https://amf.ui.ac.ir

Journal of Asset Management and Financing
E-ISSN: 2383-1189
Vol. 14, Issue 4, No. 55, 2027, p 1-22
Received: 09/04/2025 Accepted: 12/11/2025

Research Paper

The Impact of Trade Friction on the Financialization of Firms Considering Management Characteristics

Negin Mohammad Gholizad
M.A. Department of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran
negingholizad98@gmail.com

Ali Ashtab *
Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran
a.ashtab@urmia.ac.ir

Farzad Ghayour
Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran
f.ghayour@urmia.ac.ir

Abstract
This study investigates the impact of trade friction on corporate financialization, with a specific focus on the moderating role of managerial self-interest and the mediating role of managerial short-sightedness. Using a sample of 103 non-financial firms listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) and the Iran Fara Bourse (IFB) from 2013 to 2023, selected via a systematic elimination method, the research employs multiple linear regression and the Prais–Winsten estimation technique. The findings reveal that trade friction exerts a significant positive effect on the level of corporate financialization. Moreover, managerial self-interest is found to positively moderate this relationship, while managerial short-sightedness serves as a significant mediating mechanism. These results imply that trade frictions can exacerbate managerial myopia, prompting a shift towards short-term financial investments. Departing from prior literature that has centered on managerial traits or market-level responses, this study provides novel insights by delineating the critical roles of managerial self-interest and short-sightedness in the nexus between trade friction and corporate financialization.
Keywords: Corporate Financialization, Managerial Self-interest, Managerial Short-sightedness, Trade Friction
JEL: G32, M12, F14

Introduction

In the contemporary global economy, nations largely embrace free trade, facilitated by bilateral and multilateral agreements, to foster economic growth and enhance profitability by reducing tariff and non-tariff barriers (Liu et al., 2023). Despite this trend, trade friction remains an inherent and complex feature of the international trading system, posing significant challenges to firm performance and strategic decision-making (Guo et al., 2024). Prominent instances, such as the Sino-American trade dispute (Huang et al., 2023) and the sustained economic sanctions on Iran (Razm-Ahang, 2019), illustrate how such frictions can disrupt corporate operations. These conditions often manifest as increased operational costs, constrained market access, and diminished returns on real investments, which can, in turn, incentivize a corporate shift towards financial asset allocation—a phenomenon known as corporate financialization (Jin et al., 2022). The role of corporate leadership in this dynamic is critical. Managers, often driven by job security or short-term incentives, may make strategic choices that prioritize immediate gains over the firm's long-term value, a manifestation of managerial self-interest (Hou et al., 2021). This raises a pivotal question: through what mechanisms do external trade shocks translate into internal financialization strategies?

Against this backdrop, this study seeks to address a central research question: How does trade friction influence corporate financialization, and what roles do managerial short-sightedness and managerial self-interest play in this relationship? We posit managerial short-sightedness as a mediating mechanism and managerial self-interest as a moderating condition. Specifically, the following hypotheses are proposed:

*Corresponding author
Mohammad Gholizad, N., Ashtab, A. and Ghayour, F. (2027). The Impact of Trade Friction on the Financialization of Firms Considering Management Characteristics. *Journal of Asset Management and Financing*, *14*(4), 1-22.

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.2025.144797.1973

H1: Trade friction has a significant positive effect on corporate financialization.
H2: Managerial self-interest strengthens the positive relationship between trade friction and corporate financialization.
H3: Managerial short-sightedness mediates the relationship between trade friction and corporate financialization.

Materials & Methods

The sample of this study comprises 103 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) and Iran Fara Bourse (IFB) from 2013 to 2023. The sample selected through a systematic elimination process based on the following criteria: inclusion of firms with export sales; availability of complete and reliable financial information for extracting research variables; a fiscal year ending on March 20 to ensure comparability; and no change in fiscal year during the study period. Companies in brokerage, investment, leasing, banking, and insurance industries were excluded due to their distinct operational nature. Financial data were sourced from Rahavard Novin software and initially processed in Microsoft Excel. The final analyses were performed using EViews, Stata, and AMOS. The Sobel test was employed to examine the mediating effect.

Findings

The findings indicate that trade friction exerts a direct and significant positive effect on corporate financialization. This suggests that heightened trade restrictions prompt firms to expand their financial activities while diverting focus from real investment. Furthermore, managerial self-interest positively moderates this relationship; specifically, in environments characterized by trade friction, managers exhibiting higher self-interest demonstrate a greater propensity for short-term financial decision-making. Additionally, managerial short-sightedness serves as a partial mediator, channeling a portion of the effect of trade friction on financialization through a short-term managerial orientation. Complementary analyses using Tobit regression corroborate the significant positive impact of trade friction on financialization, confirming that these results are robust across company types (i.e., listed on TSE versus IFB).

Discussion and Conclusion

In conclusion, this study demonstrates that trade friction, by heightening environmental risks and imposing operational constraints, exerts a significant influence on corporate financial decision-making. The findings confirm the research hypotheses, indicating that these external pressures lead to an expansion of financial activities at the expense of real investment. Moreover, managerial self-interest acts as a positive moderator, intensifying this relationship as self-interested managers demonstrate a greater propensity for short-term decisions amidst trade disputes. The results also identify managerial short-sightedness as a partial mediator, channeling a portion of the effect of trade friction on financialization through a short-term managerial orientation. The robustness of these findings across both the Tehran Stock Exchange (TSE) and Iran Fara Bourse (IFB) underscores that the influence of such environmental pressures is pervasive, transcending specific listing venues. These insights collectively emphasize the necessity of integrating environmental, institutional, and managerial factors in models of corporate financialization. From a practical standpoint, they underscore the critical role of robust corporate governance and regulatory oversight in mitigating the short-termism amplified by managerial self-interest.

While this study is subject to limitations—such as the unavailability of disaggregated data on domestic versus export profits and a sample confined to listed companies—it opens several avenues for future inquiry. Subsequent research could investigate sectoral variations, incorporate broader macroeconomic variables, and probe deeper into managerial psychological traits. Such efforts would yield a more nuanced understanding of the nexus between trade friction and financialization and provide actionable guidance for refining corporate financial strategy.

مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال چهاردهم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۵۵)، ۱۴۰۵، ص ۱-۲۲
تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۱/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۸/۲۱

مقاله پژوهشی

تأثیر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها با در نظر گرفتن ویژگی‌های مدیریتی

نگین محمدقلی‌زاد
کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکدهٔ اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران
negingholizad98@gmail.com

علی آشتاب *
دانشیار، گروه حسابداری، دانشکدهٔ اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران
a.ashtab@urmia.ac.ir
فرزاد غیور
استادیار، گروه حسابداری، دانشکدهٔ اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران
f.ghayour@urmia.ac.ir

چکیده

هدف پژوهش، بررسی تأثیر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها و تبیین نقش تعدیل‌گر فرصت‌طلبی و میانجی کوته‌بینی مدیران است. به‌منظور آزمون فرضیه‌ها، نمونه‌ای شامل ۱۰۳ شرکت بورسی و فرابورسی ایران طی دورهٔ ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ به روش حذف سیستماتیک انتخاب و داده‌ها ازطریق اسنادکاوی گردآوری شد. تحلیل فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه و رویکرد پرایس ـ وینستون صورت گرفت. یافته‌ها نشان داد اصطکاک تجاری تأثیر مستقیم و معناداری بر سطح مالی‌سازی شرکت‌ها دارد؛ افزون بر این، فرصت‌طلبی مدیران رابطهٔ میان اصطکاک تجاری و مالی‌سازی را تقویت می‌کند و کوته‌بینی مدیران نیز به‌طورمستقیم موجب افزایش مالی‌سازی می‌شود. نتایج حاکی‌ازآن است که اصطکاک تجاری می‌تولند رفتارهای مالی و تصمیم‌گیری‌های کوتاه‌مدت مدیران را تشدید کند. باتوجه‌به اینکه پژوهش‌های پیشین عمدتاً بر تأثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر تصمیم‌گیری‌های مالی، واکنش بازار به تغییرات محیطی و ارتباط میان مالی‌سازی و سرمایه‌گذاری واقعی متمرکز بوده‌اند، این پژوهش به‌طور منحصربه‌فرد اثر ویژگی‌های مدیریتی را بر رابطهٔ میان اصطکاک تجاری و مالی‌سازی شرکت‌ها بررسی می‌کند و نقش تعدیلی فرصت‌طلبی و میانجی کوته‌بینی مدیران را موردتوجه قرار می‌دهد.

کلید واژه‌ها: اصطکاک تجاری، فرصت‌طلبی مدیران، کوته‌بینی مدیران، مالی‌سازی شرکت

طبقه‌بندی موضوعی: G32, M12, F14

---

* نویسندهٔ مسئول

محمدقلی‌زاد، نگین، آشتاب، علی و غیور، فرزاد . (۱۴۰۵). تاثیر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها با در نظر گرفتن ویژگی‌های مدیریتی، *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۱۴(۴)، ۱-۲۲.

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.2025.144797.1973

مقدمه

در اقتصاد جهانی امروز، کشورها عمدتاً به‌منظور کسب سود و افزایش رشد اقتصادی به دنبال تجارت آزاد هستند. تجارت آزاد به‌عنوان یکی از محرک‌های اصلی توسعهٔ بازارهای بین‌المللی نقش کلیدی در تسهیل تخصیص بهینهٔ منابع و ارتقای رفاه اقتصادی ایفا می‌کند. این سیاست‌ها در چارچوب سازوکارهای حاکم بر اقتصاد جهانی، عمدتاً ازطریق توافق‌نامه‌های دوجانبه یا چندجانبه اجرا می‌شوند و کاهش موانع تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای را به دنبال دارند (Liu et al., 2023). باوجود چنین شرایطی، موانع تجاری همچنان جزء اجتناب‌ناپذیر نظام تجارت بین‌الملل باقی مانده است. به عبارتی با گسترش جهانی‌شدن اقتصاد، اصطکاک تجاری به‌عنوان یکی از پیچیده‌ترین چالش‌های پیش روی شرکت‌ها و بازارهای بین‌المللی شناخته شده است که تأثیرات گسترده و چندبعدی بر عملکرد شرکت‌ها و بازارهای جهانی دارد (Guo et al., 2024). در نظام تجارت جهانی، منازعات تجاری میان کشورها به‌ویژه میان ایالات متحده و چین، نمونهٔ بارز افزایش اصطکاک تجاری است. به عبارتی، از سال ۲۰۱۸، افزایش اصطکاک تجاری میان چین و ایالات متحده موجب رواج حمایت‌های تجاری در چین شده است (Huang et al., 2023)؛ علاوه‌براین، ایالات متحده راهبرد دیگری از اصطکاک تجاری را علیه کشورهای دیگر ازجمله ایران به کار گرفته است که شامل وضع تحریم‌های اقتصادی می‌شود. محروم‌کردن ایران از منابع مالی و اعتباری بین‌المللی یا حداقل دشوارکردن دسترسی به این منابع، نمونه‌ای بارز از این تحریم‌ها است که تأثیرات عمیقی بر اقتصاد و فعالیت شرکت‌ها داشته است (Razmahang, 2019). در پی اعمال تحریم‌ها و افزایش اصطکاک تجاری، شرکت‌ها با چالش‌های عملیاتی و راهبردهای متعددی مواجه می‌شوند. این چالش‌ها شامل افزایش هزینه‌های عملیاتی و لجستیکی، کاهش دسترسی به بازارهای هدف، اختلال در زنجیره‌های تأمین و کاهش انعطاف‌پذیری می‌شود که درنهایت به کاهش بازدهٔ سرمایه‌گذاری واقعی منجر می‌شود (Guo et al., 2024). در چنین شرایطی، شرکت‌ها بیشتر با هدف حفظ سودآوری کوتاه‌مدت و بقا در محیط پرریسک، رویکرد خود را از سرمایه‌گذاری واقعی به سمت مالی‌سازی تغییر می‌دهند. این پدیده، یعنی افزایش تخصیص دارایی‌ها به فعالیت‌های مالی به‌جای سرمایه‌گذاری در بخش تولیدی، نگرانی‌های جدی را دربارهٔ آیندهٔ اقتصاد واقعی و توسعهٔ پایدار شرکت‌ها ایجاد می‌کند. براساس پژوهش‌های صورت‌گرفته کاهش نرخ سرمایه‌گذاری در اقتصاد واقعی چین و تغییر ماهیت شرکت‌ها از واقعی به مجازی سبب افزایش تخصیص دارایی‌های مالی توسط شرکت‌های بورسی شده است (Jin et al., 2022). باتوجه‌به پژوهش‌های انجام‌شده، تحریم‌های اقتصادی به‌عنوان شوک‌های برون‌زا می‌تولند انگیزه‌ها و رفتارهای مدیریتی را تغییر دهد. در چنین شرایطی، مدیران ممکن است با هدف حفظ جایگاه شغلی، دریافت پاداش‌های کوتاه‌مدت، جلوگیری از کاهش اعتبار شخصی یا پوشش ناکارآمدی‌های مدیریتی خود، تصمیم‌هایی اتخاذ کنند که الزاماً هم‌راستا با منافع بلندمدت سهامداران نیست (Hou et al., 2021). به عبارتی مدیران شرکت‌ها هنگام مواجهه با اصطکاک تجاری زیان‌بخش و به‌تبع آن کاهش بازدهٔ سرمایه‌گذاری، با اتخاذ راهبردهای جایگزین برای رسیدن به منافع خود مدیران، درصدد بهبود وضعیت فعلی شرکت برخواهند آمد (Peng et al., 2023). چنین شرایطی معمولاً سبب ظهور یا تشدید ویژگی کوته‌بینی مدیران می‌شود که مدیران می‌توانند با تخصیص دارایی‌های مالی شرکت‌ها بر روند آتی شرکت‌ها تأثیر بگذارند (Yang et al., 2023). درصورت پیشبرد راهبرد مدیران کوته‌بین و مشارکت در سرمایه‌گذاری بازارهای مالی ممکن است به سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها آسیب وارد شود که این آسیب درصورت نظارت ضعیف هیئت‌مدیره و مهارت مالی کم مدیران می‌تواند تشدید شود (Leng et al., 2023). افزایش تعداد شرکت‌هایی که به‌جای تمرکز بر فعالیت‌های تولیدی اصلی خود، به سمت فعالیت‌های مالی گرایش پیدا می‌کنند، نگرانی‌هایی را دربارهٔ تخصیص ناکارآمد منابع، افزایش ریسک سیستماتیک و کاهش رشد اقتصادی بلندمدت ایجاد کرده است و چگونگی تبیین و حل مشکل تخصیص بیش از حد دارایی‌های مالی توسط شرکت‌های تولیدی در فضای اقتصادی، امروزه به موضوعی بحث‌برانگیز تبدیل شده است.

پژوهش‌های پیشین به ابعاد مختلفی از تأثیر اصطکاک تجاری و پدیدهٔ مالی‌سازی پرداخته‌اند؛ برای مثال، مطالعاتی به تأثیر اصطکاک تجاری بر ثبات بازار سهام (Guo et al., 2023) یا تأثیر مالی‌سازی شرکت بر چسبندگی هزینه (Yu et al., 2023) اشاره کرده‌اند؛ علاوه‌براین، نقش ویژگی‌های فردی مدیران در تصمیم‌گیری‌های شرکتی، ازجمله تأثیر کوته‌بینی مدیریتی بر مالی‌شدن شرکت‌ها (Pan et al., 2024) و تأثیر منافع شخصی مدیران در مواجهه با شوک‌های تقاضا (Zhang & Du, 2024)، موردکاوش قرار گرفته است. این پژوهش‌ها نشان داده است که مدیران در شرایط عدم‌قطعیت و کاهش بازدهٔ سرمایه‌گذاری، ممکن است برای رسیدن به منافع خود، راهبردهای جایگزینی اتخاذ کنند که تخصیص دارایی‌های مالی یکی از آن‌هاست (Ma, 2024). همچنین در مطالعات پیشین، بخش عمدهٔ پژوهش‌ها بر موضوع مالی‌سازی و پیامدهای آن و تأثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر تصمیم‌گیری‌های مالی، واکنش بازار به تغییرات محیطی و ارتباط بین مالی‌سازی و سرمایه‌گذاری واقعی متمرکز بوده و به‌ویژه در ایران بیشتر بر نقش اصطکاک مالی در تصمیم‌گیری‌ها و عملکرد شرکت‌ها تأکید شده است؛ بااین‌حال، به اصطکاک تجاری به‌عنوان یکی از عوامل مهم اثرگذار بر ساختار مالی و رفتار شرکت‌ها کمتر توجه شده و به‌طور خاص، رابطهٔ آن با مالی‌سازی شرکت‌ها در بستر اقتصاد ایران بررسی نشده است. آنچه این پژوهش را از پژوهش‌های مشابه در این حوزه متمایز می‌سازد، تأثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران ازجمله کوته‌بینی و فرصت‌طلبی است که دیدگاه پژوهش را بر ویژگی‌های مدیریت متمرکز می‌کند.

مبانی نظری

یکی از شاخص‌هایی که اقتصاد کشوری را می‌تواند در مسیر جنگ تجاری قرار دهد، اصطکاک تجاری است. اصطکاک تجاری بیانگر سطوح مختلف اختلاف یا تنش بین شرکای تجاری است که شامل موانع تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای می‌شود و با قوانین سازمان تجارت جهانی سازگار نیست (Wei, 2013). تحریم‌های اقتصادی اعمال‌شده علیه ایران طی چهار دههٔ اخیر، محدودیت‌های ساختاری چشمگیری را بر اقتصاد این کشور تحمیل کرده است؛ ازجملهٔ مهم‌ترین این محدودیت‌ها می‌توان به اختلال در زنجیرهٔ تأمین صنایع داخلی، به‌ویژه صنایعی اشاره کرد که وابسته به واردات مواد اولیه و قطعات هستند؛ افزون بر آن، تحریم‌ها مانع از دسترسی ایران به فناوری‌های پیشرفته و ماشین‌آلات موردنیاز برای اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری صنعتی شده است؛ درنهایت، این محدودیت‌ها بازارهای صادراتی ایران را نیز با چالش‌های جدی مواجه ساخته و از رشد و توسعهٔ بخش‌های تولیدی کشور کاسته است (Heydari et al., 2021). اصطکاک تجاری ازطریق ایجاد موانع تجاری و افزایش عدم‌اطمینان بر نوسانات تقاضای خارجی تأثیر می‌گذارد. اعمال تعرفه‌ها، سهمیه‌ها و سایر محدودیت‌های تجاری باعث کاهش تقاضا برای محصولات صادراتی می‌شود و درنتیجه شرکت‌ها را با نوسانات شدید در بازارهای هدف مواجه می‌کند. همچنین سیاست‌های تجاری محافظه‌کارانه باعث می‌شود که شرکت‌ها به آیندهٔ بازارهای خارجی محتاط‌تر باشند و سرمایه‌گذاری‌های خود را کاهش دهند (Liu et al., 2023). در سال‌های اخیر، اپیدمی کرونا، شیوع تعارض‌های ژئوپلیتیکی، افزایش ریسک نزولی اقتصاد جهانی و تأثیرات سایر عوامل، همگی در کنار هم وضعیت عدم‌اطمینان تقاضای خارجی را بیشتر کرده است (Ma, 2024). چنین تغییراتی به‌نوبهٔ خود شرکت‌ها را وادار می‌کند تا تصمیمات تجاری و مالی خود را در پاسخ به تغییرات تقاضا تنظیم کنند که درنهایت بر سطح نسبت دارایی‌های مالی شرکت ها تأثیر بگذارد (Zhao et al., 2022).

مفهوم مالی‌سازی به اواخر دههٔ ۱۹۹۰ و اوایل ۲۰۰۰ میلادی باز می‌گردد. اگرچه تعاریف متعددی از مالی‌سازی ارائه شده است، می‌توان گفت تعریف ارائه‌شده توسط اورهانگازی (Orhangazi, 2008)، یکی از جامع‌ترین و پذیرفته‌شده‌ترین تعاریف است. براساس این تعریف، مالی‌سازی شامل سه مؤلفهٔ اصلی است: الف) افزایش سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی، ب) افزایش سهم درآمدهای غیرعملیاتی و ج) افزایش پرداختی به مؤسسات و نهادهای مالی. تعریف دیگری که توسط کریپنر

(Krippner, 2005) ارائه شده است، بر انباشت سرمایه ا طریق سودهای غیرمولد تأکید دارد؛ این بدان معناست که بخش درخور توجهی از ثروت جامعه ازطریق فعالیت‌های مالی و نه ازطریق تولید کالاها و خدمات ایجاد می‌شود. در ادامهٔ تعاریف نظری ارائه‌شده، بررسی مطالعات تجربی جدید نشان می‌دهد که روند مالی‌سازی در شرکت‌های غیرمالی طی دو دههٔ اخیر به‌طور معناداری تشدید شده است. در این زمینه، توری و اوناران (Tori & Onaran, 2020) و دیویس (Davis, 2018) نشان می‌دهند که شرکت‌ها به‌منظور پاسخ‌گویی به فشارهای فزایندهٔ سهام‌داران برای حداکثرسازی بازدهٔ سرمایه به افزایش پرداخت‌های سود تقسیمی و بهره اقدام کرده‌اند. این گرایش، ساختار هزینه‌ای شرکت‌ها را به سمت تأمین منافع مالی و دوری از سرمایه‌گذاری مولد و واقعی متمایل کرده است؛ علاوه‌براین، شواهد تجربی بیانگر آن است که بخش فزاینده‌ای از سود شرکت‌های غیرمالی نه ازطریق فعالیت‌های تولیدی، بلکه از محل درآمدهای مالی حاصل می‌شود؛ درآمدهایی که ناشی از سرمایه‌گذاری در دارایی‌هایی مانند اوراق بهادار، مشتقات مالی و سایر ابزارهای مالی است (Qi et al., 2021; Tori & Onaran, 2022). بررسی‌های اخیر نیز نشان می‌دهد که روند مالی‌سازی در شرکت‌های غیرمالی همچنان درحال تشدید است و اثرات درخور توجهی بر عملکرد و تصمیم‌گیری‌های مالی دارد؛ برای نمونه، چن و همکاران (Chen et al., 2025) با استفاده از داده‌های تابلویی پویا نشان می‌دهند که مالی‌سازی تا سطح مشخصی می‌تواند عملکرد اصلی کسب‌وکار را بهبود بخشد؛ اما فراتر از آن باعث کاهش کارایی فعالیت‌های عملیاتی می‌شود؛ علاوه‌براین، ژائو و همکاران (Zhao et al., 2025) اثر مالی‌سازی را بر تصمیمات تأمین مالی بدهی شرکت‌ها بررسی کرده و نشان داده‌اند که افزایش فعالیت‌های مالی می‌تواند ساختار تأمین مالی شرکت‌ها را تغییر دهد. جو و همکاران (Ju et al., 2024) نشان داده‌اند که توجه سرمایه‌گذاران با افزایش روند مالی‌سازی شرکت‌ها همراه است و می‌تواند موجب تمرکز بیشتر منابع بر دارایی‌های مالی شود. نتایج مشابهی نیز در پژوهش‌های ژانگ و دو (Zhang & Du, 2024) و افزون بر آن شو و همکاران (Xu et al., 2024) مشاهده شده است که بیانگر اثرات مالی‌سازی بر نوآوری فناوری و کیفیت محصولات صادراتی شرکت‌ها است. این شواهد تجربی بر ضرورت بررسی مالی‌سازی به‌عنوان یک روند جاری و اثرگذار در شرکت‌های غیرمالی تأکید می‌کند و اهمیت توجه به پیامدهای آن را در سیاست‌گذاری مالی و سرمایه‌گذاری واقعی روشن می‌سازد.

کوته‌بینی به‌عنوان یکی از ویژگی‌های مهم شخصیتی مدیران، نشان‌دهندهٔ تفاوت درک مدیر از زمان است که به‌نوبهٔ خود بر رفتار مدیران و نتایج شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. بلودورن و مارتین (Bluedorn & Martin, 2008) ترجیحات ذهنی مدیران را در فرایندهای تصمیم‌گیری در قلب مفهوم جهت‌گیری زمانی بیان کردند که می‌توان گفت جهت‌گیری کوتاه‌مدت مدیران که به‌عنوان تمایل به اولویت‌دهی به نتایج کوتاه‌مدت و نادیده‌گرفتن یا دست‌کم گرفتن پیامدهای مدیریتی تعریف می‌شود، به کوته‌بینی مدیران منجر می‌شود. به عبارتی زمانی که مدیران افق تصمیم‌گیری کوتاهی دارند، ممکن است تمایل بیشتری به تمرکز بر منافعی داشته باشند که می‌تواند بلافاصله ارضا شود تا توسعهٔ آتی شرکت (Zhang & Du, 2024). شواهد تجربی اخیر نیز این دیدگاه نظری را تأیید می‌کند؛ برای مثال، چن و همکاران (Chen et al., 2024) نشان دادند که مدیران کوته‌بین تمایل بیشتری به تمرکز بر بازدهی سریع و تخصیص منابع مالی کوتاه‌مدت دارند و این امر می‌تواند به کاهش سرمایه‌گذاری‌های مولد و تأثیر منفی بر توسعهٔ بلندمدت شرکت منجر شود؛ علاوه‌براین، یافته‌های ژانگ و همکاران (Zhang et al., 2025) و دینگ و همکاران (Ding et al., 2024) نشان می‌دهد که فشار سهام‌داران برای دستیابی به بازدهی سریع، مدیران کوته‌بین را به سمت سرمایه‌گذاری‌های مالی و پروژه‌هایی با بازدهٔ سریع سوق می‌دهد و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت و نوآوری کاهش می‌یابد. این شواهد تجربی حاکی‌ازآن است که کوته‌بینی مدیران می‌تواند به‌عنوان عاملی تعیین‌کننده در رفتارهای مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها عمل کند و پیامدهای درخورتوجهی بر فرایندهای مالی‌سازی و تخصیص منابع داشته باشد.

براساس نظریهٔ نمایندگی به حداکثر رساندن منافع شخصی یکی از ویژگی‌های اساسی مدیران ارشد است که بیانگر توجه بیش از حد مدیران به منافع شخصی خود است (Qin et al., 2023). ریشهٔ اصلی فرصت‌طلبی مدیران در شرکت‌ها را می‌توان در فرایند جداسازی مالکیت از مدیریت دانست که باوجود اینکه برای عملکرد مؤثر شرکت ضروری است، اما مدیران می‌توانند با دسترسی به اطلاعات و اختیارات بیشتر، از موقعیت خود برای کسب منافع شخصی سوءاستفاده کنند و منابع شرکت را به نفع خود یا افراد مرتبط با خود به کار گیرند یا تصمیماتی اتخاذ کنند که منافع شخصی آن‌ها را تأمین کند که این امر می‌تواند به ضرر سهامداران باشد و به‌طورکلی به عملکرد شرکت آسیب برساند (Rudolf, 2019). البته باید توجه داشت که درصورتی‌که سازوکارهای مؤثری برای مهار کژمنشی مدیران وجود نداشته باشد، این رفتارهای فرصت‌طلبانه تشدید شده و به مالی‌سازی بیش از حد منجر می‌شود. هرچند مالی‌سازی ممکن است در کوتاه‌مدت سودآور به نظر برسد، در بلندمدت با کاهش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی، تضعیف ظرفیت تولیدی و ناپایداری جریان‌های نقدی، موجب افت عملکرد مالی پایدار شرکت می‌شود؛ در این راستا، تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی ازجمله افزایش استقلال هیئت‌مدیره، حضور فعال مالکان نهادی، ارتقای شفافیت اطلاعات مالی، به‌کارگیری کنترل‌های داخلی مؤثر، و هم‌راستا کردن پاداش‌های مدیران با عملکرد بلندمدت شرکت می‌تواند به کاهش تضاد منافع و بهبود کارایی تخصیص منابع منجر شود (Kasbar et al., 2023)؛ علاوه‌براین، باتوجه‌به دیدگاه اورهانگازی (Orhangazi, 2008) زمانی که فرصت‌های کسب سود در بازارهای مالی بهتر از بازارهای تولیدمحور باشد، این امر باعث ایجاد انگیزهٔ بیشتر برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و انگیزهٔ کمتر برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی می‌شود.

مطالعات اخیر نشان می‌دهد که نوسانات و عدم‌قطعیت‌های اقتصادی، ازجمله تغییرات ناگهانی در سیاست‌های اقتصادی و تقاضای خارجی، نقش مهمی در رفتار مالی شرکت‌ها ایفا می‌کند. یانگ و چن (Yang & Chen, 2023) با اندازه‌گیری روند مالی‌شدن شرکت‌های غیرمالی نشان دادند که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی باعث می‌شود تاشرکت‌ها دارایی‌های مالی سوداگرانه (سفته‌بازی) را کاهش دهند و تخصیص به ارزش دارایی‌های مالی را افزایش دهند. همچنین لیو و همکاران (Liu et al., 2023) استدلال کردند که عدم‌قطعیت سیاست‌های اقتصادی از یک‌سو می‌تواند با افزایش نوسانات بازارهای مالی، بازدهٔ موردانتظار سرمایه‌گذاری‌ها را بالا ببرد. از سوی دیگر، افزایش هزینهٔ تأمین مالی و ریسک ناشی از این نوسانات، ممکن است بازدهٔ واقعی سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش دهد و جاذبهٔ فعالیت‌های مالی را برای شرکت‌ها کمتر کند. به‌طور خلاصه، نوسانات نامطمئن در تقاضای خارجی بینالمللی، نوسانات کلان اقتصادی و عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی، همگی بر سطح تخصیص دارایی‌های مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؛ بنابراین، در یک محیط اقتصادی نامطمئن، شرکت‌ها باید بتوانند تصمیمات عملیاتی و مالی خود را به‌طور منعطف برای پاسخ به تغییرات بازار و حفظ رشد سالم تنظیم کنند؛ بنابراین، فرضیهٔ اول پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیهٔ اول: اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

از منظر نظریهٔ نمایندگی جنسن و مک کلینگ (Jensen & Meckling, 1976) زمانی که منافع مدیران با منافع ذی‌نفعان اصلی (به‌ویژه سهامداران) هم‌راستا نباشد، مدیران ممکن است به رفتارهای فرصت‌طلبانه‌ای دست بزنند که به‌جای حداکثرسازی ارزش بلندمدت، منافع کوتاه‌مدت شخصی آن‌ها را تأمین کند. در شرایط بروز اصطکاک تجاری مانند افزایش تعرفه‌ها، محدودیت‌های صادراتی یا بی‌ثباتی در زنجیرهٔ تأمین، ریسک عملیاتی شرکت‌ها افزایش می‌یابد و چشم‌انداز سودآوری آن‌ها در حوزه‌های تولیدی با عدم‌قطعیت مواجه می‌شود (Ma, 2024). در چنین شرایطی، مدیران برای کاهش ریسک سود عملیاتی و درنتیجه حفظ پاداش یا امنیت شغلی خود، به استفاده از ابزارهای مالی روی می‌آورند. این امر به افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در دارایی‌های مالی، اوراق بهادار یا ابزارهای مشتقه به‌جای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های

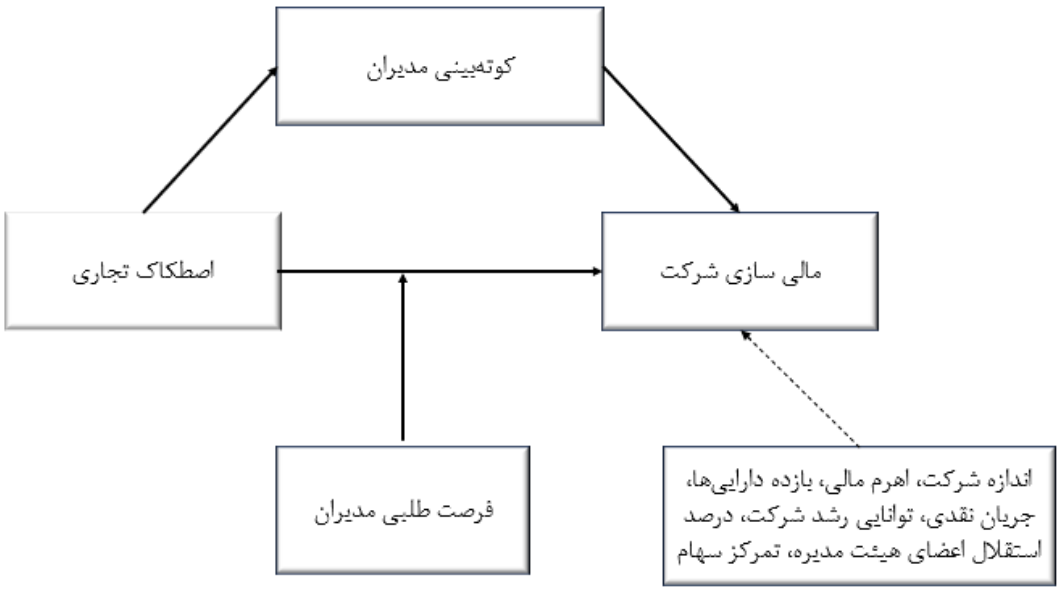
عملیاتی منجر می‌شود؛ به‌عبارت دیگر، اصطکاک تجاری زمینه را برای تشدید تضاد منافع میان مدیران و سهام‌داران فراهم می‌آورد و موجب تقویت انگیزه‌های مالی‌سازی ازسوی مدیران می‌شود (Zhang & Du, 2024). توری و اوناران (Tori & Onaran, 2020) دریافتند که شرکت‌ها در مواجهه با شوک‌های خارجی یا شرایط عدم‌اطمینان اقتصادی تمایل دارند برای دستیابی به سود کوتاه‌مدت و محافظت از ارزش بازار خود، به فعالیت‌های مالی به‌جای تولیدی روی آورند؛ در همین راستامدیران در محیط‌های پرریسک، انگیزهٔ بیشتری برای دست‌کاری یا هدایت منابع به سوی فعالیت‌های کم‌ریسک‌تر اما پربازده‌تر مالی دارند. حتی اگر این اقدامات در تضاد با راهبردهای بلندمدت شرکت باشد؛ بنابراین، فرضیهٔ دوم پژوهش به‌صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیهٔ دوم: اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها باتوجه‌به فرصت‌طلبی مدیران تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

اصطکاک تجاری به‌عنوان مانعی جدی بر سر راه فعالیت‌های تجاری، نه‌تنها بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها تأثیر منفی می‌گذارد، بلکه ریسک کاهش ارزش سهام را نیز افزایش می‌دهد. این وضعیت، فشاری مضاعف بر مدیران وارد می‌کند و می‌تولند به‌طورمستقیم بر جایگاه و موقعیت شغلی مدیران تأثیر گذارد و آن‌ها را با تهدیداتی مانند اخراج، کاهش مزایا و پرداخت غرامت مواجه کند. براساس نظریهٔ افق زمانی مدیران، در پاسخ به این تهدیدها و برای حفظ منافع کوتاه‌مدت، مدیران تمایل پیدا می‌کنند که دیدگاه‌های بلندمدت خود را کنار بگذارند و بر نتایج فوری تمرکز کنند؛ این پدیده همان کوته‌بینی مدیران است (Ma, 2024). کوته‌بینی در این زمینه، آن‌ها را به سمت اتخاذ تصمیم‌های کوتاه‌مدت سوق می‌دهد. این تهدیدها به‌نوبهٔ خود، می‌تواند به تقویت تمایل مدیران به اتخاذ تصمیم‌های کوتاه‌مدت و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با بازدهٔ سریع (هرچند لزوماً مطلوب در بلندمدت نباشد) بینجامد. این پروژه‌ها بیشتر شامل فعالیت‌های مالی‌سازی، مانند سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی یا سفته‌بازی به‌جای سرمایه‌گذاری در توسعهٔ عملیات اصلی می‌شود (Guo et al., 2023)؛ بنابراین، فرضیهٔ سوم به شکل زیر تدوین شد:

فرضیهٔ سوم: اصطکاک تجاری ازطریق کوته‌بینی مدیران بر مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

مدل مفهومی پژوهش در شکل (۱) نشان داده شده است.



شکل (۱): مدل مفهومی پژوهش (Ma, 2024)

Figure (1): Conceptual model

پیشینهٔ پژوهش

مطالعات متعددی نشان داد که اصطکاک تجاری تأثیر درخورتوجهی بر مالی‌سازی شرکت‌ها دارد. ما (Ma, 2024) در بررسی شرکت‌های سنگاپوری طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲ دریافت که اصطکاک تجاری اثر مستقیم و معناداری بر مالی‌سازی شرکت‌ها دارد و ویژگی‌های مدیریتی ازجمله فرصت‌طلبی و کوته‌بینی مدیران نقش تعدیل‌گر و میانجی در این رابطه دارد. یافته‌های پن و همکاران (Pan et al., 2024) با استفاده از رویکرد تفاوت در تفاوت‌ها نشان داد که اصطکاک تجاری هزینه‌های اقتصادی و ریسک مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. در سطح بازار، گو و همکاران (Guo et al., 2023) دریافتند که رویدادهای اصطکاک تجاری بر ثبات بازار سهام از چند روز پیش تا چند روز پس از وقوع تأثیرگذار است و یان و همکاران (Yan et al., 2022) نشان دادند که این رویدادها فرایند کشف قیمت را در بازار نقد تضعیف می‌کند و قیمت‌ها را در بازار آتی به‌سرعت تغییر می‌دهد. در زمینهٔ ویژگی‌های مدیریتی، ژانگ و دو (Zhang & Du, 2024) دریافتند که کوته‌بینی مدیریتی می‌تواند مالی‌شدن شرکت‌ها را افزایش دهد؛ بااین‌حال، حضور سرمایه‌گذاران نهادی این رابطه را تضعیف می‌کند؛ علاوه‌براین، بابازاده و یحیوی (Babazadeh & Yahivi, 2023) نشان دادند که اعتمادبه‌نفس بیش از حد و فرصت‌طلبی مدیران می‌تواند باعث افزایش تأخیر در تعدیل قیمت سهام شود؛ به‌این‌ترتیب، ویژگی‌های مدیریتی نقش مهمی در تعدیل یا تقویت اثر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی دارد؛ درنهایت، پیامدهای مالی‌سازی بر عملکرد شرکت‌ها نیز موردتوجه پژوهش‌ها قرار گرفته است. گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) نشان دادند که مالی‌سازی با کاهش محدودیت‌های تأمین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. درمقابل، حاجی و همکاران (Haji et al., 2023) و جین و همکاران (Jin et al., 2022) دریافتند که مالی‌سازی می‌تواند اثر معکوس و معناداری بر تشکیل سرمایه و سرمایه‌گذاری ثابت به‌ویژه در شرکت‌های دولتی و در شرایط سیاست‌های پولی انقباضی داشته باشد؛ علاوه‌براین، سون و گونگ (Sun & Gong, 2023) نشان داد که مالی‌سازی می‌تواند رفتار چسبندگی هزینه را به‌ویژه در شرکت‌هایی با کنترل داخلی قوی و تلاش برای جبران هزینه‌ها کاهش دهد.

روش پژوهش

جامعهٔ آماری شامل کلیهٔ شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در بازهٔ زمانی ۱۱ساله طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ است. نمونه نیز شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس به روش حذف سیستماتیک بوده که از ویژگی‌های زیر برخوردار است: شرکت‌های دارای فروش صادراتی که اطلاعات مالی آن‌ها برای استخراج متغیرهای پژوهش به‌طور دقیق و شفاف در دسترس باشد و جهت رعایت قابلیت مقایسه، سال مالی منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد و طی قلمرو زمانی موردبررسی، تغییر سال مالی نداده باشد؛ علاوه‌براین به دلیل ماهیت خاص، نمونهٔ آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نباشد. با عنایت به شروط ذکشده تعداد ۱۰۳ شرکت بورسی و فرابورسی به عنوان نمونهٔ نهایی پژوهش در بازهٔ زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ برای آزمون فرضیه‌ها انتخاب شد. داده‌های آماری از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است؛ بدین منظور ابتدا داده‌ها در قالب بانک اطلاعات در نرم‌افزار اکسل ذخیره شد و تحلیل نهایی در نرم‌افزارهای ایویوز، استتا و ایموس صورت گرفت و برای بررسی متغیر میانجی از آزمون سوبل استفاده شد که به‌صورت آنلاین در دسترس است.

به‌منظور بررسی فرضیه‌ها، مدل‌های تجربی پژوهش به شرح زیر است: مدل (۱) برای آزمون فرضیهٔ اول، مدل (۲) برای آزمون فرضیهٔ دوم و مدل‌های (۳) و (۴) برای آزمون فرضیهٔ سوم در نظر گرفته شده است (Ma, 2024).

$$Fin_{i.t} = \alpha_0 + \alpha_1 Trade_{i.t} + \alpha_2 Size_{i.t} + \alpha_3 Lev_{i.t} + \alpha_4 Roa_{i.t} + \alpha_5 Cfo_{i.t} + \alpha_6 Growth_{i.t} + \alpha_7 Pid_{i.t} + \alpha_8 Topi_{i.t} + \varepsilon_{i.t} \quad (1)$$

$$Fin_{i.t} = \alpha_0 + \alpha_1 Trade_{i.t} + \alpha_2 Perk_{i.t} \times Trade_{i.t} + \alpha_3 Size_{i.t} + \alpha_4 Lev_{i.t} + \alpha_5 Roa_{i.t} + \alpha_6 Cfo_{i.t} + \alpha_7 Growth_{i.t} + \alpha_8 Pid_{i.t} + \alpha_9 Topi_{i.t} + \varepsilon_{i.t} \quad (2)$$

$$Sighte_{i.t} = \alpha_0 + \alpha_1 Trade_{i.t} + \alpha_2 Size_{i.t} + \alpha_3 Lev_{i.t} + \alpha_4 Roa_{i.t} + \alpha_5 Cfo_{i.t} + \alpha_6 Growth_{i.t} + \alpha_7 Pid_{i.t} + \alpha_8 Topi_{i.t} + \varepsilon_{i.t} \quad (3)$$

$$Fin_{i.t} = \alpha_0 + \alpha_1 sighte_{i.t} + \alpha_2 Size_{i.t} + \alpha_3 Lev_{i.t} + \alpha_4 Roa_{i.t} + \alpha_5 Cfo_{i.t} + \alpha_6 Growth_{i.t} + \alpha_7 Pid_{i.t} + \alpha_8 Topi_{i.t} + \varepsilon_{i.t} \quad (4)$$

در مدل‌های ۱ تا۴، FIN درجهٔ مالی‌سازی شرکت‌ها، Trade اصطکاک تجاری، Control شامل متغیرهای کنترلی ازجمله: Size اندازهٔ شرکت، Lev اهرم مالی، Roa بازدهٔ دارایی‌ها، Cash flow جریان نقدی، Growth توانایی رشد شرکت، Pid درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره، Topi تمرکز سهام، Perk فرصت‌طلبی مدیران و Sighte کوته‌بینی مدیران است.

نحوهٔ اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش به تفکیک متغیرهای وابسته، مستقل، کنترلی، تعدیل‌گر و میانجی در جدول (۱) نشان داده شده است.

جدول (۱): توصیف متغیرهای پژوهش

Table (1): Description of variables

متغیر	تعریف عملیاتی
متغیر وابسته: درجهٔ مالی‌سازی شرکت	نسبت دارایی‌های مالی نگهداری‌شده توسط شرکت (شامل وجه نقد، مطالبات، سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار) به مجموع دارایی‌های پایان دوره (Taghizadeh & Badavar, 2025؛ Nie et al., 2023؛ Li et al., 2021)
متغیر مستقل: اصطکاک تجاری	تفاوت سود عملیاتی (حاصل از فروش‌های داخلی) سال قبل و سود عملیاتی (حاصل از فروش‌های خارجی) سال جاری شرکت بر سود عملیاتی حاصل از فروش داخلی (Ma, 2024)
متغیرهای کنترلی	
اهرم مالی	نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی‌های شرکت (Ma, 2024)
اندازهٔ شرکت	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها در پایان سال شرکت (Ma, 2024)
بازدهٔ دارایی	نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت (Ma, 2024)
توانایی رشد شرکت	نرخ رشد مجموع دارایی‌های شرکت‌ها که برابر است با اختلاف مجموع دارایی‌های سال جاری و دارایی‌های سال قبل بر دارایی‌های سال قبل (Ma, 2024)
درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره	تعداد اعضای غیرموظف به تعداد مجموع اعضای هیئت‌مدیره (Ma, 2024)
تمرکز سهام	درصد سهم بزرگ‌ترین سهام‌دار شرکت (Ma, 2024)
متغیر تعدیل‌گر: فرصت‌طلبی مدیران	برای اندازه‌گیری فرصت‌طلبی مدیران از کیفیت اقلام تعهدی استفاده شده است. ابتدا کل اقلام تعهدی براساس رویکرد مبتنی بر صورت جریان وجوه نقد به‌صورت اختلاف سود خالص و جریان‌های نقد عملیاتی محاسبه شده است و سپس برای ارزیابی کیفیت اقلام تعهدی شرکت و محاسبهٔ پسماند حاصل، از مدل فرانسیس استفاده شده است (Francis et al., 2005). $TCA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{i,t} + \alpha_5 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ $TCA_{i,t}$: مجموع اقلام تعهدی شرکت i در سال t است. $CFO_{i,t}$ جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت i در سال t است. $\Delta REV_{i,t}$ تغییر در درآمد ناشی از فروش شرکت i بین سال‌های t و t-1 است. $PPE_{i,t}$ خالص دارایی‌های ثابت مشهود شرکت i در سال t است (Valizadeh et al., 2020).

متغیر	تعریف عملیاتی

متغیر میانجی: کوته‌بینی مدیران

ابتدا نیاز است برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوته‌بین، سطح موردانتظار بازدهٔ دارایی و هزینهٔ بازاریابی و هزینهٔ پژوهش و توسعه طی دورهٔ زمانی پژوهش برای هر شرکت به روش اندرسون و سیائو (Anderson & Hsiao, 1982) با استفاده از مدل‌های زیر برآورد شود:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_i$$
$$MKtg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MKtg_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$
$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این دو مدل به ترتیب $ROA_{i.t}$ نرخ بازدهٔ دارایی‌هاست که براساس نسبت سودخالص بر کل دارایی‌ها سنجیده می‌شود. $MKtg_{i.t}$ سطح موردانتظار هزینهٔ بازاریابی است که برابر نسبت هزینه‌های بازاریابی و فروش بر کل دارایی‌هاست و $R\&D_{i.t}$ سطح موردانتظار هزینهٔ پژوهش و توسعه است که برابر نسبت هزینه‌های پژوهش و توسعه بر کل دارایی‌هاست. پس از محاسبهٔ مقادیر موردانتظار بازدهٔ دارایی‌ها، هزینهٔ بازاریابی و فروش و هزینهٔ پژوهش و توسعه ازطریق مدل‌های فوق، مقادیر واقعی را با مقادیر پیش‌بینی‌شده توسط مدل‌های ذکرشده مقایسه کرده و درنهایت باتوجه‌به میزان اختلاف موجود ($\varepsilon_{i.t}$) شرکت‌ها در ۴ گروه اصلی طبقه‌بندی شده است.

	اختلاف مقادیر واقعی و موردانتظار		
گروه	بازدهٔ دارایی	هزینهٔ بازاریابی	هزینهٔ پژوهش و توسعه
گروه ۱: شرکت‌های کوته‌بین و بازدهٔ مثبت	مثبت	منفی	منفی
گروه ۲: شرکت‌های کوته‌بین و بازدهٔ منفی	منفی	منفی	منفی
گروه ۳: شرکت‌های کوته‌بین با بازدهٔ مثبت	مثبت	مثبت	مثبت
		فقط تغییرات یکی مثبت	
گروه ۴: شرکت‌های کوته‌بین با بازدهٔ منفی	منفی	مثبت	مثبت
		فقط تغییرات یکی مثبت	

شرکت‌های حاضر در گروه ۱ به‌عنوان شرکت‌های دارای مدیریت کوته‌بین در نظر گرفته شده است؛ بنابراین، برای شرکت‌هایی که دارای مدیریت کوته‌بین هستند، عدد یک و برای شرکت‌های مابقی عدد صفر لحاظ شد (Heydari-Farahany et al., 2019; Nikkar et al., 2022).

یافته‌ها

جدول (۲) بیانگر آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است که از روش وینسورایزین (در سطح ۵ و ۹۵درصد) به‌منظور کاهش اثر داده‌های پرت استفاده شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی داده‌ها

Table (2): Descriptive statistics

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	جارک برا
درجهٔ مالی‌سازی شرکت	۰/۳۶۰	۰/۳۳۲	۰/۹۱۲	۰/۰۱۱	۰/۱۸۸	۰/۴۷۱	۲/۴۵۸	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۴۷	۰/۱۲۱	۰/۸۷۲	-۰/۳۸۷	۰/۱۴۸	۰/۷۹۴	۴/۵۷۷	۰/۰۰۰
توانایی رشد شرکت	۰/۳۴۱	۰/۲۵۶	۱/۲۲۰	-۰/۰۶۴	۰/۳۳۶	۱/۰۷۲	۳/۵۳۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۵۳۹	۰/۵۱۹	۲/۶۲۷	۰/۰۳۷	۰/۲۳۵	۱/۸۸۳	۱۵/۰۷۱	۰/۰۰۰
فرصت‌طلبی مدیران	۰/۰۰۲	۰/۰۰۷	۰/۴۹۵	-۰/۶۱۴	۰/۱۱۷	-۰/۴۴۳	۵/۵۶۵	۰/۰۰۰
درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره	۰/۶۴۰	۰/۶۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۹۴	-۰/۲۵۴	۳/۱۲۸	۰/۰۰۱
سایز شرکت	۶/۸۶۴	۶/۷۵۰	۹/۵۱۰	۵/۰۶۰	۰/۸۱۲	۰/۵۶۷	۲/۸۸۸	۰/۰۰۰
اصطکاک تجاری	۰/۴۲۰	۰/۸۵۱	۰/۹۹۹	-۲/۶۴۵	۰/۹۶۵	-۲/۱۸۰	۶/۷۶۵	۰/۰۰۰
تمرکز سهام	۰/۵۲۶	۰/۵۱۰	۰/۹۹۹	۰/۰۹۰	۰/۲۰۹	۰/۱۶۱	۲/۴۹۹	۰/۰۰۰
بازدهٔ دارایی‌ها	۰/۱۸۷	۰/۱۶۵	۰/۸۳۷	-۰/۶۰۷	۰/۱۷۳	۰/۲۸۴	۴/۳۰۷	۰/۰۰۰

متوسط اهرم مالی شرکت‌ها، بازدهٔ دارایی و جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های موردبررسی به ترتیب برابر ۰/۵۳۹، ۰/۱۸ و ۰/۱۴ بوده است؛ این بدان معناست که به‌طور متوسط ۵۳/۹درصد از دارایی‌های شرکت‌های موردبررسی ازطریق بدهی تأمین مالی شده‌اند؛ درنتیجه از ریسک مالی زیادی برخوردار هستند. سود خالص شرکت‌های مدنظر ۱۸درصد دارایی‌های شرکت‌ها بوده و ۱۴درصد کل دارایی‌های شرکت مربوط به جریان نقدی عملیاتی است. میانگین درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره برابر ۰/۶۴ است که می‌توان گفت به‌طور متوسط ۶۴درصد اعضای کل هیئت‌مدیره را اعضای هیئت‌مدیرهٔ غیرموظف تشکیل می‌دهد.

پس از حذف مشاهدات پرت، به‌منظور اطمینان از عدم‌وجود نتایج کاذب در رگرسیون و معناداربودن متغیرها، به انجام آزمون مانایی و محاسبهٔ ریشهٔ واحد متغیرهای پژوهش اقدام شد. به‌منظور بررسی مانایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو و آزمون ایم، پسران و شین استفاده شده است. فرضیهٔ صفر آزمون ریشه واحد مبنی بر نامانایی متغیرها است؛ در همین راستا، فرضیهٔ صفر متغیرهایی چون درجهٔ مالی‌سازی شرکت، اصطکاک تجاری، جریان نقدی عملیاتی، تمرکز سهام، درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره و فرصت‌طلبی مدیران در سطح بدون لحاظ روند زمانی و تفاضل‌گیری و مابقی متغیرها با تفاضل مرتبهٔ اول در سطح اطمینان ۹۵درصد رد شده است؛ درنتیجه این اطمینان حاصل شد که تمامی متغیرهای استفاده‌شده در مدل مانا هستند. درصورت مانانبودن برخی از متغیرهای پژوهش در سطح، آزمون برای اجتناب از رگرسیون غیرواقعی و اطمینان از برآورد یک رگرسیون درست ضرورت دارد. در این پژوهش از آزمون کائو به‌منظور بررسی هم‌انباشتگی استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون کائو بیانگر این است که باتوجه‌به آمارهٔ T و سطح معناداری آن، فرضیهٔ صفر این آزمون که مبنی بر عدم‌وجود هم‌انباشتگی بین متغیرهای پژوهش است رد می‌شود؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵درصد بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل هر دو مدل رابطهٔ بلندمدت وجود دارد؛ بنابراین، با اطمینان از صحت مدل رگرسیونی، مراحل برآورد و تحلیل نتایج انجام شده است.

از آزمون چاو برای مشخص‌کردن تلفیقی یا تابلویی‌بودن داده‌های ترکیبی استفاده شد و در گام بعدی برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (اثرهای ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج آزمون چاو حاکی‌ازآن است که باتوجهبه مقدار آمارهٔ فیشر (۱۵/۱۰) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیهٔ اول و مقدار آمارهٔ فیشر (۱۵/۵۲) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیهٔ دوم استفاده از داده‌های تابلویی برای تحلیل فرضیه‌ها مناسب است؛ در همین راستا، مقدار آمارهٔ کای‌دو

(۴۸/۶۶) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیهٔ اول و مقدار آمارهٔ کای‌دو (۵۴/۶۱) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیهٔ دوم حاصل از آزمون هاسمن مؤید آن است که مدل اثرات ثابت به‌عنوان مدل مناسب برای بررسی هر دو فرضیه انتخاب شده است؛ علاوه‌براین، برای تجزیه‌وتحلیل داده‌های هریک از مدل‌ها نیاز است که قبل از برازش آن‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. باتوجه‌به ساختار تابلویی داده‌ها با الگوی اثرهای ثابت برای برآورد مدل فرضیهٔ اول و دوم در این پژوهش، از آزمون والد تعدیل‌شده برای بررسی ناهمسانی واریانس و از آزمون وولدریج برای بررسی خودهمبستگی سریالی اجزای اخلال استفاده شده است.

نتایج آزمون والد تعدیل‌شده نشان داد که براساس مقدار آمارهٔ کای‌دو (۴۱۷۶/۱۱) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیهٔ اول و مقدار آمارهٔ کای‌دو (۶۴۷۷/۹۷) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیهٔ دوم مدل رگرسیونی فرضیهٔ اول و دوم دارای مشکل ناهمسانی واریانس است؛ در همین راستا، مقدار آمارهٔ فیشر (۱۱۷/۲۲۸) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیهٔ اول و مقدار آمارهٔ فیشر (۱۲۴/۲۹۹) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیهٔ دوم حاصل از آزمون وولدریج، دلالت بر وجود مشکل خودهمبستگی اجزای اخلال دارد؛ بنابراین، برای رفع هم‌زمان مشکل از رویکرد پرایس ـ وینستون استفاده شده است؛ علاوه‌براین، به‌منظور بررسی هم‌خطی از عامل تورم واریانس برای کسب اطمینان، از عدم‌وجود رابطهٔ هم‌خطی چندگانه بین متغیرهای توضیحی استفاده شد. نتایج آزمون فرضیهٔ اول به همراه عامل تورم واریانس در جدول (۳) نشان داده شده است.

جدول (۳): نتیجهٔ نهایی فرضیهٔ اول

Table (3): First hypothesis final result

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Trade_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Roa_{i,t} + \alpha_5 Cfo_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Pid_{i,t} + \alpha_8 Topi_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	Prob	عامل تورم واریانس
اصطکاک تجاری	۰/۰۱۲	۰/۰۰۴	۳/۱۵	۰/۰۰۲	۱/۰۵
تمرکز سهام	-۰/۰۱۵	۰/۰۲۵	-۰/۶۱	۰/۵۳۹	۶/۲۶
اندازهٔ شرکت	۰/۱۰۶	۰/۰۵۴	۱/۹۶	۰/۰۵۰	۳/۲۸
بازدهٔ دارایی	۰/۲۶۷	۰/۰۶۴	۴/۱۵	۰/۰۰۰	۵/۱۲
درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره	۰/۰۰۸	۰/۰۲۷	۰/۳۲	۰/۷۴۵	۷/۵۶
اهرم مالی	۰/۱۵۰	۰/۰۳۹	۳/۷۷	۰/۰۰۰	۵/۴۹
توانایی رشد شرکت	-۰/۰۲۴	۰/۰۱۴	-۱/۷۱	۰/۰۸۷	۱/۵۲
جریان نقدی عملیاتی	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۴۱	-۰/۰۲	۰/۹۸۶	۳/۴۴
مقدار ثابت	۰/۲۰۵	۰/۰۴۰	۵/۰۵	۰/۰۰۰	-
سطح معناداری	۰/۰۰۰		ضریب تعیین	۰/۳۶۷	
آمارهٔ والد	۳۷/۰۲				

باتوجه‌به نتایج حاصل از جدول (۳)، ضریب اصطکاک تجاری (۰/۰۱۲) و سطح معناداری آمارهٔ والد کمتر از ۵درصد (۰/۰۰۰) است. می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵درصد، اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معناداری دارد؛ علاوه‌براین، به‌منظور بررسی هم‌خطی تمامی متغیرها، می‌توان گفت بین متغیرهای توضیحی مشکل هم‌خطی وجود ندارد. نتایج آزمون فرضیهٔ دوم به همراه عامل تورم واریانس در جدول (۴) نشان داده شده است.

جدول (۴): نتیجهٔ نهایی فرضیهٔ دوم

Table (4): Second hypothesis final result

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Trade_{i,t} + \alpha_2 Perk_{i,t} * Trade_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Roa_{i,t} + \alpha_6 Cfo_{i,t} + \alpha_7 Growth_{i,t} + \alpha_8 Pid_{i,t} + \alpha_9 Topi_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	Prob	عامل تورم واریانس
اصطکاک تجاری	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۱/۹۵	۰/۰۵۱	۱/۱۵
تمرکز سهام	۰/۰۲۶	۰/۰۳۷	۰/۷۱	۰/۴۷۶	۶/۱۲
اندازهٔ شرکت	۰/۱۲۳	۰/۰۴۱	۲/۹۹	۰/۰۰۳	۲/۵۹
بازدهٔ دارایی	−۰/۰۶۸	۰/۰۲۹	−۲/۳۴	۰/۰۲۰	۱/۲۵
درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره	−۰/۰۰۶	۰/۰۲۵	−۰/۲۵	۰/۸۰۵	۷/۱۲
اهرم مالی	۰/۰۲۸۷	۰/۰۲۸۵	۱/۰۱	۰/۳۱۴	۴/۹۵
توانایی رشد شرکت	−۰/۰۱۲	۰/۰۱۱	−۱/۱۴	۰/۲۵۳	۱/۶۰
جریان نقدی عملیاتی	۰/۰۴۰	۰/۰۳۶	۱/۱۱	۰/۲۶۵	۲/۰۴
فرصت‌طلبی مدیران*اصطکاک تجاری	۰/۱۱۱	۰/۰۴۵	۲/۴۸	۰/۰۱۳	۱/۱۷
مقدار ثابت	۰/۳۱۲	۰/۰۳۸	۸/۱۶	۰/۰۰۰	–
سطح معناداری	۰/۰۰۰۱		ضریب تعیین	۰/۴۰۵۵	
آمارهٔ والد	۳۵/۲۵				

مدل دوم پژوهش، نقش تعدیلی متغیر فرصت‌طلبی مدیران را نشان می‌دهد. باتوجه‌به نتایج جدول (۴) ضریب فرصت‌طلبی مدیران*اصطکاک تجاری (۰/۱۱۱) و سطح معناداری آمارهٔ والد کمتر از ۵درصد (۰/۰۰۰۱) است. می‌توان گفت این متغیر در سطح اطمینان ۹۵درصد بر رابطهٔ بین اصطکاک تجاری و مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیهٔ دوم پژوهش تأیید می‌شود. همچنین، با بررسی هم‌خطی متغیرهای این مدل می‌توان گفت بین متغیرهای توضیحی این مدل، مشکل هم‌خطی وجود ندارد. نتایج آزمون مدل اول و دوم فرضیهٔ سوم در جداول (۵) و (۶) نشان داده شده است.

جدول (۵): نتایج آزمون مدل اول فرضیهٔ سوم

Table (5): First model of third hypothesis test

$$Sighte_{i.t} = \alpha_0 + \alpha_1 Trade_{i.t} + \alpha_2 Size_{i.t} + \alpha_3 Lev_{i.t} + \alpha_4 Roa_{i.t} + \alpha_5 Cfo_{i.t} + \alpha_6 Growth_{i.t} + \alpha_7 Pid_{i.t} + \alpha_8 Topi_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	Prob
اصطکاک تجاری	−۰/۰۴۳	۰/۰۱۵	−۲/۷۵۵	۰/۰۰۶
تمرکز سهام	−۰/۰۰۸	۰/۲۴۱	−۰/۰۳۷	۰/۹۷۰
اندازهٔ شرکت	−۰/۰۸۶	۰/۱۴۸	−۰/۵۸۶	۰/۵۵۷
بازدهٔ دارایی	۱/۵۲۷	۰/۱۵۲	۱۰/۰۳۹	۰/۰۰۰
درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره	−۰/۰۸۸	۰/۰۹۱	−۰/۹۶۱	۰/۳۳۶
اهرم مالی	۰/۳۰۶	۰/۱۰۸	۲/۸۳۳	۰/۰۰۴
توانایی رشد شرکت	۰/۲۴۰	۰/۰۳۹	۶/۱۱۳	۰/۰۰۰
جریان نقدی عملیاتی	−۰/۲۴۰	۰/۱۲۸	−۱/۸۷۰	۰/۰۶۱
مقدار ثابت	−۰/۰۶۵	۰/۱۷۲	−۰/۳۷۷	۰/۷۰۶
سطح معناداری	۰/۰۰۰		ضریب تعیین	۰/۳۱۴
آمارهٔ فیشر	۳/۸۳۲			

جدول (۶): نتایج آزمون مدل دوم فرضیهٔ سوم

Table (6): Second model of third hypothesis test

$$Fin_{i.t}= \alpha_0 + \alpha_1 sighte_{i.t} + \alpha_2 Size_{i.t} + \alpha_3 Lev_{i.t} + \alpha_4 Roa_{i.t} + \alpha_5 Cfo_{i.t} + \alpha_6 Growth_{i.t} + \alpha_7 Pid_{i.t} + \alpha_8 Topi_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره Z	Prob
جریان نقدی عملیاتی	−۰/۰۸۸	۰/۰۳۷	−۲/۳۶	۰/۰۱۸
توانایی رشد شرکت	−۰/۰۶۲	۰/۰۲۶	−۲/۳۴	۰/۰۲۰
اهرم مالی	۰/۱۱۱	۰/۰۳۱	۳/۵۷	۰/۰۰۰
درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره	−۰/۰۲۷	۰/۰۲۴	−۱/۱۴	۰/۲۵۵
بازدهٔ دارایی	۰/۳۹۳	۰/۰۴۶	۸/۴۶	۰/۰۰۰
اندازهٔ شرکت	۰/۲۱۸	۰/۰۶۸۸	۳/۱۷	۰/۰۰۲
تمرکز سهام	۰/۰۱۳	۰/۰۲۵	۰/۵۴	۰/۵۸۸
کوته‌بینی مدیران	−۰/۰۲۹	۰/۰۰۹	−۳/۰۸	۰/۰۰۲
مقدار ثابت	۰/۲۲۰	۰/۰۳۱	۷/۰۸	۰/۰۰۰
سطح معناداری	۰/۰۰۰	آمارهٔ فیشر		۱۰۰/۶۷

برای بررسی اثر میانجی‌گری متغیر کوته‌بینی مدیران نیز از آزمون سوبل استفاده شده است؛ بدین منظور ضرایب و خطای استاندارد متغیرهای اصطکاک تجاری و کوته‌بینی مدیران حاصل از جداول (۵) و(۶) برای انجام آزمون سوبل در جدول (۷) استفاده شد.

جدول (۷): نتایج آزمون سوبل برای فرضیهٔ سوم

Table (7): Sobel test for third hypothesis test

$$Sighte_{i.t} = \alpha_0 + ATrade_{i.t} + \alpha Control_{i.t} + \varepsilon_{i.t}$$
$$Fin_{i.t} = \alpha_0 + BSighte_{i.t} + \alpha Control_{i.t} + \varepsilon_{it}$$

سطح معناداری	آمارهٔ t	S_a=۰/۰۰۱۵	A = −۰/۰۴۳
۰/۰۳۶	۳/۰۳۵	S_b= ۰/۰۰۹۵	B =−۰/۰۲۹

طبق نتایج جدول (۷) مشخص شد که باتوجه‌به مقدار آمارهٔ تی (۳/۰۳) و سطح معناداری مربوط (۰/۰۳) در سطح اطمینان ۹۵درصد، کوته‌بینی مدیران اثر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت را میانجی‌گری می‌کند و تأثیر مستقیم و معناداری دارد. علاوه‌براین، باتوجه‌به معناداری اثر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی، این میانجی‌گری به‌طور جزئی است؛ بنابراین، فرضیهٔ سوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

باتوجه‌به اینکه مالی‌سازی شرکت به‌عنوان متغیر وابسته، متغیری با توزیع چوله به راست است، در این پژوهش علاوه‌بر رگرسیون با رویکرد پرایس ـ وینستون از رگرسیون توبیت با در نظر گرفتن ماهیت سانسورشدهٔ داده‌ها، برای بررسی اثر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها استفاده شده است. نتایج حاصل در جدول (۸) نشان داده شده است.

جدول (۸): نتایج آزمون رگرسیون توبیت

Table (8): Tobit regression

$$Fin_{i.t}=\alpha_0+\alpha_1 Trade_{i.t}+\alpha_2 Size_{i.t}+\alpha_3 Lev_{i.t}+\alpha_4 Roa_{i.t}+\alpha_5 Cfo_{i.t}+\alpha_6 Growth_{i.t}+\alpha_7 Pid_{i.t}+\alpha_8 Topi_{i.t}+\varepsilon_{i.t}$$

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آمارهٔ Z	Prob	عامل تورم واریانس
اصطکاک تجاری	۰/۰۱۵	۰/۰۰۴	۳/۲۵	۰/۰۰۱	۱/۰۵
تمرکز سهام	۰/۰۰۲	۰/۰۵۰	۰/۰۵	۰/۹۶۲	۶/۲۶
اندازهٔ شرکت	۰/۰۶۱	۰/۰۴۴	۱/۴۱	۰/۱۵۹	۳/۲۸
بازدهٔ دارایی	۰/۲۷۹	۰/۰۴۴	۶/۲۴	۰/۰۰۰	۵/۱۲
درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره	−۰/۰۰۱	۰/۰۲۶	−۰/۰۷	۰/۹۴۶	۷/۵۶
اهرم مالی	۰/۱۴۵	۰/۰۳۱	۴/۶۷	۰/۰۰۰	۵/۴۹
توانایی رشد شرکت	−۰/۰۱۳	۰/۰۱۱	−۱/۱۶	۰/۲۴۵	۱/۵۲
جریان نقدی عملیاتی	۰/۰۲۰	۰/۰۳۸	۰/۵۳	۰/۵۹۶	۳/۴۴
مقدار ثابت	۰/۲۱۸	۰/۰۴۳	۵/۰۵	۰/۰۰۰	–
آمارهٔ والد	۸۰/۲۳		سطح معناداری		۰/۰۰۰

نتایج حاصل از جدول (۸) بیانگر این است که باتوجه‌به اینکه مقدار آمارهٔ Z برابر ۳/۲۵ و سطح معناداری برابر ۰/۰۰۱ است. در سطح اطمینان ۹۵درصد اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معنادار دارد. با استفاده از نرم‌افزار ایموس اثر تعدیل‌گری نوع شرکت بر رابطهٔ بین اصطکاک تجاری و مالی‌سازی شرکت بررسی شده است. نتایج حاصل در جدول (۹) نشان داده شده است.

جدول (۹): اثر تعدیل‌گری نوع شرکت

Table (9): The moderating effect of the second hypothesis

آمارهٔ کای دو	۰/۰۰۰۹
سطح معناداری	۰/۹۲۶

نتایج حاصل از جدول (۹) بیانگر این است که باتوجه‌به اینکه مقدار آمارهٔ کای‌دو برابر ۰/۰۰۹ و سطح معناداری برابر ۰/۹۲۶ است؛ بنابراین، نتایج حاصل از این پژوهش، تحت‌تأثیر نوع شرکت نیست. به عبارتی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیازی به بررسی جداگانهٔ شرکت‌های بورسی و فرابورسی نیست.

نتایج و پیشنهادها

هدف اصلی پژوهش، بررسی تأثیر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ با تمرکز بر شرکت‌های صادراتی صنایع موردبررسی است. نتایج حاکی‌ازآن است که در سطح اطمینان ۹۵درصد اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معنادار داشته و فرصت‌طلبی مدیران اثر تعدیل‌گری مستقیم و معناداری بر رابطهٔ بین اصطکاک تجاری و مالی‌سازی شرکت‌ها دارد؛ علاوه‌براین، اصطکاک تجاری ازطریق کوته‌بینی مدیران بر مالی‌سازی شرکت تأثیر مستقیم و معنادار دارد. باتوجه‌به معناداربودن تأثیر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی می‌توان گفت کوته‌بینی مدیران به‌طور جزئی رابطهٔ بین اصطکاک تجاری و مالی‌سازی شرکت‌ها را میانجی‌گری می‌کند؛ علاوه‌براین نتایج حاصل از این پژوهش،

تحت‌تأثیر نوع شرکت نیست. به عبارتی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیازی به بررسی جداگانهٔ شرکت‌های بورسی و فرابورسی نیست. طبق نتایج به‌دست‌آمده، اصطکاک تجاری با ایجاد موانعی در جریان آزاد کالاها و خدمات، به‌طورمستقیم بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها اثرگذار است. افزایش هزینه‌های تولید، کاهش تقاضا و افزایش ریسک سرمایه‌گذاری ناشی از اصطکاک تجاری، به کاهش سودآوری شرکت‌ها و محدودشدن دسترسی آن‌ها به منابع مالی خارجی منجر می‌شود و در پاسخ به این چالش‌ها، شرکت‌ها بیشتر به سمت مالی‌سازی حرکت می‌کنند. در شرایطی که اصطکاک تجاری بر شرکت‌ها فشار وارد می‌کند، رفتار مدیران فرصت‌طلب می‌تواند بر تصمیمات مالی شرکت‌ها تأثیر بیشتری داشته باشد. این مدیران با اولویت قراردادن منافع شخصی کوتاه‌مدت بر منافع بلندمدت شرکت، ممکن است از شرایط نامساعد اقتصادی ناشی از اصطکاک تجاری برای کسب سود شخصی سوءاستفاده کنند؛ بنابراین، مدیرانی که دیدگاه کوتاه‌مدتی به آیندهٔ شرکت دارند، تمایل بیشتری به اتخاذ تصمیماتی دارند که منافع کوتاه‌مدت آن‌ها را تأمین کند. حتی اگر به زیان بلندمدت شرکت باشد. نتایج حاصل از پژوهش با یافته‌های ما (Ma, 2024) هم‌راستا است که نشان داد اصطکاک تجاری می‌تواند مستقیماً بر روند مالی‌سازی اثر بگذارد و در این میان ویژگی‌های فردی مدیران (ازجمله فرصت‌طلبی و کوته‌بینی) نقش پررنگی داشته باشد. یافته‌های این پژوهش از نقطه نظر اثرگذاری ویژگی‌های مدیریتی با نتایج ژانگ و دو (Zhang & Du, 2024) مطابقت دارد که اشاره کرده‌اندکوته‌بینی مدیریتی می‌تواند مالی‌شدن شرکت‌ها را تح تأثیر قرار دهد. همچنین، شواهد گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) درخصوص نقش مالی‌سازی در ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری نیز با جهت‌گیری نتایج حاضر سازگار است؛ علاوه‌براین، اثر مستقیم و معکوس اصطکاک تجاری بر ثبات بازار سهام که گو و همکاران (Guo et al., 2023) بیان کرده‌اند، تأییدی بر این نکته است که در شرایط عدم‌اطمینان ناشی از اصطکاک تجاری، شرکت‌ها با افزایش ریسک تمایل بیشتری به دارایی‌های مالی پیدا می‌کنند. یافته‌های جین و همکاران (Jin et al., 2022) دربارهٔ رابطهٔ معکوس مالی‌سازی با سرمایه‌گذاری ثابت، بیانگر روندی است که در آن شرکت‌ها در مواجهه با فشارهای محیطی به سمت تصمیمات مالی کوتاه‌مدت و محافظه‌کارانه‌تر سوق پیدا می‌کنند.

همچنین، تقویت حاکمیت شرکتی و ایجاد سازوکارهای نظارتی قوی می‌تواند در کاهش اثرات منفی رفتارهای فرصت‌طلبانهٔ مدیران و بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها مؤثر باشد. سیاست‌گذاران نیز با تدوین سیاست‌های حمایتی از شرکت‌ها و کاهش موانع تجاری، می‌توانند محیط کسب‌وکار را برای شرکت‌ها بهبود ببخشند و از این طریق بر رشد و توسعهٔ اقتصادی کشور تأثیر مثبت بگذارند؛ علاوه‌براین، برای بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها نیاز به پژوهش‌های بیشتری در زمینهٔ طراحی سازوکارهای نوآورانه برای افزایش شفافیت اطلاعات مالی و کاهش ریسک‌های ناشی از شوک‌های خارجی است. به‌طورکلی، یافته‌های این پژوهش بر اهمیت در نظر گرفتن عوامل محیطی و نهادی در تحلیل تصمیمات مالی شرکت‌ها تأکید دارد و نشان می‌دهد که برای بهبود عملکرد شرکت‌ها و ارتقای کارایی بازار سرمایه، نیازمند سیاست‌گذاری‌های هماهنگ و مبتنی بر شواهد است. باتوجه‌به اهمیت روزافزون تأثیر عوامل بین‌المللی نظیر اصطکاک تجاری بر عملکرد مالی شرکت‌ها، به‌ویژه در شرایط نوسانات اقتصادی و سیاسی، پژوهش‌های آتی در این حوزه می‌تواند به درک دقیق‌تر روابط میان متغیرهای مدیریتی و فرایندهای مالی کمک کند؛ بر این اساس، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به محورهای زیر شود: الف) باتوجه‌به تفاوت صنایع در میزان مواجهه با ریسک‌های تجاری و مالی، پیشنهاد می‌شود اثر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها به‌صورت تفکیکی، در صنایع خاص بررسی شود. ویژگی‌های ساختاری هر صنعت، مانند شدت رقابت، وابستگی به تجارت خارجی، ساختار هزینه‌ای و ظرفیت نوآوری می‌تواند به واکنش‌های متفاوت شرکت‌ها در برابر موانع تجاری منجر شود. این رویکرد، درک دقیق‌تری از سازوکارهای رفتاری مدیران فراهم می‌سازد؛ ب) بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی

ازجمله تورم و نرخ بهره: این متغیرها می‌تواند به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم بر تصمیمات مالی شرکت‌ها و نحوهٔ واکنش آن‌ها به اصطکاک تجاری تأثیرگذار باشد؛ ج) بررسی اثر تعدیل‌گری مسئولیت اجتماعی بر رابطهٔ اصطکاک تجاری و مالی‌سازی شرکت: مسئولیت اجتماعی شرکتی یکی از عوامل مهم در شکل‌گیری راهبردهای مالی و غیرفرهنگی درون‌سازمانی است. شرکت‌هایی که به مسئولیت اجتماعی پایبند هستند، ممکن است در مواجهه با اصطکاک تجاری، تصمیماتی محافظه‌کارانه‌تر و متعهدتر نسبت‌به ذی‌نفعان اتخاذ کنند. بررسی نقش تعدیل‌گری CSR در پژوهش‌های آتی می‌تواند به شناخت بهتر رفتارهای مالی شرکت‌ها در زمان بحران‌های اقتصادی و تجاری کمک کند و تفاوت‌های رفتاری در شرکت‌های مسئولیت‌پذیر و صرفاً سودمحور را روشن سازد؛ د) بررسی تأثیر دیگر جنبه‌های روان‌شناختی مدیران مانند ریسک‌پذیری یا اعتماد به‌نفس بیش از حد مدیران: گرچه پژوهش حاضر بر دو ویژگی فرصت‌طلبی و کوته‌بینی تمرکز داشته، ابعاد دیگری از شخصیت مدیران مانند ریسک‌پذیری یا اعتمادبه‌نفس بیش از حد نیز می‌تواند بر نحوهٔ واکنش مدیران به اصطکاک تجاری و اتخاذ تصمیمات مالی اثرگذار باشد.

یکی از مهم‌ترین محدودیت‌های این پژوهش، عدم‌دسترسی به داده‌های تفکیکی دقیق درخصوص سودهای عملیاتی ناشی از فروش داخلی و صادراتی شرکت‌ها است. باوجود اینکه دورهٔ زمانی پژوهش حاضر هم‌زمان با اعمال تحریم‌ها و نوسانات اقتصادی بوده و اثرات این شرایط به‌صورت غیرمستقیم در داده‌ها انعکاس یافته است، عدم‌کنترل مستقیم این متغیرها ممکن است برخی از روابط موردبررسی را تحت‌تأثیر قرار دهد. همچنین، تمرکز پژوهش بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اگرچه به دلیل دسترسی به داده‌های ساختاریافته ضروری بوده، باعث محدودشدن تعمیم‌پذیری نتایج به سایر شرکت‌های غیربورسی و کوچک شده است.

منابع

بلبازاده کلخوران، مریم، و یحیوی کلخوران، نادر (۱۴۰۲). بررسی نقش اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیران و فرصت‌طلبی مدیران بر تأخیر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۷(۲۵)، ۸۷۲–۸۸۷.

تقی‌زاده خانقاه، وحید، و بادآور نهندی، یونس (۱۴۰۴). نقش تعدیلی محدودیت مالی بر رابطه بین عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۳(۱)، ۸۰–۶۳.

https://doi.org/10.22108/amf.2024.139833.1839

حاجی، مجید، نصیری اقدم، علی، محمدی، تیمور، و شاکری، عباس (۱۴۰۲). تأثیر مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌های غیرمالی طی سال‌های ۱۳۹۸–۱۳۸۸ با استفاده از روش داده‌های تابلویی چندسطحی. *مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، ۱۲(۴۵)، ۴۷–۷۸.

حیدری فراهانی، مهدیه، غیور، فرزاد، و منصورفر، غلامرضا (۱۳۹۸). تأثیر سویه‌های رفتاری مدیریت بر درماندگی مالی. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۳)، ۱۱۷–۱۳۴.

https://doi.org/10.22108/far.2020.119602.1534

حیدری، حسن، عزتی، مرتضی، و مریدی، پروین (۱۴۰۰). برآورد تأثیر تحریم‌های اقتصادی بر اشتغال بخش‌های صنعت، کشاورزی و خدمات. *سیاست‌گذاری اقتصادی*، ۱۳(۲۵)، ۶۵–۱۰۷.

https://doi.org/10.22034/epj.2021.13476.2059

رزم‌آهنگ، مهدی (۱۳۹۷). راهبردهای آمریکا در راستای هوشمندسازی تحریم‌ها علیه ایران و ارائه راهکارهای مقابله؛ با تأکید بر روابط مالی و بانکی بین‌المللی. *فصلنامه روابط خارجی*، ۱۰(۴۰)، ۵–۳۷.

نیک‌کار، جواد، حمیدی، الهام، و عابدینی، سپیده (۱۴۰۱). تأثیر رفتار خوش‌بینانه و کوته‌بینانهٔ مدیران بر عدم‌تقارن رفتار هزینه و استراتژی‌های متفاوت شرکت. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۰(۱)، ۱۱۶-۹۳.

https://doi.org/10.22108/amf.2022.125924.1607

ولی‌زاده لاریجانی، اعظم، حسینی، سیدعلی، و طهماسبی آشتیانی، مهسا (۱۳۹۹). اثر تعاملی کیفیت اقلام تعهدی و کیفیت حاکمیت شرکتی بر نوسان‌پذیری عملکرد شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۷(۳)، ۴۵۴-۴۷۲.

https://doi.org/10.22059/acctgrev.2020.302232.1008377

References

Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of Econometrics*, 18(1), 47-82. https://doi.org/10.1016/0304-4076(82)90095-1

Babazadeh-Kalkhoran, M., & Yahivi-Kalkhoran, N. (2023). Investigating the role of managers' overconfidence and managers' opportunism on the delay of the stock prices of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Scientific Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 7(25), 872-887. [n Persian]

Bluedorn, A. C., & Martin, G. (2008). The time frames of entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 23(1), 1–20. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2006.05.005

Chen, B., Li, J., & Zhang, J. (2025). How corporate financialization affects main business performance—Empirical evidence based on a dynamic panel threshold model. *PloS One*, 20(1), e0317892. https://doi.org/10.1371/journal.pone.0317892

Chen, Y., Ye, J., & Shi, Q. (2024). Does managerial myopia promote enterprises over-financialization? Evidence from listed firms in China. *PloS One*, 19(9), e0309140. https://doi.org/10.1371/journal.pone.0309140

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

Ding, H., Jiang, F., Zhang, S., & Zhang, Z. (2024). Managerial myopia and corporate social responsibility: Evidence from the textual analysis of Chinese earnings communication conferences. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 41, 100886. https://doi.org/10.1016/j.jbef.2024.100886

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003

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

Guo, J., Liu, L., & Tang, Y. (2023). The influence of trade friction on the stability of stock market: Evidence from China. *Heliyon*, 9(10), e20446. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e20446

Guo, G., Hu, D., Wang, H., & Zhang, Z. (2024). Adapting to trade friction: The supply chain dynamics of Chinese suppliers. *China Economic Review*, 87, 102230. https://doi.org/10.1016/j.chieco.2024.102230

Haji, M., Nasiri Aghdam, A., Mohammadi, T., & Shakeri, A. (2023). The effects of financialization on the physical investment of non-financial companies listed in Tehran Stock Exchange over 1388-1398 used multilevel panel data. *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 12(45), 47-78. [In Persian]

Heydari, H., Ezati, M., & Moridi, P. (2021). Estimating the impacts of economic sanctions on employment in the industry, agriculture and service sectors in Iran. *The Journal of Economic Policy*, 13(25), 65-107. https://doi.org/10.22034/epj.2021.13476.2059 [In Persian]

Heydary-Farahany, M., Ghayour, F., & Mansourfar, G. (2019). The effect of management behavioral strains on financial distress. *Financial Accounting Research*, 11(3), 117-134. https://doi.org/10.22108/far.2020.119602.1534 [In Persian]

Hou, Q., Tang, X., & Teng, M. (2021). Labor costs and financialization of real sectors in emerging markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 67, 101547. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101547

Huang, Y., Lin, C., Liu, S., & Tang, H. (2023). Trade networks and firm value: Evidence from the US-China trade war. *Journal of International Economics*, 145, 103811. https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2023.103811

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

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Ju, C., Fang, X., & Shen, Z. (2024). Investor attention and corporate financialization: Evidence from internet search volume. *International Review of Financial Analysis*, 96, 103576. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103576

Kasbar, M. S. H., Tsitsianis, N., Triantafylli, A., & Haslam, C. (2023). An empirical evaluation of the impact of agency conflicts on the association between corporate governance and firm financial performance. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(2), 235-259. https://doi.org/10.1108/JAAR-09-2021-0247

Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio- Economic Review*, 3(2), 173-208. https://doi.org/10.1093/SER/mwi008

Li, T., Li, X., & Albitar, K. (2021). Threshold effects of financialization on enterprise R & D innovation: a comparison research on heterogeneity. *Quantitative Finance and Economics*, 5(3), 496-515. https://doi.org/10.3934/QFE.2021022

Liu, Y., Yang, J., & Yu, J. (2023). Input trade liberalization and welfare loss of manufacturing enterprises: Based on the perspective of efficient market power. *China Finance and Economic Review*, 12(4), 108-129. https://doi.org/10.1515/cfer-2023-0024

Leng, T., Liu, Y., Xiao, Y., & Hou, C. (2023). Does firm financialization affect optimal real investment decisions? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 101970. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.101970

Ma, A. (2024). The role of management characteristics in trade frictions and corporate financialization. *Finance Research Letters*, 65, 105505. https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105505

Nie, F., Li, J., Etienne, X., & Li, G. (2023). Impact of outward foreign direct investment on Chinese manufacturing firms' financialization and servitization. *China & World Economy*, 31(2), 112-136. https://doi.org/10.1111/cwe.12473

Nikkar, J., Hamidi, E., & Abedini, S. (2022). Effects of managers' optimistic and myopic behavior on the asymmetry of cost behavior and various companies' strategies. *Journal of Asset Management and Financing*, 10(1), 93-116. https://doi.org/10.22108/amf.2022.125924.1607 [In Persian]

Orhangazi, O. (2008). Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863-886. https://doi.org/10.1093/cje/ben009

Pan, Z., Qian, Z., & Cheng, S. (2024). Impact of trade frictions on economic costs and financial risks. *Finance Research Letters*, 69,106121. https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106121

Peng, F., Zhou, S., & Zhou, P. (2023). Local government fiscal stress and corporate risk-taking: Evidence from a quasi-natural experiment in China. *Economic Analysis and Policy*, 80, 1677-1695. https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.11.009

Qi, Y., Yang, Y., Yang, S., & Lyu, S. (2021). Does government funding promote or inhibit the financialization of manufacturing enterprises? Evidence from listed Chinese enterprises. *The North American Journal of Economics and Finance*, 58, 101463. https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101463

Qin, Y., Nguyen, D. K., Cifuentes-Faura, J., & Zhong, K. (2023). Strong financial regulation and corporate bankruptcy risk in China. *Finance Research Letters*, 58, 104343. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104343

Razmahang, M. (2019). US strategies to smartize sanctions against Iran and presenting coping solutions with an emphasis on international financial and banking relations . *Foreign Relations Quarterly*, 10(4), 5–37. [In Persian]

Rudolf, S. (2019). Opportunism in corporate management. *Acta Universitatis Lodziensis*: *Folia Oeconomica*, 6(345), 75-91. https://doi.org/10.18778/0208-6018.345.04

Sun, Y., & Gong, H. (2023). Firm financialization and cost stickness behavior. *Finance Research Letters*, 57, 104236. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104236

Taghizadeh-Khanqah, V., & Badavar-Nahandi, Y. (2025). The moderating effect of financial constraint on the relationship between economic policy uncertainty and corporate financialization. *Journal of Asset Management and Financing*, 13(1), 63-80. https://doi.org/10.22108/amf.2024.139833.1839 [In Persian]

Tori, D., & Onaran, Ö. (2020). Financialization, financial development and investment: Evidence from European non-financial corporations. *Socio-Economic Review*, 18(3), 681-718. https://doi.org/10.1093/ser/mwy044

Tori, D., & Onaran, Ö. (2022). Financialisation and firm-level investment in developing and emerging economies. *Cambridge Journal of Economics*, 46(4), 891-919. https://doi.org/10.1093/cje/beac030

Valizadeh-Larijani, A., Hosseini, S.A., & Tahmasebi-Ashtiyani, M. (2020). The interaction impact of accruals quality and corporate governance quality on performance variability. *Accounting and Auditing Review*, 27(3), 454-472. https://doi.org/10.22059/acctgrev.2020.302232.1008377 [In Persian]

Wei, L. (2013). A perspective on the impact of trade friction on customs performance. *World Customs Journal*, 7(1), 81-92. https://doi.org/10.55596/001c.92955

Xu, X., Dong, R., & Yang, J. (2024). Corporate financialization and export product quality: Evidence from China. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 34(8), 2069-2088. https://doi.org/10.1080/09638199.2024.2419395

Yan, M., Chen, J., Song, V., & Xu, K. (2022). Trade friction and price discovery in the USD–CAD spot and forward markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 59, 101628. https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101628

Yang, B., & Chen, F. (2023). The financialization of nonfinancial companies in China: A macroeconomic perspective. *Finance Research Letters*, 53, 103407. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103407

Yang, B., Geng, P., & Fan, Y. (2023). Hedging firm's idiosyncratic risk from commodity financialization. *International Review of Economics & Finance*, 88, 815-842. https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.012

Yu, H., Li, S., Liu, Y., Liu, Q., & Lu, Y. (2023). Do international trade frictions influence the competitiveness of entity enterprises? Evidence from the perspective of financialization. *SAGE Open*, 13(4), 1-20. https://doi.org/10.1177/21582440231220939

Zhang, C., Liu, C., Ma, Y., & Yang, C. (2025). Managerial myopia and corporate financialization: Evidence from China. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 36(1), 184-214. https://doi.org/10.1111/jifm.12222

Zhang, Y. J., & Du, M. (2024). Corporate financialization and green technological innovation: Evidence from China. *Journal of Climate Finance*, 7, 100043. https://doi.org/10.1016/j.jclimf.2024.100043

Zhao, Q., Gan, Y., Song, L., & Fan, S. (2025). Research on the impact of corporate financialization on debt financing level: From the dual perspectives of risk-taking and earnings management. *International Review of Economics & Finance*, 103, 104328.

Zhao, Y., & Su, K. (2022). Economic policy uncertainty and corporate financialization: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 82, 102182. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102182