen & Sun, 2023)، حاجی و همکاران (Haji et al., 2023)، توری و اوناران (Tori & Onaran, 2018)، ترتیاکوف و روزماینسکی (Tretyakov & Rozmainsky, 2021) و هو و دوان (Hu & Duan, 2024) منطبق است؛ در نهایت نتایج نشان داد که بین مالی سازی و تأمین مالی از طریق فروش سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. این یافته نتایج چن و سان (Chen & Sun, 2023) را پشتیبانی می کند.

باتوجه به سطح بالای مالی سازی در شرکت های بررسی شده پیشنهاد می شود که باید درجه بهینه ای از مالی سازی وجود داشته باشد و باید به پیامدهای اقتصادی ناشی از مالی شدن بیش از حد توجه شود. در پاسخ به وضعیت موجود، پیشنهاد می شود در سطح خرد، بنگاه ها بر کسب و کار اصلی خود تمرکز کنند، اولویت های توسعه خود را روشن کرده و فعالیت های مالی سازی را به صورت راهبردی انجام دهند و ابتکارات پرسنل داخلی را تقویت کنند. مشارکت در حاکمیت شرکتی: در سطح کلان،

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

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

منابع

- امیرعلی، محمد، بخشی دستجردی، رسول، و واعظ برزانی، محمد (۱۴۰۱). آثار حقیقی کارکرد بانک به‌عنوان خالق نقدپنگی از مجاری وام‌دهی و استمهال صوری مطالبات غیرجاری: رهیافت DSGE. فصلنامه تحقیقات اقتصادی، ۵۷(۴)، ۵۸۳-۶۲۸. <https://doi.org/10.22059/JTE.2023.92422>
- حاجی، مجید، نصیری‌ا قدم، 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. فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، ۱۲(۴۵)، ۴۷-۷۸. <https://doi.org/10.22084/aes.2022.25279.3381>
- فتحی، سعید، آذربایجانی، کریم، تقوی‌زاده، ایمان، و عسگرنژاد نوری، باقر (۱۳۹۲). تحلیل تأثیر مالی‌شدن بر سرمایه‌گذاری‌های واقعی در شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۵(۱)، ۵۱-۶۶. <https://doi.org/20.1001.1.23223405.1392.5.1.5.8>

References

- Amirali, M., Bakshidastjardi, R., & Vaezbarzani, M. (2022). The real effects of the bank's operation as a creator of liquidity through lending channels and formal borrowing of non-current claims: approach. *Economic Research Quarterly*, 57(4), 583-628. <https://doi.org/10.22059/JTE.2023.92422> [In Persian].
- Ben-Nasr, H., Boubaker, S., & Rouatbi, W. (2015). Ownership structure, control contestability, and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 35, 265-285. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.001>
- Byun, S. K., Lin, Z., & Wei, S. (2021). Are US firms using more short-term debt? *Journal of Corporate Finance*, 69, 102012. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102012>
- Cao, Q., & Li, J. (2024). Bank competition and corporate financialization: Evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 31(3), 378-394. <https://doi.org/10.1080/16081625.2022.2147968>
- Cao, W., Chen, C., Jiang, D., Li, W., & Zhang, Y. (2022). Industrial policy and non-financial corporations' financialization: Evidence from China. *The European Journal of Finance*, 28(4-5), 397-415. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2021.1918204>
- Chen, L., Gao, F., Guo, T., & Huang, X. (2023). Mixed ownership reform and the short-term debt for long-term investment of non-state-owned enterprises: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 90, 102861. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102861>
- Chen, L., Li, Y., Wang, Y., & Zhang, B. (2022). The long-term use of short-term debt around the world. Available at SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4341972>
- Chen, Y., & Sun, R. (2023). Corporate financialization and the long-term use of short-term debt: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 58, 104602. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104602>
- Choi, S. (2024). Climate change exposure and the use of short-term debt. *Finance Research Letters*, 65, 105579. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105579>
- Davis, L. E. (2018). Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica*, 69(1), 270-307. <https://doi.org/10.1111/meca.12179>
- Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314-324. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>
- Duchin, R., Gilbert, T., Harford, J., & Hrdlicka, C. (2017). Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash. *The Journal of Finance*, 72(2), 793-852. <https://doi.org/10.1111/jofi.12490>
- Fathi, S., Azarbaijani, K., Taghvizadeh, I., & Asgrenjadnouri, B. (2013). Analyzing the impact of financialization on real investments in non-financial companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 5(1), 51-66. [In Persian]. <https://doi.org/20.1001.1.23223405.1392.5.1.5.8>
- Feng, Y., Yao, S., Wang, C., Liao, J., & Cheng, F. (2022). Diversification and financialization of non-financial corporations: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 50, 100834. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100834>
- Fosberg, R. H. (2013). Short-term debt financing during the financial crisis. *International Journal of Business and Social Science*, 4(8), 15-21.
- Fu, X., Huang, M., & Tang, T. (2022). Duration of executive compensation and maturity structure of corporate debt. *Journal of Corporate Finance*, 73, 102188. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102188>
- Gong, C. M., Gong, P., & Jiang, M. (2023). Corporate financialization and investment efficiency: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102045. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102045>
- Haji, M., Nasiriaghdam, A., Mohammadi, T., & Shakri, A. (2023). The effect of financialization on the real investment of non-financial companies during the years 2018-2019 using the multilevel panel data method. *Iranian Applied Economic Studies Quarterly*, 12(45), 47-78. <https://doi.org/10.22084/aes.2022.25279.3381> [In Persian].
- Hempel, S., Li, Y., & Tibay, S. (2024). *Firms' Financing Choice between Short-Term and Long-Term Debts: Are They Substitutes?*. FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3438>.
- Howes, C. (2023). Financial constraints, sectoral heterogeneity, and the cyclicity of investment. *Review of Economics and Statistics*, 1-45. https://doi.org/10.1162/rest_a_01351
- Hu, G., & Duan, W. (2024). The impact of corporate financialisation motives on industrial investment. In *2024 9th International Conference on Social Sciences and Economic Development (ICSSED 2024)*, (pp. 579-587). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-459-4_66
- Hu, X., Long, Z., Xue, C., Zhang, Y., & Zhao, X. (2024). Antigambling interventions and corporate financialization: Evidence from China. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 561-572. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.03.003>

- Javidanrad, F., Ackrill, R., Bakas, D., & Garratt, D. (2024). Theorizing the process of financialization through the paradox of profit: The credit-debt reproduction mechanism. *Journal of Post Keynesian Economics*, 47(3), 566-588. <https://doi.org/10.1080/01603477.2024.2327998>
- Jia, H., Gao, N., Ahmad, F., Farooq, A., & Javed, A. (2024). Investment and financing maturity mismatch: Moderating role of financialization in regulatory context for A-share listed Chinese companies. *Heliyon*, 10(14), e34488. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e34488>
- Jin, X. M., Mai, Y., & Cheung, A. W. K. (2022). Corporate financialization and fixed investment rate: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 48, 102898. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102898>
- Kahl, M., Shivdasani, A., & Wang, Y. (2015). Short-term debt as bridge financing: Evidence from the commercial paper market. *The Journal of Finance*, 70(1), 211-255. <https://doi.org/10.1111/jofi.12216>
- Kim, H., Chong, B. U., & Hwang, I. D. (2017). Determinants of corporate financial policy in Korea: Effects of financial constraints on short-term debt financing. *Korean Journal of Financial Studies*, 46(2), 381-421. <https://doi.org/10.26845/KJFS.2017.03.46.2.381>
- Liao, J., Zhan, Y., & Zheng, L. (2024). Noncontrolling large shareholders and short-term debt for long-term investment. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 35(1), 100-143. <https://doi.org/10.1111/jifm.12220>
- Morris, J. R. (1976). On corporate debt maturity strategies. *The Journal of Finance*, 31(1), 29-37. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1976.tb03193.x>
- Orman, C., & Köksal, B. (2017). Debt maturity across firm types: Evidence from a major developing economy. *Emerging Markets Review*, 30, 169-199. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.12.001>
- Poeschl, J. (2023). Corporate debt maturity and investment over the business cycle. *European Economic Review*, 152, 104348. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2022.104348>
- Rabinovich, J., & Artica, R. P. (2023). Cash holdings and corporate financialization: Evidence from listed Latin American firms. *Competition & Change*, 27(3-4), 635-655. <https://doi.org/10.1177/1024529422117275>
- Rabinovich, J., & Reddy, N. (2024). *Corporate Financialization: A Conceptual Clarification and Critical Review of the Literature*. Post Keynesian Economics Society (PKES) Working Papers, (PKWP2402). <https://ideas.repec.org/p/pke/wpaper/pkwp2402.html>
- Su, K., & Lu, Y. (2023). The impact of corporate social responsibility on corporate financialization. *The European Journal of Finance*, 29(17), 2047-2073. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2023.2175704>
- Szalavetz, A., & Sauvage, N. (2024). The financialization of corporate venture capital investment? The corporation as a venture capitalist. *Socio-Economic Review*, 22(1), 373-394. <https://doi.org/10.1093/ser/mwad036>
- Tao, L., Chen, L., & Li, K. (2021). Corporate financialization, financing constraints, and environmental investment. *Sustainability*, 13(24), 14040. <https://doi.org/10.3390/su132414040>
- Tori, D., Onaran, O. (2018). The effects of financialization on investment: Evidence from firm-level data for the UK. *Cambridge Journal of Economics*, 42(5), 1393-1416. <https://doi.org/10.1093/cje/bex085>
- Tretyakov, D. S., & Rozmainsky, I. V. (2021). An empirical analysis of the influence of financialization on investment in Russia. *Russian Journal of Economics*, 7(3), 233-249. <https://doi.org/10.32609/j.ruje.7.58419>
- Wang, C. (2019). A literature review on corporate financialization. *American Journal of Industrial and Business Management*, 9(3), 647-657. <https://doi.org/10.4236/ajibm.2019.93044>
- Wei, X. (2024). Research on the impact of financialization of physical enterprises on enterprise value. *Financial Engineering and Risk Management*, 7(4), 103-110. <https://doi.org/10.23977/ferm.2024.070413>
- Xu, L., Guo, P., & Wen, H. (2023). Increasing short-term lending for long-term investment under environmental pressure: Evidence from China's energy-intensive firms. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(6), 14693-14706. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-23190-7>
- Zhang, L. (2024). Executive financial background, financing constraints, and corporate financialization. *Academic Journal of Business & Management*, 6(5), 288-294. <https://doi.org/10.25236/AJBM.2024.060539>