



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال نهم، شماره سی و هفتم، تابستان ۱۴۰۱

صفحات ۴۶-۲۹



مقاله پژوهشی

تأثیر تأمین مالی زنجیره تأمین و توسعه مالی بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران<sup>۱</sup>

محمدهاشم بت‌شکن<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۳/۲۹

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۰۷

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی آثار تأمین مالی زنجیره تأمین و توسعه مالی بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۵ است. تأمین مالی زنجیره تأمین موجب بهینه‌سازی سرمایه در گردش شرکت‌ها و توسعه مالی عاملی است که از تخصیص بهینه منابع پشتیبانی می‌نماید، و انتخاب این متغیرها به‌عنوان متغیرهای مستقل پژوهش آثار عوامل سطح خرد و کلان را بررسی می‌نماید. پژوهش حاضر، از نوع کاربردی است و در آن از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) بهره گرفته شده است و در نتیجه، پژوهشی تجربی به شمار می‌آید. به‌منظور بررسی آثار عوامل مطرح‌شده، روش به‌کاررفته در این پژوهش، رگرسیون خطی چند متغیره و آنالیز رگرسیون است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که چرخه تبدیل وجه نقد که متغیر نماینده تأمین مالی زنجیره تأمین است، تأثیر منفی و معنی‌دار بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات دارد. همچنین، نتایج پژوهش گواه آن است اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی به‌عنوان متغیری که توسعه مالی را نمایندگی می‌نماید، با سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات رابطه منفی و معنی‌دار دارد.

**واژگان کلیدی:** تأمین مالی زنجیره تأمین، توسعه مالی، چرخه تبدیل وجه نقد، اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی.

طبقه‌بندی موضوعی: C33, C01, G39

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2022.35910.2542

۲. دانشیار، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. Email: dr.botshekan@atu.ac.ir

مقدمه

املاک و مستغلات و بخش مسکن یکی از مهم‌ترین بخش‌های اقتصادی است و فعالیت‌ها و تصمیمات همه فعالان و بازیگران این حوزه بر زندگی آحاد جامعه تأثیرگذار است. این صنعت به عقیده برخی از صاحب‌نظران ستون فقرات اقتصاد در تمام دنیا محسوب می‌شود. اگر اقتصاد را به دو بخش پیش‌رو و دنباله‌رو تقسیم نمائیم، بخش مسکن در دسته بخش پیش‌رو قرار می‌گیرد. در نتیجه، هم بر شرایط کلان اقتصادی اثرگذار خواهد بود و هم از عوامل کلان اقتصادی تأثیر می‌پذیرد. از این‌رو توجه به شرکت‌های املاک و مستغلات و تأثیرپذیری سودآوری آن‌ها از متغیرهای خرد و کلان مدیریتی و اقتصادی، از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. به عبارت دیگر، سیاست‌گذاری بخش املاک و مستغلات از اصلی‌ترین برنامه‌های نظام حکمرانی اقتصادی در جوامع مختلف به حساب می‌آید (رحمانی، ۱۳۹۴؛ ۱۲). برای نمونه مستغلات سهم بزرگی در اقتصاد امارات دارد. حدود ۲۲/۵ درصد از تولید ناخالص داخلی این کشور مربوط به این بخش است که نشان از اهمیت و بزرگی بازار مستغلات در این کشور است.

در این بازار برای برقراری پیوند مناسب و منطقی بین بخش تقاضا و با فعالین عرضه و تولید باید سازوکارهای مناسبی از سوی واسطه‌های مالی یا کارگزاران املاک پیش‌بینی شود. مهم‌ترین نکته در مورد شرکت‌های مستغلات در کشور امارات آن است که این واحدهای اقتصادی در عین ارائه خدمات فروش و مبادله حق بهره‌برداری از املاک، به ساخت‌وساز و پیمانکاری نیز مشغول هستند. در واقع، خدمات مربوط به فروش، بخشی از فعالیتی است که این شرکت‌ها انجام می‌دهند. از طرف دیگر، با توجه به راهبرد شورای همکاری خلیج فارس مبنی بر خروج از شرایط اقتصادی صرفاً وابسته به نفت، بخش ساختمان در کنار توسعه برنامه‌های تجارت در مناطق آزاد و توسعه گردشگری به‌عنوان مهم‌ترین بخش اقتصادی درآمدزا تعریف شده است. در همین راستا قوانین زیادی برای بخش مسکن در کشور امارات تصویب و به اجرا درآمده است که نشان از اهمیت ویژه آن در اقتصاد این کشور است. (امکچی، ۱۳۹۴؛ ۹۰) این در حالی است که طبق اطلاعات منتشر شده توسط مرکز آمار ایران<sup>۱</sup>، سهم ارزش افزوده ساختمان از محصول ناخالص داخلی کشور به قیمت‌های جاری در دهه ۱۳۹۰ همواره کمتر از ۵ درصد بوده است.

تأمین مالی و دسترسی به سرمایه در گردش یکی از دغدغه‌های بنگاه‌های اقتصادی فعال در تمام صنایع مختلف می‌باشد. هم‌چنین، فضای کسب‌وکار کنونی که در آن رقابت بسیار شدیدی وجود دارد، بهینه‌سازی همه منابع سازمان را امری ضروری کرده است. نمود بهینه‌سازی سرمایه در گردش شرکت‌ها در تأمین مالی زنجیره تأمین مشهود است. تأمین مالی زنجیره تأمین امکان دستیابی به کاهش هزینه سرمایه، بهینه‌سازی سرمایه در گردش و هم‌چنین افزایش سودآوری را برای مشارکت‌کنندگان در آن فراهم می‌آورد (رغوان و میشرآ، ۲۰۱۱؛ ۴۱۰). باوجود اهمیت موضوع، تأمین مالی زنجیره تأمین موضوع جدیدی

۱. سری‌های زمانی حساب‌های ملی فصلی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ در وب‌سایت [www.amar.org.ir](http://www.amar.org.ir)



در پژوهش‌های تجربی به حساب می‌آید (کانیاتو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۶؛ ۵۳۷). ضمناً عمده پژوهش‌های تجربی نظرسنجی و مصاحبه‌های عمیق با خبرگان بوده است و صورت‌های مالی شرکت‌ها مبنای پژوهش‌های تجربی قرار نگرفته است (دونگ و دیگران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷؛ ۳۵۶). به‌طور اخص، مشارکت و بهره‌گیری در تأمین مالی زنجیره تأمین مورد توجه شرکت‌های املاک و مستغلات قرار گرفته است چراکه این فعالیت‌ها در کنار هم نقشی حیاتی در فرآیند توسعه بازار از طریق افزایش توان جذب سرمایه این شرکت‌ها دارند. در حقیقت تأمین مالی زنجیره تأمین، فرصت‌های بیشتری را برای شرکت‌ها در جهت دستیابی به منابع سرمایه‌ای پدید می‌آورد. (ماراک و پیلای<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹؛ ۲) در نتیجه، تأمین مالی زنجیره تأمین برای شرکت‌ها سودآوری و کارایی بیشتری را به ارمغان خواهد آورد (توان انگوک بوای<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰؛ ۳۷). مشارکت‌کنندگان در تأمین مالی زنجیره تأمین نه تنها از بهینگی سرمایه در گردش بهره می‌برند، بلکه امکان دستیابی به وام‌های میان مدت و بلندمدت بانکی نیز برای آن‌ها مهیا خواهد شد. در نتیجه، توسعه مالی کشور، از طریق افزایش توان جذب سرمایه برای شرکت‌ها، سودآوری شرکت‌ها را افزایش خواهد داد.

همان‌طور که اشاره شد، به‌دلیل اهمیت بخش مسکن در اقتصاد کلان اثرپذیری این بخش از عوامل کلان اقتصادی غیرقابل کتمان است. توسعه مالی عاملی است که حجم تأمین مالی و کارایی مالی در یک اقتصاد را مشخص می‌نماید. از آنجایی که تأمین مالی زنجیره تأمین نیز عاملی است که در سطح خرد بر نحوه تأمین مالی شرکت متمرکز است، توسعه مالی می‌تواند به‌عنوان عامل اقتصاد کلان که به تأمین مالی مربوط است در نظر گرفته شود. توسعه مالی بیشتر موضوع آن دسته از پژوهش‌های تجربی بوده است که به تحلیل نقش آن در اقتصاد کلان پرداخته است و تاکنون تأثیر آن بر سودآوری شرکت‌ها مورد توجه پژوهش‌های زیادی نبوده است (توان انگوک بوای، ۲۰۲۰؛ ۳۸).

در این پژوهش تلاش شده است تا شواهدی تجربی دال بر تأثیر تأمین مالی زنجیره تأمین و توسعه مالی بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران ارائه شود. نتایج این بررسی می‌تواند توجه سیاست‌گذاران و مدیران شرکت‌های مزبور را به اهمیت تأمین مالی زنجیره تأمین و توسعه مالی در بخش املاک و مستغلات کشور برانگیزاند. بررسی اثر توسعه مالی که بیشتر موضوع پژوهش‌های اقتصادی بوده است، بر سودآوری شرکت‌ها در پژوهشی تجربی و همچنین استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌ها برای بررسی اثر تأمین مالی زنجیره تأمین از نوآوری‌های پژوهش حاضر به‌شمار می‌آید.

در این پژوهش پس از بررسی مبانی نظری، پیشینه پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس با طرح فرضیه‌ها و پرسش‌های پژوهش، روش‌شناسی آن ارائه می‌گردد. در ادامه، پس از تجزیه و تحلیل داده‌ها، به نتیجه‌گیری و بحث درباره نتایج پژوهش پرداخته می‌شود.

1. Caniato et al.
2. Dong et al.
3. Marak & Pillai
4. Toan Ngoc Bui



## مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش:

در فضای کسب و کار به شدت رقابتی و پر تغییر کنونی که در آن بهینه‌سازی همه منابع سازمان اهمیت دارد، ایجاد یک زنجیره تأمین کارا ضروری و حیاتی به نظر می‌رسد. زنجیره تأمین کارا یعنی ایجاد هماهنگی در بخش‌های کسب و کار با استفاده از یک تفکر راهبردی و به صورت نظام‌مند و همچنین بهره‌گیری از تاکتیک‌هایی مورد استفاده در این بخش‌ها با هدف ارتقاء عملکرد بلندمدت هر یک از شرکت‌ها و کل زنجیره تأمین. زنجیره تأمین در هر شرکت بخش مهمی از سیاست‌ها و رویکردهای بازاریابی شرکت را در بر می‌گیرد. در نتیجه، زنجیره تأمین به پاسخگویی نیازهای بازار می‌پردازد و از این حیث راهبردهای اصلی سازمان را حمایت می‌نماید. راهبردهای کسب و کار در هر سازمان شامل برنامه‌های ارضای نیازهای فعلی مشتریان و همچنین نیازهای آینده آن‌هاست و نیازهای مشتریان است که ترکیب بهینه پاسخ‌دهی و کارایی زنجیره را تعیین می‌نماید. هرچه زنجیره تأمین در ارضای نیاز مشتریان کارتر عمل نماید، به سهم بیشتری از بازار دست خواهد یافت و در نهایت به سودآوری بالاتری دست می‌یابد (هوگس، ۲۰۱۱؛ ۵).

زنجیره تأمین اکوسیستم پیچیده‌ای است که شامل همه طرف‌هایی است که به صورت مستقیم یا غیرمستقیم، به رساندن کالا یا خدمات مورد نیاز مشتری نقش‌آفرینی می‌نمایند. قوت یک زنجیره تأمین وابسته به هماهنگی جریان‌های فیزیکی مواد و کالا، اطلاعات و جریان‌های مالی است که موجب تحقق ارزش افزوده توسط مجموعه فعالیت‌های همه اعضای زنجیره تأمین می‌شود. رویکردهای گذشته در مدیریت زنجیره تأمین بیشتر متمرکز بر ارتقاء کارایی جریان فیزیکی مواد و کالا و به اشتراک‌گذاری اطلاعات زنجیره میان اعضای بخش‌های مختلف زنجیره بوده است. از آنجایی که همواره سرمایه در گردش یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های یک بنگاه اقتصادی بوده است، متخصصین مدیریت زنجیره تأمین دهه اخیر را به پژوهش در زمینه هماهنگی جریان‌های مالی و موضوع تأمین مالی یک بنگاه با مدیریت زنجیره تأمین پرداخته‌اند و توجه بیشتری به این موضوع جلب شده است. همچنین توجه به تأمین مالی زنجیره تأمین، پس از بحران مالی و تبعات ناشی از آن از جمله کاهش قابل توجه وام‌های بانکی رخ داد و نیاز به مدیریت بهتر و به کارگیری بهینه سرمایه در گردش بیش‌ازپیش نمایان شد (ماراک و پیلای، ۲۰۱۹؛ ۴).

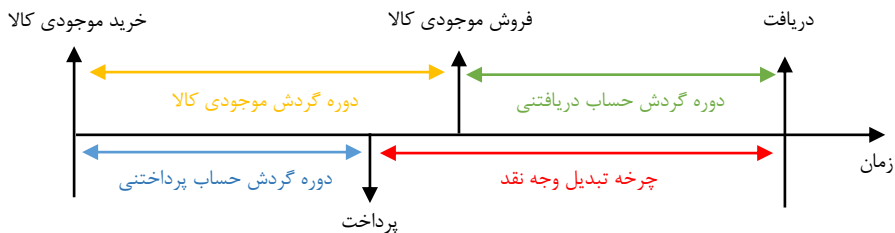
برای فهم ضرورت و اهمیت هماهنگی تصمیمات مالی و تصمیمات خلق ارزش افزوده برای یک بنگاه، توجه به نظریه مودیلیانی و میلر ضروری است. بنا بر نظریه مودیلیانی و میلر<sup>۱</sup>، ارزش کل بازار یک شرکت (مجموع ارزش بازار بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام یک شرکت)، به ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود آن شرکت وابسته است. تأمین مالی زنجیره تأمین روشی اثربخش به منظور کاهش هزینه‌های تأمین مالی و بهبود کارایی مالی و اثربخشی آن است و طی سال‌های گذشته مورد توجه محققین قرار گرفته است. به بیان دیگر، تأمین مالی زنجیره تأمین، هزینه سرمایه را کاهش، جریان نقدی را افزایش و ارتباط مالی میان مشارکت‌کنندگان در زنجیره تأمین را ارتقاء می‌دهد و عملکرد زنجیره تأمین را از طریق افزایش دوره

1. Hugos  
2. Modigliani & Miller

پرداخت برای خریدار و امکان دستیابی به تأمین‌کننده به منابع مالی مناسب‌تر، مهیا می‌سازد (ووتکه و دیگران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶؛ ۱۵۹). شرکت‌ها تلاش می‌کنند با توسعه اعتبار تجاری میان خود، سرمایه در گردش و نقدینگی خود را بهینه کنند (لیبل و دیگران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶، ۲۹۷). در نتیجه، تأمین مالی زنجیره تأمین برای همه مشارکت‌کنندگان در آن سودآوری به ارمغان خواهد آورد.

در مطالعات تجربی صورت گرفته، چرخه تبدیل وجه نقد<sup>۳</sup> به‌عنوان شاخص اندازه‌گیری تأمین مالی زنجیره تأمین معرفی شده است (ژانگ و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). چرخه تبدیل وجه نقد یک شاخص اندازه‌گیری کارآمد برای مدیریت سرمایه در گردش است که به‌خوبی می‌تواند تأمین مالی زنجیره تأمین را نمایندگی کند (فاریس و هاچیسون<sup>۵</sup>، ۲۰۰۲؛ ۲۹۷). چرخه تبدیل وجه نقد مدت‌زمانی است که وجه نقد به مصرف فرآیندهای عملیاتی بنگاه برای تولید یک محصول می‌رسد. چرخه عملیاتی، متغیری است که با استفاده از متوسط زمان مصرف وجه نقد برای تولید محصول و متوسط زمان دریافت وجوه از محل فروش محصولات محاسبه می‌شود. میزان چرخه عملیاتی سرمایه در گردش موردنیاز را تعیین می‌کند. بنگاه‌هایی که دارای چرخه عملیاتی طولانی‌تر هستند، سرمایه در گردش و نیز وجه نقد بیشتری نیاز دارند (بولو و همکاران، ۱۳۹۱؛ ۲۶).

شکل ۱: چرخه تبدیل وجه نقد



منبع: توآن انگوک بوآی<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰

چرخه تبدیل وجه نقد کوتاه‌تر، به معنای آن است که مدت‌زمان بازپافت وجه نقد شرکت کوتاه‌تر شود و در نتیجه شرکت بتواند سرمایه در گردش بیشتری برای پرداخت هزینه‌ها و یا سرمایه‌گذاری در اختیار داشته باشد که در نهایت به سودآوری دست یابد. (گول و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۳؛ ۶۶).

1. Wuttke et al.
2. Liebl et al.
3. Cash Conversion Cycle
4. Zhang et al.
5. Farris & Hutchison
6. Toan Ngoc Bui
7. Gul et al.

از سوی دیگر بنا بر نظر زامان و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۲)، توسعه مالی در توسعه کلی حجم تأمین مالی و کارایی مالی مشارکت‌کنندگان قابل مشاهده است. افزایش حجم تأمین مالی، مزایای بیشتری نصیب شرکت‌ها برای دستیابی به سرمایه خواهد کرد و شرکت‌ها از طریق سرمایه‌گذاری بیشتر به سود بیشتری دست پیدا خواهند کرد. بدیهی است، رشد اقتصادی مهم‌ترین موضوع و دغدغه اقتصادی طی دهه‌های اخیر بوده است و این مهم به همراه افزایش درآمد ملی و ایجاد اشتغال از اهداف اصلی دولت‌ها در همه کشورهاست. یکی از معضلاتی که کشورهای در حال توسعه با آن دست‌به‌گریبان هستند، مشکل عدم انتقال پس‌اندازهای دارنده منابع مازاد به واحدها و بنگاه‌های اقتصادی است که به منظور تولید و سرمایه‌گذاری نیازمند منابع مالی هستند و چرخه انتقال به صورت کارآمد عمل نمی‌کند (ذوالقدر و همکاران، ۱۳۹۶، ۱۴۵). شواهد نظری و تجربی بسیاری مبنی بر تأثیر توسعه مالی بر رشد اقتصادی به دست آمده است. (آدنیئی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵؛ ۱۴).

در نظریات کلاسیک تجارت بر تأثیرگذاری عوامل حقیقی یک کشور بر جریان تجاری و مزیت‌نسیبی کشورها در تجارت تأکید گردیده است، حال آنکه در واقع عواملی دیگری نیز بر این موارد تأثیرگذارند. سیستم مالی به‌عنوان سیستمی که وظیفه تخصیص اعتبار به سمت فرصت‌های سرمایه‌گذاری به صورت بهینه را برعهده دارد. همچنین، بر جریان تجارت و مزیت نسبی اقتصادی تأثیر می‌گذارد. درحقیقت، بنگاه‌های اقتصادی سرمایه‌مورد نیاز خود را -که از نهاده‌های تولیدشان است- از طریق سیستم مالی تأمین می‌نمایند. در نتیجه مزیت یک کشور در تأمین سرمایه به توانایی و کارآمدی سیستم مالی آن کشور بستگی دارد و اگر عملکرد سیستم مالی به تأمین سرمایه به‌عنوان یکی از نهاده‌های تولید، به صورت آسان و ارزان منجر شود، آن کشور از منظر تأمین سرمایه، مزیت نسبی دارد (صادقی و بیابانی خامنه، ۱۳۹۳؛ ۳۶).

توسعه مالی زمینه‌ساز فعالیتهای نوآورانه است و با تأمین مالی بنگاه‌هایی که طرح‌های جدید ارائه می‌دهند، امکان پیدایش فناوری و روش‌های جدید تولید را محقق می‌نماید. از طرف دیگر، توسعه بخش مالی به توسعه خدمات مالی بیشتر، متنوع‌تر و مناسب‌تر می‌انجامد و موجب جذابیت بیشتر برای قرض‌گیرندگان و پس‌اندازکنندگان می‌شود؛ چرا که پس‌انداز امکان سرمایه‌گذاری در حوزه‌های گسترده‌تری را خواهند یافت و قرض‌گیرندگان نیز از منافع تأمین مالی بهره‌مند می‌شوند. ضمناً توسعه مالی باعث کاهش هزینه مبادلات و به تبع آن افزایش مبادلات منجر می‌شود و زمینه را برای تقسیم کار و تخصص‌گرایی فراهم می‌نماید. توجه به این نکته ضروری است که تخصص‌گرایی و تقسیم کار به افزایش بهره‌وری و رشد اقتصادی می‌انجامد (مقیسه، ۱۳۹۲؛ ۳). بنا بر یافته‌های زامان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۲)، توسعه مالی را می‌توان به‌مثابه توسعه مالی در مقیاس گسترده و بهبود کارایی نقش‌آفرینان مالی دانست. با دستیابی به توسعه مالی اثربخش، زمینه برای دستیابی شرکت‌ها به منابع مالی -به‌ویژه منابع میان‌مدت و بلندمدت- مهیا می‌گردد و در نتیجه، موجب سرمایه‌گذاری بیشتر شرکت‌ها و رشد سودآوری آنها می‌شود. همچنین، بر اساس یافته‌های فو وو<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، شرکت‌هایی که با محدودیت در تأمین مالی مواجه نبوده‌اند نسبت به شرکت‌هایی

1. Zaman et al.

2. Adeniyi et al.

3. Zaman, Izhar, Khan & Ahmad

4. Fowowe



که در تأمین منابع با محدودیت روبرو بوده‌اند، رشد سریع‌تری داشته‌اند. ضمناً باید توجه داشت که توسعه مالی یک مفهوم چندوجهی است، این مفهوم علاوه بر بعد پولی و بانکی (مانند شاخص اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی)، شامل ابعاد دیگری مانند آزادی بخش مالی، مقررات و نظارت حاکم بر این بخش، میزان رقابت و ظرفیت‌های نهادی در یک کشور می‌شود (مقیسه، ۱۳۹۲؛ ۶).

یک شاخص به‌عنوان شاخص توسعه مالی باید نمایانگر وضعیت واسطه‌گری‌های مالی از لحاظ مدیریت ریسک سیستم و مدیریت نقدینگی باشد. اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی، یکی از شاخص‌های سنجش توسعه مالی است (مطرانلویی، ۱۳۹۴؛ ۲). از نظر لیم<sup>۱</sup> (۲۰۱۸)، پراهان و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) و ارن و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) نیز شاخص مناسب برای سنجش توسعه مالی، اعتبار اعطایی به بخش خصوصی تقسیم بر تولید ناخالص داخلی است. این شاخص توسط بانک جهانی برای کشورهای مختلف محاسبه و گزارش می‌گردد و برای استفاده عموم منتشر می‌گردد. طبق تعریف بانک جهانی، اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی، اعتبار داخلی اعطا شده به بخش خصوصی در هر کشور است که از طریق اعطای وام، خرید اوراق بهادار غیرسرمایه‌ای، اعتبار تجاری و سایر حساب‌های دریافتی که ادعای بازپرداخت ایجاد می‌نماید، توسط نهادهای مالی در اختیار بخش خصوصی قرار گرفته است. نهادهای مالی مدنظر تعریف بانک جهانی، نهادهای پولی و موسسات سپرده‌پذیر بانکی، و سایر نهادهای مالی اعم از لیزینگ‌ها، بیمه‌ها، صندوق‌های بازنشستگی و سایر نهادهای مشابه را شامل می‌شود (وب‌سایت بانک جهانی<sup>۴</sup>).

بنا بر آنچه شرح داده شد، به نظر می‌رسد تأمین مالی زنجیره تأمین و توسعه مالی دو عنصر کلیدی بر سودآوری شرکت‌ها به‌ویژه در صنعت املاک و مستغلات باشند. ضمن اینکه بررسی تأثیر دو عامل با اهمیت خرد و کلان بر یک مقوله مهم اقتصادی به صورت تجربی می‌تواند در امر سیاست‌گذاری و اداره بنگاه‌های اقتصادی راهگشا باشد، لذا ارائه شواهد تجربی از این موضوع، می‌تواند سیاست‌گذاران و مدیران این بخش را برای تصمیم‌گیری اثربخش یاری نماید و از این جهت ضرورت دارد.

چونگ چائو<sup>۵</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان «چرخه تبدیل وجه نقد و عملکرد بنگاه: شواهد جهانی»، تأثیر چرخه تبدیل وجه نقد بر عملکرد شرکت‌ها را بررسی نموده است. نمونه بررسی شده در این پژوهش شامل ۳۱۶۱۲ شرکت در ۴۶ کشور طی سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۱ است و یک مطالعه تجربی در سطح جهانی به حساب می‌آید. بنا بر یافته‌های این پژوهش، چرخه تبدیل وجه نقد و سودآوری شرکت‌ها دارای رابطه منفی و معنی‌دار بوده‌اند. دلوف<sup>۶</sup> (۲۰۰۳)، در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های بلژیکی»، نقش مدیریت سرمایه در گردش را بر روی سودآوری ۲۰۰۰ شرکت بلژیکی بررسی نموده است. نتایج مشاهدات حاکی از آن است که رابطه منفی معنی‌داری میان درآمد

1. Lim
2. Pradhan et al.
3. Eren et al.
4. <https://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS?locations=IR>
5. Chong-Chuo
6. Deloof

عملیاتی ناخالص شرکت‌ها و تعداد روزهای حساب‌های دریافتنی، موجودی و حساب‌های پرداختنی وجود دارد. یوسفی و فولادوند (۱۳۹۵)، در پژوهشی با عنوان «اثر چرخه تبدیل وجه نقد بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، تاثیر چرخه تبدیل وجه نقد را بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۲ بررسی نموده‌اند و نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر آن است که با افزایش مدت چرخه تبدیل وجه نقد، سودآوری شرکت کاهش می‌یابد. در پژوهش دیگری برایان (۲۰۱۲) با عنوان «زنجیره ارزش و تجزیه و تحلیل آن»، به بررسی مدیریت زنجیره ارزش و عملکرد مالی پرداخته است. یافته‌های پژوهش بیانگر وجود رابطه معنی‌داری میان مدیریت زنجیره تأمین مالی و شاخص‌های کلیدی عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. همچنین از میان عوامل مورد بررسی، گردش موجودی کالا، بیشترین تاثیر را بر شاخص‌های عملکرد مالی داشته است. ضمناً توان انگوک بوا (۲۰۲۰)، در پژوهشی با عنوان «تأمین مالی زنجیره تأمین، توسعه مالی و سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات ویتنام»، تاثیر تأمین مالی زنجیره تأمین و توسعه مالی را بر روی شرکت‌های املاک و مستغلات ویتنام طی سال‌های ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۷ را بررسی نموده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که چرخه تبدیل وجه نقد با سودآوری شرکت‌ها رابطه منفی دارد. لذا به‌طور کلی، با توجه به آنکه تأمین مالی زنجیره تأمین نقش مهمی در افزایش سودآوری شرکت ایفا می‌نماید و چرخه تبدیل نقد شاخص اندازه‌گیری آن به شمار می‌رود، می‌توان چنین بیان داشت که هر چه چرخه تبدیل وجه نقد کوتاه‌تر باشد، دوره باز یافت وجه نقد نیز کوتاه‌تر شده و در نتیجه سود شرکت افزایش می‌یابد (توان انگوک بوا، ۲۰۲۰؛ ۳۹).

آدئینی و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهشی با عنوان «ارتباط توسعه مالی و رشد اقتصادی در نیجریه» رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشور نیجریه را بررسی کرده است. محققین با استفاده از داده‌های مربوط به دوره زمانی ۱۹۶۰ تا ۲۰۱۰ میلادی کشور نیجریه به بررسی رابطه میان توسعه مالی و رشد اقتصادی پرداخته‌اند. حاصل این پژوهش رابطه منفی میان توسعه مالی و رشد اقتصادی در کشور نیجریه بوده است. ذوالقدر و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی دیگر، با عنوان «تأثیر اعتبارات اعطایی بانک‌ها بر رشد اقتصادی با توجه به سطح درآمد»، تأثیر اعتبارات اعطایی بانک‌ها را بر رشد اقتصادی ایران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ و با در نظر گرفتن سطح درآمد استان‌ها بررسی کرده است. نتایج گواه تأثیر مثبت و معنی‌داری اعتبار اعطایی بانک‌ها بر رشد اقتصادی استان‌هاست. همچنین بیابانی خامنه و صادقی (۱۳۹۳)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی بر صادرات: شواهدی از ۴۵ کشور در حال توسعه»، به بررسی اثر اعتبار اعطایی به بخش خصوصی در میزان سهم صادرات از تولید یک اقتصاد و تأثیر آن بر عملکرد و پویایی‌های صادراتی بنگاه‌های فعال در بازارهای غیر داخلی پرداخته است. ۴۵ کشور در این پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته‌اند و ارتباط بین متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج حاکی از آن است که افزایش اعتبار اعطایی به بخش خصوصی به افزایش سهم صادرات از تولید منجر می‌گردد و همچنین تأثیر مثبت بر تعداد صادر کنندگان، تعداد بازارهای مقصد و نرخ ورود بنگاه‌ها به بازارهای



صادراتی مورد تأیید قرار گرفته است. این پژوهش‌ها بیشتر ابعاد اقتصادی توسعه مالی را در نظر گرفته‌اند و پژوهش‌های تجربی با موضوع تأثیر توسعه مالی بر روی سودآوری شرکت‌ها کمتر صورت پذیرفته است اما به صورت کلی، توسعه مالی اثربخش می‌تواند سودآوری شرکت‌ها را افزایش دهد. توسعه مالی همچنین برافزایش ارزش دارایی‌های خانوادگی تأثیر مثبت می‌گذارد و از آنجا که مخارج خانواده را افزایش خواهد داد، سرمایه‌گذاری خانوار برای خرید خانه بیشتر می‌شود. در نتیجه، مشتریان شرکت‌های املاک و مستغلات امکان مصرف بیشتری کسب خواهند کرد و در نهایت، سود بیشتری عاید این شرکت‌ها خواهد شد (توان انگوک بوا، ۲۰۲۰؛ ۴۱). فو وو (۲۰۱۷) در مطالعاتی بر روی شرکت‌های ۳۰ کشور آفریقایی به این نتیجه دست‌یافته است که شرکت‌هایی در زمینه اعتبار تجاری با محدودیت روبرو نبوده‌اند با سرعت بیشتری نسبت به شرکت‌های با محدودیت اعتبار تجاری رشد کرده‌اند. توان انگوک بوا (۲۰۲۰) نیز، تأثیر مثبت توسعه مالی را بر روی شرکت‌های املاک و مستغلات ویتنام طی سال‌های ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۷ را در پژوهشی تجربی به اثبات رسانده است.

### فرضیه‌ها یا پرسشهای پژوهش

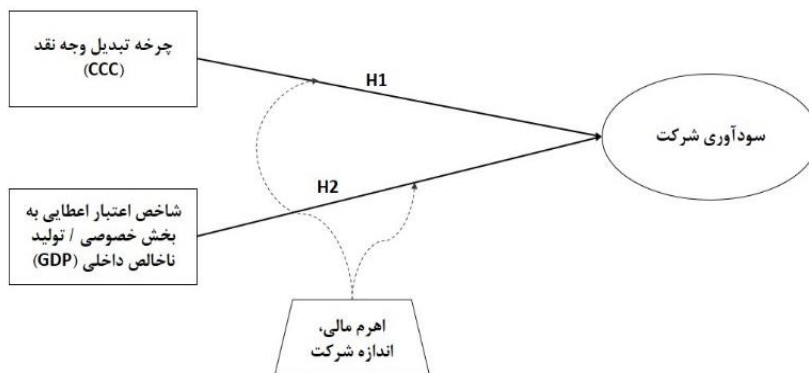
- ۱) تأثیر چرخه تبدیل وجه نقد، بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس تهران و فرابورس ایران چگونه است؟
- ۲) تأثیر شاخص اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی کشور، بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس تهران و فرابورس ایران چگونه است؟
- ۳) تأثیر اهرم مالی شرکت، بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس تهران و فرابورس ایران چگونه است؟
- ۴) تأثیر اندازه شرکت، بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس تهران و فرابورس ایران چگونه است؟

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع تجربی است و در آن از رویکرد پس‌رویدادی که در آن از اطلاعات گذشته بهره گرفته می‌شود، استفاده شده است. از طرف دیگر، این پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی است. از لحاظ اینکه نتایج کسب‌شده در این پژوهش بتواند در فرآیند استفاده از اطلاعات مالی، مورداستفاده قرار گیرد، در زمره پژوهش‌های کاربردی به حساب می‌آید.

چنانچه در بخش مبانی نظری تبیین گردید، متغیر چرخه تبدیل وجه نقد، متغیری است که با آن می‌توان تأمین مالی زنجیره تأمین را محک زد و شاخص اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی نیز متغیر مناسب برای برآورد توسعه مالی یک اقتصاد به‌شمار می‌رود و برای بررسی اثر دو عامل مذکور بر سودآوری شرکت‌ها می‌توان این متغیرها را به‌عنوان متغیر مستقل پژوهش در نظر گرفت. با توجه به نتایج پژوهش گول و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) که بیانگر ارتباط سودآوری شرکت با اهرم مالی و اندازه شرکت بوده است، این دو متغیر به‌عنوان متغیرهای کنترل در این پژوهش انتخاب شدند تا در بررسی اثرات عوامل مورد بررسی در پژوهش دقت بیشتری وجود داشته باشد. داده‌های موردنیاز در پژوهش، از اطلاعات مالی منتشرشده شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران و صورت‌های مالی منتشرشده شرکت‌های موردبررسی، گردآوری شده است. این داده‌ها و صورت‌های مالی در سایت کدال انتشار می‌یابند و در دسترس عموم قرار دارد. هم‌چنین، اطلاعات مربوط به شاخص توسعه مالی اقتصاد کشور از داده‌های موجود در وب‌سایت بانک جهانی گردآوری شده است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های املاک و مستغلات پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران بوده‌اند که به‌صورت منظم و در قالب گزارش‌گری نسبتاً یکسان اقدام به گزارش‌گری اطلاعات مالی طی بازه سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ نموده‌اند. در مجموع ۱۵ شرکت با معیارهای مذکور در پژوهش حاضر مورد مطالعه قرار گرفته‌اند. برآورد مدل رگرسیونی در این پژوهش با استفاده از نرم افزار ایویز<sup>۲</sup> صورت پذیرفته است. مدل مفهومی پژوهش بر اساس مبانی نظری ارائه شده، عبارت است از:

شکل ۲: مدل مفهومی پژوهش



1. Gul et al.  
2. Eviews

به منظور بررسی روابط تشریح شده در مدل، از رگرسیون خطی چند متغیره و آنالیز رگرسیون بهره گرفته شده است. نحوه محاسبه متغیرها و فرم ریاضی مدل رگرسیون طبق رابطه (۱) است.

$$FP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{i,t} + \beta_2 FD_t + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

جدول ۱: متغیرهای پژوهش

منبع داده‌ها	توضیح متغیر	نوع	نمایش	نام متغیر
صورت‌های مالی شرکت	سود خالص / کل دارایی‌های شرکت	وابسته	FP	شاخص سودآوری شرکت
صورت‌های مالی شرکت	دوره گردش حساب دریافتی + دوره گردش موجودی کالا - دوره گردش حساب پرداختی دوره گردش حساب دریافتی = (حساب دریافتی / فروش) * ۳۶۵ دوره گردش موجودی کالا = (موجودی کالا / بهای تمام شده کالای فروش رفته) * ۳۶۵ دوره گردش حساب پرداختی = (حساب پرداختی / بهای تمام شده کالای فروش رفته) * ۳۶۵	مستقل	CCC	چرخه تبدیل وجه نقد
وبسایت بانک جهانی	اعتبار اعطایی به بخش خصوصی / تولید ناخالص داخلی	مستقل	FD	شاخص توسعه مالی
صورت‌های مالی شرکت	کل بدهی‌ها / کل دارایی‌ها	مستقل	LEV	درجه اهرم مالی شرکت
صورت‌های مالی شرکت	لگاریتم کل دارایی‌ها	مستقل	SIZE	اندازه شرکت

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها:

ابتدا به تجزیه و تحلیل توصیفی متغیرهای مورد بررسی در مدل رگرسیون پژوهش مشتمل بر داده‌های ۱۵ شرکت املاک و مستغلات پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ و داده مربوط به توسعه مالی کشور خواهیم پرداخت. شاخص‌های توصیفی ارائه شده عبارت‌اند از میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار متغیرهای پژوهش.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نمایش	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
شاخص سودآوری	FP	۱۲۰	۰/۰۹۸	۰/۰۹۷	۰/۸۱۷	-۰/۴۸۲	۰/۱۴۵
چرخه تبدیل وجه نقد	CCC	۱۲۰	۲۷۴۳/۸	۱۱۸۴	۱۰۹۹۳۹	-۲۶۴۴۴	۱۰۷۷۴/۲
شاخص توسعه مالی	FD	۱۲۰	۵۴/۱۷	۵۲/۶۰	۶۶/۰۶	۴۷/۷۴	۵/۶۰
درجه اهرمی	LEV	۱۲۰	۰/۵۱۳	۰/۴۴۴	۲/۹۵۱	۰/۰۱۲	۰/۳۷۱
اندازه	SIZE	۱۲۰	۵/۹۵	۶/۰۱	۷/۱۰	۴/۷۲	۰/۴۳

منبع: یافته‌های پژوهش

در ادامه به تحلیل رگرسیون و آزمون‌های مربوط به آن در پژوهش حاضر خواهیم پرداخت. برای تعیین الگوی داده‌های مدل نیز از آزمون F لیمر استفاده شده و با توجه به آماره آزمون که ۷/۹۳۷ محاسبه گردید، مدل تابلویی برای برآورد مدل پژوهش مناسب تشخیص داده شده است.

**جدول ۳: نتایج آزمون F لیمر**

نام آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	معنی‌داری
اف لیمر	۷/۹۳۷	۲۰ و ۱۳۳	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با انجام آزمون هاسمن روش اثرات ثابت پذیرفته شد. سطح معنی‌داری به‌دست‌آمده از آزمون هاسمن برابر با ۰/۰۴۱۴ به‌دست آمد. درنتیجه، فرضیه صفر آزمون مبنی بر اینکه بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود ندارد (مدل اثرات تصادفی) رد و روش اثرات ثابت پذیرفته شد.

**جدول ۴: نتایج آزمون هاسمن**

نام آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	معنی‌داری
هاسمن	۹/۹۴۳	۴	۰/۰۴۱۴

منبع: یافته‌های پژوهش

به‌منظور بررسی فرضیه برابری کوواریانس بین اجزای اخلاص در یک مدل کلاسیک رگرسیون با صفر از آزمون دوربین واتسون استفاده شد که نتیجه آن گواه عدم وجود خودهمبستگی بوده است.

**جدول ۵: نتایج آزمون دوربین واتسون**

نام آزمون	مقدار
دوربین واتسون	۱/۸۷۴

منبع: یافته‌های پژوهش



جدول ۶: نتایج برآورد مدل

نام متغیر	نمایش	ضریب	Std. Error	آماره t	معنی داری
ثابت رگرسیون	C	۰/۶۳۱۶۶۲	۰/۱۹۸۸۵۷	۳/۱۷۶۴	۰/۰۰۲۰
چرخه تبدیل وجه نقد	CCC	-۰/۰۰۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰۰۰۳	-۲/۰۱۰	۰/۰۴۷۱
توسعه مالی	FD	-۰/۰۰۵۱۵۷	۰/۰۰۰۹۱۷	-۵/۶۲۲	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۲۹۸۵۷۰	۰/۰۴۸۶۶۹	-۶/۰۹۳	۰/۰۰۰۰
اندازه	SIZE	-۰/۰۱۶۷۹۷	۰/۰۳۴۹۶۶	-۰/۴۸۰	۰/۶۳۲۰
Effect Specification					
Cross-section fixed (dummy variables)					
	Mean dependent var	۰/۱۹۴	۰/۶۴	R-squared	
	S.D. dependent var	۰/۱۸۲	۰/۶۷۹	Adjusted R-squared	
	Sum squared resid	۱/۴۴۶	۰/۱۱۹	S.E. of regression	
	Durbin Watson stat	۱/۸۶۹	۱۰/۱۱	F-statistic	
			۰/۰۰۰۰	Prob (F-statistic)	

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به آماره F به دست آمده معادل (۰/۰۰۰۰)، به صورت کلی رگرسیون معنی دار است. معنی دار بودن آماره بیانگر آن است که مدل برآورد شده با درجه معینی از اطمینان، با صفر تفاوت دارد. از طرفی با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر نماینده تأمین مالی زنجیره تأمین (چرخه تبدیل وجه نقد) کمتر از ۰,۰۵ است، این متغیر بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات اثرگذار است که با توجه به ضریب منفی آن، این رابطه به صورت معکوس است. در واقع با افزایش چرخه تبدیل وجه نقد، سودآوری شرکت کاهش می‌یابد و بالعکس. همین شرایط در مورد تأثیر توسعه مالی (شاخص اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی)، و درجه اهرمی شرکت (LEV) نیز صادق است. متغیر دیگر، اندازه شرکت (SIZE) در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فاقد سطح معنی داری است. به این معنا که بر سودآوری شرکت تأثیر معنی داری ندارند.

## نتیجه‌گیری و بحث

بیشتر نیز توضیح داده شد که املاک و مستغلات نقش مهمی در اقتصاد زندگی خانوارها دارد. به‌واقع مسکن یکی از مسائل حاد کشورهای درحال توسعه است. فقدان منابع کافی، ضعف مدیریت اقتصادی، نداشتن برنامه‌ریزی جامع مسکن و سایر فقدانها در زیرساخت‌های اقتصادی و از طرفی افزایش شتابان جمعیت شهری، تأمین مسکن در این دسته از کشورها را پیچیده نموده است. سهم حدود ۴ درصدی بخش ساختمان در تولید ناخالص داخلی کشور به‌علاوه اهمیت موضوع بنا بر آنچه در مورد کشورهای درحال توسعه گفته شد و مسائلی نظیر اهمیت تخصیص بهینه در اقتصاد که نمود آن در سودآوری شرکت‌ها نمایان است، تجزیه و تحلیل عوامل خرد و کلان مؤثر بر سودآوری این صنعت و شرکت‌های فعال در آن را مورد توجه مدیران و سیاست‌گذاران قرار داده است.

در این پژوهش تأمین مالی زنجیره تأمین که با بسط فلسفه مدیریت زنجیره تأمین در جریان‌های مالی کل زنجیره درصدد بهینه‌سازی سرمایه در گردش شرکت، مؤثر است را به‌عنوان یکی از عوامل مؤثر بر سودآوری شرکت‌ها مورد بررسی قرار داده ایم. در حقیقت تأمین مالی زنجیره تأمین، یک ابزار مالی برای مدیریت زنجیره تأمین و در جهت ارتقاء و بهبود مزیت رقابتی است که باعث می‌شود شرکت‌ها به سودهای بیشتر دست یابند. ابزار مناسب برای سنجش تأمین مالی زنجیره تأمین که از صورت‌های مالی شرکت قابل احصا باشد، چرخه تبدیل وجه نقد است. پژوهش حاضر، ضمن بررسی مبانی نظری ادعای فوق و ارائه پیشینه پژوهش‌های تجربی در زمینه تأثیر چرخه تبدیل وجه نقد به بررسی تأثیر این عامل بر روی سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات کشور پرداخت و نتایج حاکی از آن بود که چرخه تبدیل وجه نقد بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات تأثیر منفی و معنی‌داری دارد.

همچنین بدیهی است که صنعت مهمی همچون صنعت ساختمان و مسکن، از عوامل کلان اقتصادی نیز تأثیر می‌پذیرد. رشد اقتصادی از مهم‌ترین عوامل کلان اقتصادی است و در صورتی که چرخه انتقال پس‌اندازهای واحدهای اقتصادی که دارای منابع مازاد هستند به واحدهای اقتصادی که دچار کسری منابع به‌منظور تولید و سرمایه‌گذاری هستند دچار اختلال باشد، رشد اقتصادی میسر نخواهد شد. این موضوع همواره از مشکلات اساسی کشورهای درحال توسعه نظیر کشورمان بوده است. سیستم مالی یک کشور با ارائه خدمات مالی به تخصیص بهینه اعتبار در کل اقتصاد کمک می‌نماید و با جهت‌دهی پس‌اندازها به سود فرصت‌های سرمایه‌گذاری، نیاز بنگاه‌های اقتصادی به منابع مالی را برطرف می‌نماید. بنگاه‌های اقتصادی نیز از طریق سیستم مالی اقدام به تأمین سرمایه مورد نیاز به‌عنوان یک نهاد مهم تولید می‌نمایند و در صورتی که

در این امر امکان دستیابی به منابع ارزان، آسان و کارای سرمایه داشته باشند، به مزیت نسبی و درنهایت سود بیشتر دست خواهند یافت. توسعه مالی به‌عنوان یک عامل مهم اقتصاد کلان کارایی سیستم یک کشور را برآورد می‌نماید و با استفاده از شاخص‌های کمی گوناگونی نظیر شاخص اعتبار اعطایی به بخش خصوصی نسبت به تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شود. شواهد تجربی زیادی در زمینه بررسی این شاخص بر روی سودآوری شرکت‌ها وجود ندارد و بررسی چنین متغیری بر روی سودآوری به‌نوعی بدیع به حساب می‌آید، با وجود این مبانی نظری پشتیبان این فرض پیش‌تر ارائه گردیده است.

نتایج پژوهش بر تأثیر منفی و معنی‌دار این شاخص بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات کشور دلالت دارد و با انتظارات پژوهشگر با توجه به ادبیات و مبانی نظری پژوهش در تضاد است، چرا که برای مثال در پژوهش توان‌انگوک بوآی (۲۰۲۰) نتایج بر تأثیر مثبت توسعه مالی بر سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات ویتنام طی سال‌های ۲۰۱۳ الی ۲۰۱۷ دلالت داشتند. ضمن اینکه در این پژوهش برای حذف آثار متغیرهایی که پیش‌تر تأثیر آن‌ها بر سودآوری شرکت‌ها به اثبات رسیده است، از متغیرهای کنترل استفاده شده است. درجه اهرم مالی شرکت و اندازه شرکت، متغیرهای کنترل پژوهش بوده‌اند. تأثیرگذاری یکی از متغیرهای کنترل (اندازه شرکت) تأیید نشد.

این پژوهش نیز همانند بسیاری از پژوهش‌های علمی دیگر، محدودیت‌هایی آماری مواجه بوده است. برای مثال داده‌های مربوط به توسعه مالی که توسط بانک جهانی محاسبه و ارائه می‌گردد، تا سال ۲۰۱۶ که معادل با ۱۳۹۵ شمسی است گزارش شده است و همین موضوع باعث شده که بازه زمانی پژوهش حاضر محدود به سال ۱۳۹۵ گردد. همچنین در بازه زمانی پژوهش که سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ را شامل می‌شود برخی از شرکت‌های موردنظر نسبت به افشای اطلاعات مالی خود اقدام نکرده‌اند و اطلاعات از این نظر در برخی سال‌ها وجود ندارد. این فقدان اطلاعات در بازه موردنظر و بازه‌های زمانی طولانی‌تر، برای پژوهشگر محدودیت زمانی و اطلاعاتی به وجود آورده است و امکان انجام پژوهش بر روی بازه‌های زمانی طولانی‌تر را از پژوهشگر سلب نموده است.

با توجه به نتایج پژوهش می‌توان پیشنهادات و کاربردهایی از آن را نیز جهت بهره‌برداری پژوهشگران، سیاست‌گذاران و مدیران اجرایی کشور تبیین نمود که در ادامه ارائه می‌گردد. علی‌رغم انتظار نتایج پژوهش گواه رابطه مثبت میان توسعه مالی و سودآوری بنگاه‌های املاک و مستغلات نبوده‌اند، لذا سیاست‌گذاران بخش املاک و مستغلات بایستی در اعمال سیاست‌هایی که با هدف بهبود سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات است، دقت نظر داشته باشند. متغیرهای خرد و کلان دیگری نیز وجود دارد که احتمالاً بر سودآوری شرکت‌ها تأثیرگذار است. در این میان می‌توان به سایر شاخص‌های اندازه‌گیری توسعه مالی نظیر

نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی و یا متغیرهای کلان اقتصادی نظیر رشد اقتصادی، تورم و تسهیلات اعطایی به بخش ساختمان اشاره کرد. استفاده از سایر شاخص‌های اندازه‌گیری توسعه مالی از آن جهت که شاخص مورد استفاده در این پژوهش از ۱۳۹۵ به بعد منتشر نشده است، قابل تامل می‌نماید. متغیرهای در سطح بنگاه نیز به همراه متغیرهای کلان مذکور می‌تواند به‌عنوان متغیر مستقل لحاظ گردد. در این پژوهش از چرخه تبدیل وجه نقد به‌عنوان متغیر نماینده تأمین مالی زنجیره تأمین، استفاده شد. می‌توان از متغیرهای دیگر نظیر دوره گردش عملیات برای این منظور استفاده نمود. ضمن اینکه با توجه به اهمیت شرکت‌های املاک و مستغلات در اقتصاد و زندگی آحاد جامعه، سودآوری شرکت‌های املاک و مستغلات مورد بررسی قرار گرفت. بررسی تأثیر عوامل پژوهش حاضر در سایر صنایع، نظیر صنعت توزیع کالاهای تند مصرف<sup>۱</sup> که مدیریت زنجیره تأمین در آن‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است، می‌تواند موضوع پژوهش‌های آتی باشد و البته استفاده از تعداد متغیرهای کنترل بیشتر در بررسی آثار دو عامل مطرح در این پژوهش، بر دقت بررسی اثرات عوامل تأثیرگذار است. لازم است، متغیرهایی به‌عنوان متغیر کنترل انتخاب گردند که شواهد تجربی کافی مبنی بر تأثیر آن‌ها بر روی متغیر وابسته وجود دارد. با مرور زمان و تکمیل شدن داده‌های مالی شرکت‌ها، می‌توان این پژوهش را برای بازه‌های زمانی بلندمدت‌تر و با در نظر گرفتن موارد فوق تکمیل کرده و عمق بیشتری بدان داد.

### ملاحظات اخلاقی

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



## منابع

- امکچی، حمیده. (۱۳۹۴). «بررسی تجارب کشورهای مختلف در بخش واسطه‌گری مستغلات و نظام بنگاه‌داری». *فصلنامه علمی اقتصادی مسکن*. ۵۵. ۸۷-۱۲۰.
- بولو، قاسم، باباجانی، جعفر، محسنی ملکی، بهرام. (۱۳۹۱). «رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *دانش حسابداری*. ۳. ۱۱-۲۹.
- بیابانی خامنه، کاظم، صادقی، حسین. (۱۳۹۳). «تأثیر اعتبارات اعطایی به بخش خصوصی بر صادرات: شواهدی از ۴۵ کشور در حال توسعه». *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*. ۸. ۴۰-۲۱.
- ذوالقدر، حمید، اصغرپور، حسین، پورعبادالهی، محسن. (۱۳۹۸). «تأثیر اعتبارات اعطایی بانک‌ها بر رشد اقتصادی با توجه به سطح درآمد استان‌ها». *سیاست‌گذاری اقتصادی*. ۱۱. ۲۱-۱۲۵.
- مقیسه، علی (۱۳۹۲). «بررسی تأثیر توسعه مالی و سرمایه‌گذاری خارجی بر روی رشد اقتصادی منتخبی از کشورهای اوپک». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علامه طباطبائی.
- مطرانلویی، پریسا. (۱۳۹۳). «مروری بر شاخص‌های توسعه مالی کشور». *نشریه معاونت بررسی‌های اقتصادی اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران*. ۹-۱.
- یوسفی، معصومه، فولادوند، مسعود. (۱۳۹۵). «اثر چرخه تبدیل وجه نقد بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *پنجمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری*.

## References

- Adeniyi, O., Oyinlola, A., Omisakin, O., & Egwaikhide, F. O. (2015). "Financial development and economic growth in Nigeria: Evidence from threshold modelling". *Economic Analysis and Policy*. 47. 11-21.
- Bui, T. (2020). "Supply chain finance, financial development and profitability of real estate firms in Vietnam". *Uncertain Supply Chain Management*. 8. 1. 37-42.
- Bolu, Gh., Babajani, J. & Mohseni Maleki, B. (2012). "Relationship between more and less than optimal cash, with future performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange". *Journal of accounting knowledge*. 3. 11. 7-29. (In Persian)
- Biabani Khameneh, K & Sadeghi, H. (2014). "The Impact of Private Sector Credit on Exports: Evidence from 45 Developing Countries". *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policy*. 8. 21-40. (In Persian)
- Caniato, F., Gelsomino, L. M., Perego, A., & Ronchi, S. (2016). "Does finance solve the supply chain financing problem?". *Supply Chain Management*. 21. 5. 534-549.
- Chang, C. C. (2018). "Cash conversion cycle and corporate performance: Global evidence". *International Review of Economics & Finance*. 56. 568-581.
- Chen, X., & Hu, C. (2011). "The value of supply chain finance". *Supply Chain Management-Applications and Simulations*. 111-132.
- Dong, Y., Xu, K., & Dresner, M. (2007). "Environmental determinants of VMI adoption: an exploratory analysis". *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*. 43. 4. 355-369.

Eren, B. M., Taspinar, N., & Gokmenoglu, K. K. (2019). "The impact of financial development and economic growth on renewable energy consumption: Empirical analysis of India". *Science of the Total Environment*. 663. 189–197.

Emkchi, H. (2015). "Empirical study of different countries in the field of real estate intermediation and the corporate system". *Journal of Housing Economics*. 55. 87–120. (In Persian)

Farris, M. T., & Hutchison, P. D. (2002). "Cash-to-Cash: the new supply chain management metric". *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*. 32. 4. 288–298.

Fowowe, B. (2017). "Access to finance and firm performance: Evidence from African countries". *Review of Development Finance*. 7. 1. 6–17.

Gul, S., Khan, M. B., Rehman, S. U., Khan, M. T., Khan, M., & Khan, W. (2013). "Working Capital Management and Performance of SME Sector". *European Journal of Business and Management*. 5. 1. 60–68.

Hugos, Michael. (2011). *Essentials of Supply Chain Management 3<sup>rd</sup> Edition*. New Jersey. Wiley.

Klapper, L. F. (2006). "The role of factoring for financing small and medium enterprises". *Journal of Banking & Finance*. 30. 11. 3111–3130.

Lekakos, S. D., & Serrano, A. (2016). "Supply chain finance for small and medium sized enterprises: the case of reverse factoring". *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*. 46. 4. 367–and bank capitalization strategies. *Journal of Financial Intermediation*. 26. 1-27.

Moghiseh, Ali. (2013). "Investigating the Impact of Financial Development and Foreign Investment on OPEC Selected Economic Growth ". *Master Thesis*. Allameh Tababtab'i University. (In Persian)

Motranlouei, P. (2014). "An overview of the country's financial development indicators". *Journal of Tehran Chamber of Commerce, Industries, Mines and Agriculture*. 1–9. (In Persian)

Tseng, M. L., Wu, K. J., Hu, J., & Wang, C. H. (2018). "Decision-making model for sustainable supply chain finance under uncertainties". *International Journal of Production Economics*. 205. 30-36.

Xu, X., Chen, X., Jia, F., Brown, S., Gong, Y., & Xu, Y. (2018). "Supply chain finance: A systematic literature review and bibliometric analysis". *International Journal of Production Economics*. 204. 160-173.

Yousefi, M & Fooladvand, M. (2016). "The effect of cash conversion cycle on the profitability of companies listed on the Tehran Stock Exchange". *Fifth National Conference on Management, Economics and Accounting*. (In Persian)

Zolghadr, H., AsgharPour, H. & Pourebadelahan, M. (2019). "The effect of bank loans on economic growth according to the income level of the provinces". *Journal of Economic policy*. 11. 21. 125–150. (In Persian)

#### COPYRIGHTS



©2022 Alzahra University, Tehran, Iran. This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

