



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

Journal of Asset Management and Financing

E-ISSN: 2383-1189

Vol. 14, Issue 4, No. 55, 2026, 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.

مقاله پژوهشی

تأثیر اصطکاک تجاری بر مالی سازی شرکت ها با در نظر گرفتن ویژگی های مدیریتی

نگین محمدقلی زاد

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

علی آشتاب 

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران
a.ashtab@urmia.ac.ir

فرزاد غیور

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران
f.ghayour@urmia.ac.ir

چکیده

هدف پژوهش، بررسی تأثیر اصطکاک تجاری بر مالی سازی شرکت ها و تبیین نقش تعدیل گر فرصت طلبی و میانجی کوته بینی مدیران است. به منظور آزمون فرضیه ها، نمونه ای شامل ۱۰۳ شرکت بورسی و فرابورسی ایران طی دوره ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ به روش حذف سیستماتیک انتخاب و داده ها از طریق اسنادکاوای گردآوری شد. تحلیل فرضیه ها با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه و رویکرد پرایس - وینستون صورت گرفت. یافته ها نشان داد اصطکاک تجاری تأثیر مستقیم و معناداری بر سطح مالی سازی شرکت ها دارد؛ افزون بر این، فرصت طلبی مدیران رابطه میان اصطکاک تجاری و مالی سازی را تقویت می کند و کوته بینی مدیران نیز به طور مستقیم موجب افزایش مالی سازی می شود. نتایج حاکی از آن است که اصطکاک تجاری می تواند رفتارهای مالی و تصمیم گیری های کوتاه مدت مدیران را تشدید کند. باتوجه به اینکه پژوهش های پیشین عمدتاً بر تأثیر ویژگی های شخصیتی مدیران بر تصمیم گیری های مالی، واکنش بازار به تغییرات محیطی و ارتباط میان مالی سازی و سرمایه گذاری واقعی متمرکز بوده اند، این پژوهش به طور منحصربه فرد اثر ویژگی های مدیریتی را بر رابطه میان اصطکاک تجاری و مالی سازی شرکت ها بررسی می کند و نقش تعدیلی فرصت طلبی و میانجی کوته بینی مدیران را مورد توجه قرار می دهد.

کلید واژه ها: اصطکاک تجاری، فرصت طلبی مدیران، کوته بینی مدیران، مالی سازی شرکت

طبقه بندی موضوعی: G32, M12, F14

* نویسنده مسئول

محمدقلی زاد، نگین، آشتاب، علی و غیور، فرزاد. (۱۴۰۵). تأثیر اصطکاک تجاری بر مالی سازی شرکت ها با در نظر گرفتن ویژگی های

مدیریتی، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۴ (۴)، ۱-۲۲.



مقدمه

در اقتصاد جهانی امروز، کشورها عمدتاً به منظور کسب سود و افزایش رشد اقتصادی به دنبال تجارت آزاد هستند. تجارت آزاد به عنوان یکی از محرک‌های اصلی توسعه بازارهای بین‌المللی نقش کلیدی در تسهیل تخصیص بهینه منابع و ارتقای رفاه اقتصادی ایفا می‌کند. این سیاست‌ها در چارچوب سازوکارهای حاکم بر اقتصاد جهانی، عمدتاً از طریق توافق‌نامه‌های دوجانبه یا چندجانبه اجرا می‌شوند و کاهش موانع تعرفه‌ای و غیرتعرفه‌ای را به دنبال دارند (Liu et al., 2023). با وجود چنین شرایطی، موانع تجاری همچنان جزء اجتناب‌ناپذیر نظام تجارت بین‌الملل باقی مانده است. به عبارتی با گسترش جهانی شدن اقتصاد، اصطکاک تجاری به عنوان 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 به ویژه میان ایالات متحده و چین، نمونه 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)؛ علاوه بر این، ایالات متحده راهبرد دیگری از اصطکاک تجاری را علیه کشورهای دیگر از جمله ایران به کار گرفته است که شامل وضع تحریم‌های اقتصادی می‌شود. محروم کردن ایران از منابع مالی و اعتباری بین‌المللی یا حداقل دشوار کردن 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 در نهایت به کاهش بازده 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 به جای سرمایه‌گذاری در بخش تولیدی، نگرانی‌های جدی را درباره آینده اقتصاد واقعی و توسعه پایدار شرکت‌ها ایجاد می‌کند. براساس پژوهش‌های صورت گرفته 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). با توجه به پژوهش‌های انجام شده، تحریم‌های اقتصادی به عنوان شوک‌های برون‌زا می‌توانند 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 به تبع آن کاهش بازده سرمایه‌گذاری، با اتخاذ راهبردهای جایگزین برای رسیدن به منافع خود مدیران، درصدد بهبود وضعیت فعلی شرکت برخوانند آمد (Peng et al., 2023). چنین شرایطی معمولاً سبب ظهور یا تشدید ویژگی کوتاه‌بینی مدیران می‌شود که مدیران می‌توانند با تخصیص دارایی‌های مالی شرکت‌ها بر روند آتی شرکت‌ها تأثیر بگذارند (Yang et al., 2023). در صورت پیشبرد راهبرد مدیران کوتاه‌بین و مشارکت در سرمایه‌گذاری بازارهای مالی ممکن است به سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها آسیب وارد شود که این آسیب در صورت نظارت ضعیف هیئت‌مدیره و مهارت مالی کم مدیران می‌تواند تشدید شود (Leng et al., 2023). افزایش تعداد شرکت‌هایی که به جای تمرکز بر فعالیت‌های تولیدی اصلی خود، به سمت فعالیت‌های مالی گرایش پیدا می‌کنند، نگرانی‌هایی را درباره 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.

پژوهش های پیشین به ابعاد مختلفی از تأثیر اصطکاک تجاری و پدیده مالی سازی پرداخته اند؛ برای مثال، مطالعاتی به تأثیر اصطکاک تجاری بر ثبات بازار سهام (Guo et al., 2023) یا تأثیر مالی سازی شرکت بر چسبندگی هزینه (Yu et al., 2023) اشاره کرده اند؛ علاوه بر این، نقش ویژگی های فردی مدیران در تصمیم گیری های شرکتی، از جمله تأثیر کوتاه بینی مدیریتی بر مالی شدن شرکت ها (Pan et al., 2024) و تأثیر منافع شخصی مدیران در مواجهه با شوک های تقاضا (Zhang & Du, 2024)، مورد کاوش قرار گرفته است. این پژوهش ها نشان داده است که مدیران در شرایط عدم قطعیت و کاهش بازده سرمایه گذاری، ممکن است برای رسیدن به منافع خود، راهبردهای جایگزینی اتخاذ کنند که تخصیص دارایی های مالی یکی از آنهاست (Ma, 2024). همچنین در مطالعات پیشین، بخش عمده پژوهش ها بر موضوع مالی سازی و پیامدهای آن و تأثیر ویژگی های شخصیتی مدیران بر تصمیم گیری های مالی، واکنش بازار به تغییرات محیطی و ارتباط بین مالی سازی و سرمایه گذاری واقعی متمرکز بوده و به ویژه در ایران بیشتر بر نقش اصطکاک مالی در تصمیم گیری ها و عملکرد شرکت ها تأکید شده است؛ با این حال، به اصطکاک تجاری به عنوان یکی از عوامل مهم اثرگذار بر ساختار مالی و رفتار شرکت ها کمتر توجه شده و به طور خاص، رابطه آن با مالی سازی شرکت ها در بستر اقتصاد ایران بررسی نشده است. آنچه این پژوهش را از پژوهش های مشابه در این حوزه متمایز می سازد، تأثیر ویژگی های شخصیتی مدیران از جمله کوتاه بینی و فرصت طلبی است که دیدگاه پژوهش را بر ویژگی های مدیریت متمرکز می کند.

مبانی نظری

یکی از شاخص هایی که اقتصاد کشوری را می تواند در مسیر جنگ تجاری قرار دهد، اصطکاک تجاری است. اصطکاک تجاری بیانگر سطوح مختلف اختلاف یا تنش بین شرکای تجاری است که شامل موانع تعرفه ای و غیر تعرفه ای می شود و با قوانین سازمان تجارت جهانی سازگار نیست (Wei, 2013). تحریم های اقتصادی اعمال شده علیه ایران طی چهار دهه اخیر، محدودیت های ساختاری چشمگیری را بر اقتصاد این کشور تحمیل کرده است؛ از جمله مهم ترین این محدودیت ها می توان به اختلال در زنجیره تأمین صنایع داخلی، به ویژه صنایعی اشاره کرد که وابسته به واردات مواد اولیه و قطعات هستند؛ افزون بر آن، تحریم ها مانع از دسترسی ایران به فناوری های پیشرفته و ماشین آلات مورد نیاز برای اجرای طرح های سرمایه گذاری صنعتی شده است؛ در نهایت، این محدودیت ها بازارهای صادراتی ایران را نیز با چالش های جدی مواجه ساخته و از رشد و توسعه بخش های تولیدی کشور کاسته است (Heydari et al., 2021). اصطکاک تجاری از طریق ایجاد موانع تجاری و افزایش عدم اطمینان بر نوسانات تقاضای خارجی تأثیر می گذارد. اعمال تعرفه ها، سهمیه ها و سایر محدودیت های تجاری باعث کاهش تقاضا برای محصولات صادراتی می شود و در نتیجه شرکت ها را با نوسانات شدید در بازارهای هدف مواجه می کند. همچنین سیاست های تجاری محافظه کارانه باعث می شود که شرکت ها به آینده بازارهای خارجی محتاط تر باشند و سرمایه گذاری های خود را کاهش دهند (Liu et al., 2023). در سال های اخیر، اپیدمی کرونا، شیوع تعارض های ژئوپلیتیکی، افزایش ریسک نزولی اقتصاد جهانی و تأثیرات سایر عوامل، همگی در کنار هم وضعیت عدم اطمینان تقاضای خارجی را بیشتر کرده است (Ma, 2024). چنین تغییراتی به نوبه خود شرکت ها را وادار می کند تا تصمیمات تجاری و مالی خود را در پاسخ به تغییرات تقاضا تنظیم کنند که در نهایت بر سطح نسبت دارایی های مالی شرکت ها تأثیر بگذارد (Zhao et al., 2022).

مفهوم مالی سازی به اواخر دهه ۱۹۹۰ و اوایل ۲۰۰۰ میلادی باز می گردد. اگرچه تعاریف متعددی از مالی سازی ارائه شده است، می توان گفت تعریف ارائه شده توسط اورهانگازی (Orhangazi, 2008)، یکی از جامع ترین و پذیرفته شده ترین تعاریف است. بر اساس این تعریف، مالی سازی شامل سه مؤلفه اصلی است: الف) افزایش سرمایه گذاری در ابزارهای مالی، ب) افزایش سهم درآمدهای غیر عملیاتی و ج) افزایش پرداختی به مؤسسات و نهادهای مالی. تعریف دیگری که توسط کریپنر

(Krippner, 2005) ارائه شده است، بر انباشت سرمایه از طریق سودهای غیرمولد تأکید دارد؛ این بدان معناست که بخش درخور توجهی از ثروت جامعه از طریق فعالیت‌های مالی و نه از طریق تولید کالاها و خدمات ایجاد می‌شود. در ادامه تعاریف نظری ارائه شده، بررسی مطالعات تجربی جدید نشان می‌دهد که روند مالی‌سازی در شرکت‌های غیرمالی طی دو دهه 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 فزاینده سهام‌داران برای حداکثرسازی بازده 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؛ علاوه بر این، شواهد تجربی بیانگر آن است که بخش فزاینده‌ای از سود شرکت‌های غیرمالی نه از طریق 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 در حال 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؛ علاوه بر این، 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، نشان‌دهنده تفاوت درک مدیر از زمان است که به‌نوبه خود بر رفتار مدیران و نتایج شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. بلودورن و مارتین (Bluedorn & Martin, 2008) ترجیحات ذهنی مدیران را در فرایندهای تصمیم‌گیری در قالب مفهوم جهت‌گیری زمانی بیان کردند که می‌توان گفت جهت‌گیری کوتاه‌مدت مدیران که به‌عنوان تمایل به اولویت‌دهی به نتایج کوتاه‌مدت و نادیده گرفتن 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 منافع فوری داشته باشند که می‌تواند بلافاصله ارضا شود تا توسعه 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 توسعه بلندمدت شرکت منجر شود؛ علاوه بر این، 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 بازده سریع سوق می‌دهد و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت و نوآوری کاهش می‌یابد. این شواهد تجربی حاکی از آن است که کوته‌بینی مدیران می‌تواند به‌عنوان عاملی تعیین‌کننده در رفتارهای مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها عمل کند و پیامدهای درخور توجهی بر فرایندهای مالی‌سازی و تخصیص منابع داشته باشد.

براساس نظریه نمایندگی به حداکثر رساندن منافع شخصی یکی از ویژگی های اساسی مدیران ارشد است که بیانگر توجه بیش از حد مدیران به منافع شخصی خود است (Qin et al., 2023). ریشه اصلی فرصت طلبی مدیران در شرکت ها را می توان در فرایند جداسازی مالکیت از مدیریت دانست که باوجود اینکه برای عملکرد مؤثر شرکت ضروری است، اما مدیران می توانند 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 آن ها را تأمین کند که این امر می تواند به ضرر سهام داران باشد و به طور کلی به عملکرد شرکت آسیب برساند (Rudolf, 2019). البته باید توجه داشت که در صورتی که سازوکارهای مؤثری برای مهار کژمنشی مدیران وجود نداشته باشد، این رفتارهای فرصت طلبانه تشدید شده و به مالی سازی بیش از حد منجر می شود. هرچند مالی سازی ممکن است در کوتاه مدت سودآور به نظر برسد، در بلندمدت با کاهش سرمایه گذاری در دارایی های واقعی، تضعیف ظرفیت تولیدی و ناپایداری جریان های نقدی، موجب افت عملکرد مالی پایدار شرکت می شود؛ در این راستا، تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی از جمله افزایش استقلال هیئت مدیره، حضور فعال مالکان نهادی، ارتقای شفافیت اطلاعات مالی، به کارگیری کنترل های داخلی مؤثر، و هم راستا کردن پاداش های مدیران با عملکرد بلندمدت شرکت می تواند به کاهش تضاد منافع و بهبود کارایی تخصیص منابع منجر شود (Kasbar et al., 2023)؛ علاوه بر این، باتوجه به دیدگاه اورهانگازی (Orhangazi, 2008) زمانی که فرصت های کسب سود در بازارهای مالی بهتر از بازارهای تولیدمحور باشد، این امر باعث ایجاد انگیزه بیشتر برای سرمایه گذاری در دارایی های مالی و انگیزه کمتر برای سرمایه گذاری در دارایی های واقعی می شود.

مطالعات اخیر نشان می دهد که نوسانات و عدم قطعیت های اقتصادی، از جمله تغییرات ناگهانی در سیاست های اقتصادی و تقاضای خارجی، نقش مهمی در رفتار مالی شرکت ها ایفا می کند. یانگ و چن (Yang & Chen, 2023) با اندازه گیری روند مالی شدن شرکت های غیرمالی نشان دادند که افزایش نااطمینانی سیاست اقتصادی باعث می شود تا شرکت ها دارایی های مالی سوداگرانه (سفته بازی) را کاهش دهند و تخصیص به ارزش دارایی های مالی را افزایش دهند. همچنین لیو و همکاران (Liu et al., 2023) استدلال کردند که عدم قطعیت سیاست های اقتصادی از یک سو می تواند با افزایش نوسانات بازارهای مالی، بازده مورد انتظار سرمایه گذاری ها را بالا ببرد. از سوی دیگر، افزایش هزینه تأمین مالی و ریسک ناشی از این نوسانات، ممکن است بازده واقعی سرمایه گذاری ها را کاهش دهد و جاذبه فعالیت های مالی را برای شرکت ها کمتر کند. به طور خلاصه، نوسانات نامطمئن در تقاضای خارجی بینالمللی، نوسانات کلان اقتصادی و عدم اطمینان سیاست اقتصادی، همگی بر سطح تخصیص دارایی های مالی شرکت ها تأثیر می گذارد؛ بنابراین، در یک محیط اقتصادی نامطمئن، شرکت ها باید بتوانند تصمیمات عملیاتی و مالی خود را به طور منعطف برای پاسخ به تغییرات بازار و حفظ رشد سالم تنظیم کنند؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین می شود:

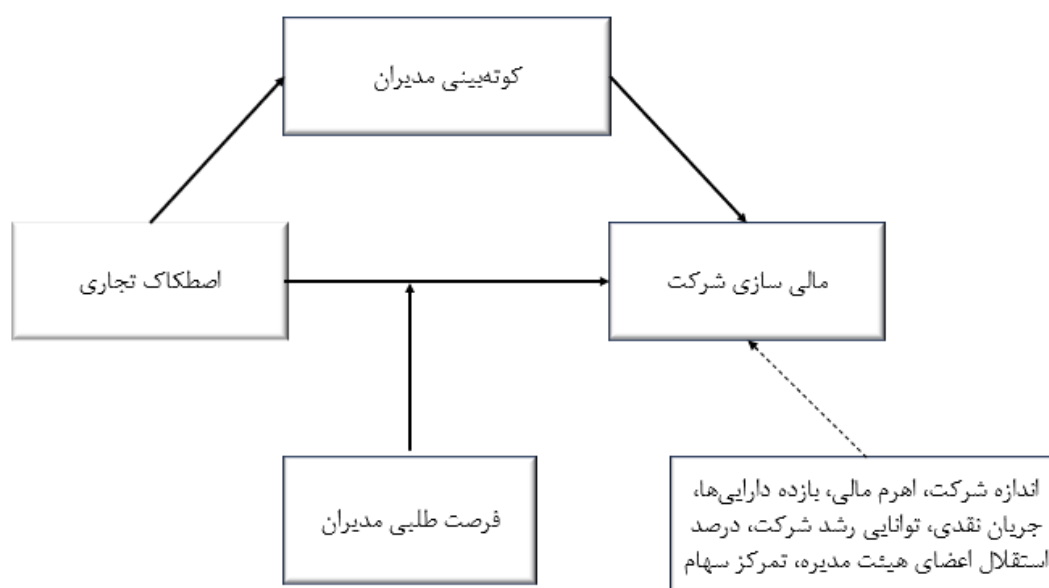
فرضیه اول: اصطکاک تجاری بر مالی سازی شرکت ها تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

از منظر نظریه نمایندگی جنسن و مک کلینگ (Jensen & Meckling, 1976) زمانی که منافع مدیران با منافع ذی نفعان اصلی (به ویژه سهام داران) هم راستا نباشد، مدیران ممکن است به رفتارهای فرصت طلبانه دست بزنند که به جای حداکثرسازی ارزش بلندمدت، منافع کوتاه مدت شخصی آن ها را تأمین کند. در شرایط بروز اصطکاک تجاری مانند افزایش تعرفه ها، محدودیت های صادراتی یا بی ثباتی در زنجیره تأمین، ریسک عملیاتی شرکت ها افزایش می یابد و چشم انداز سودآوری آن ها در حوزه های تولیدی با عدم قطعیت مواجه می شود (Ma, 2024). در چنین شرایطی، مدیران برای کاهش ریسک سود عملیاتی و در نتیجه حفظ پاداش یا امنیت شغلی خود، به استفاده از ابزارهای مالی روی می آورند. این امر به افزایش سرمایه گذاری شرکت ها در دارایی های مالی، اوراق بهادار یا ابزارهای مشتقه به جای سرمایه گذاری در فعالیت های

عملیاتی منجر می‌شود؛ به عبارت 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 عدم اطمینان اقتصادی تمایل دارند برای دستیابی به سود کوتاه‌مدت و محافظت از ارزش بازار خود، به فعالیت‌های مالی به‌جای تولیدی روی آورند؛ در همین راستا مدیران در محیط‌های پرریسک، انگیزه 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، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه دوم: اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها با توجه به فرصت‌طلبی مدیران تأثیر مستقیم و معناداری دارد. اصطکاک تجاری به عنوان مانعی جدی بر سر راه فعالیت‌های تجاری، نه تنها 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 می‌تواند به طور مستقیم بر جایگاه و موقعیت شغلی مدیران تأثیر گذارد و آن‌ها را با تهدیداتی مانند اخراج، کاهش مزایا و پرداخت غرامت مواجه کند. براساس نظریه 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 کوتاه‌بینی مدیران است (Ma, 2024). کوتاه‌بینی در این زمینه، آن‌ها را به سمت اتخاذ تصمیم‌های کوتاه‌مدت سوق می‌دهد. این تهدیدها به نوبه خود، می‌تواند به تقویت تمایل مدیران به اتخاذ تصمیم‌های کوتاه‌مدت و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با بازده سریع (هرچند لزوماً مطلوب در بلندمدت نباشد) بینجامد. این پروژه‌ها بیشتر شامل فعالیت‌های مالی‌سازی، مانند سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی یا سفته‌بازی به جای سرمایه‌گذاری در توسعه عملیات اصلی می‌شود (Guo et al., 2023)؛ بنابراین، فرضیه سوم به شکل زیر تدوین شد:

فرضیه سوم: اصطکاک تجاری از طریق کوتاه‌بینی 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

پیشینه پژوهش

مطالعات متعددی نشان داد که اصطکاک تجاری تأثیر درخور توجهی 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 از جمله فرصت‌طلبی و کوتاه‌بینی 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 به سرعت تغییر می‌دهد. در زمینه ویژگی‌های مدیریتی، ژلنگ و دو (Zhang & Du, 2024) دریافتند که کوتاه‌بینی مدیریتی می‌تواند مالی‌شدن شرکت‌ها را افزایش دهد؛ با این حال، حضور سرمایه‌گذاران نهادی این رابطه را تضعیف می‌کند؛ علاوه بر این، بابازاده و یحیوی (Babazadeh & Yahivi, 2023) نشان دادند که اعتماد به نفس بیش از حد و فرصت‌طلبی مدیران می‌تواند باعث افزایش تأخیر در تعدیل قیمت سهام شود؛ به این ترتیب، ویژگی‌های مدیریتی نقش مهمی در تعدیل یا تقویت اثر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی دارد؛ در نهایت، پیامدهای مالی‌سازی بر عملکرد شرکت‌ها نیز مورد توجه 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. در مقابل، 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؛ علاوه بر این، 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

جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در بازه زمانی ۱۱ ساله 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 مورد بررسی، تغییر سال مالی نداده باشد؛ علاوه بر این به دلیل ماهیت خاص، نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نباشد. با عنایت به شروط ذکر شده تعداد ۱۰۳ شرکت بورسی و فرابورسی به عنوان نمونه نهایی پژوهش در بازه 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 به صورت آنلاین در دسترس است.

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

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

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

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

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

در مدل‌های ۱ تا ۴، FIN درجه مالی‌سازی شرکت‌ها، Trade اصطکاک تجاری، Control شامل متغیرهای کنترلی از جمله: Size اندازه شرکت، Lev اهرم مالی، Roa بازده دارایی‌ها، Cash flow جریان نقدی، Growth توانایی رشد شرکت، Pid درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره، Topi تمرکز سهام، Perk فرصت‌طلبی مدیران و Sight کوتاه‌بینی مدیران است. نحوه 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: درجه 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)
اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها در پایان سال شرکت (Ma, 2024)
بازده 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:	برای اندازه‌گیری فرصت‌طلبی مدیران از کیفیت اقلام تعهدی استفاده شده است. ابتدا کل اقلام تعهدی براساس رویکرد مبتنی بر صورت جریان وجه نقد به صورت اختلاف سود خالص و جریان‌های نقد عملیاتی محاسبه شده است و سپس برای ارزیابی کیفیت اقلام تعهدی شرکت و محاسبه پسماند حاصل، از مدل فرانسیس استفاده شده است (Francis et al., 2005).
فرصت‌طلبی مدیران	$TCA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{i,t} + \alpha_5 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ 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).

تعریف عملیاتی	متغیر
---------------	-------

ابتدا نیاز است برای شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین، سطح موردانتظار بازده دارایی و هزینه بازاریابی و هزینه پژوهش و توسعه طی دوره 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 بازده دارایی‌هاست که براساس نسبت سودخالص بر کل دارایی‌ها سنجیده می‌شود. $Mktg_{i,t}$ سطح موردانتظار هزینه بازاریابی است که برابر نسبت هزینه‌های بازاریابی و فروش بر کل دارایی‌هاست و $R\&D_{i,t}$ سطح موردانتظار هزینه پژوهش و توسعه است که برابر نسبت هزینه‌های پژوهش و توسعه بر کل دارایی‌هاست. پس از محاسبه مقادیر موردانتظار بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و فروش و هزینه پژوهش و توسعه از طریق مدل‌های فوق، مقادیر واقعی را با مقادیر پیش‌بینی‌شده توسط مدل‌های ذکرشده مقایسه کرده و در نهایت باتوجه به میزان اختلاف موجود ($\varepsilon_{i,t}$) شرکت‌ها در ۴ گروه اصلی طبقه‌بندی شده است.

اختلاف مقادیر واقعی و موردانتظار			
گروه	بازده دارایی	هزینه بازاریابی	هزینه پژوهش و توسعه
گروه ۱: شرکت‌های کوتاه‌بین و بازده مثبت	مثبت	منفی	منفی
گروه ۲: شرکت‌های کوتاه‌بین و بازده منفی	منفی	منفی	منفی
گروه ۳: شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده مثبت	مثبت	مثبت	مثبت
		فقط تغییرات یکی مثبت	
گروه ۴: شرکت‌های کوتاه‌بین با بازده منفی	منفی	مثبت	مثبت
		فقط تغییرات یکی مثبت	

متغیر میانجی:
کوتاه‌بینی مدیران

شرکت‌های حاضر در گروه ۱ به‌عنوان شرکت‌های دارای مدیریت کوتاه‌بین در نظر گرفته شده است؛ بنابراین، برای شرکت‌هایی که دارای مدیریت کوتاه‌بین 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 ۹۵ درصد) به‌منظور کاهش اثر داده‌های پرت استفاده شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی داده‌ها

Table (2): Descriptive statistics

متغیر	میانگین	میان	پیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشدگی	جارک برا
درجه مالی سازی 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
فرصت طلبی مدیران	۰/۰۰۲	۰/۰۰۷	۰/۴۹۵	-۰/۶۱۴	۰/۱۱۷	-۰/۴۴۳	۵/۵۶۵	۰/۰۰۰
درصد استقلال اعضای هیئت مدیره	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
بازده دارایی‌ها	۰/۱۸۷	۰/۱۶۵	۰/۸۳۷	-۰/۶۰۷	۰/۱۷۳	۰/۲۸۴	۴/۳۰۷	۰/۰۰۰

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

پس از حذف مشاهدات پرت، به‌منظور اطمینان از عدم وجود نتایج کاذب در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش اقدام شد. به‌منظور بررسی مانایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو و آزمون ایم، پسران و شین استفاده شده است. فرضیه صفر آزمون ریشه واحد مبنی بر نامانایی متغیرها است؛ در همین راستا، فرضیه صفر متغیرهایی چون درجه مالی سازی شرکت، اصطکاک تجاری، جریان نقدی عملیاتی، تمرکز سهام، درصد استقلال اعضای هیئت مدیره و فرصت طلبی مدیران در سطح بدون لحاظ روند زمانی و تفاضل گیری و مابقی متغیرها با تفاضل مرتبه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده است؛ در نتیجه این اطمینان حاصل شد که تمامی متغیرهای استفاده شده در مدل مانا هستند. در صورت مانا نبودن 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 باتوجه به آماره T و سطح معناداری آن، فرضیه صفر این آزمون که مبنی بر عدم وجود هم‌انباشتگی بین متغیرهای پژوهش است رد می‌شود؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل هر دو مدل رابطه بلندمدت وجود دارد؛ بنابراین، با اطمینان از صحت مدل رگرسیونی، مراحل برآورد و تحلیل نتایج انجام شده است.

از آزمون چاو برای مشخص کردن تلفیقی یا تابلویی بودن 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 حاکی از آن است که باتوجه به مقدار آماره فیش (۱۵/۱۰) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیه اول و مقدار آماره فیش (۱۵/۵۲) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیه دوم استفاده از داده‌های تابلویی برای تحلیل فرضیه‌ها مناسب است؛ در همین راستا، مقدار آماره کای دو

(۴۸/۶۶) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیه اول و مقدار آماره کای دو (۵۴/۶۱) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیه دوم حاصل از آزمون هاسمن مؤید آن است که مدل اثرات ثابت به عنوان مدل مناسب برای بررسی هر دو فرضیه انتخاب شده است؛ علاوه بر این، برای تجزیه و تحلیل داده‌های هریک از مدل‌ها نیاز است که قبل از برازش آن‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. باتوجه به ساختار تابلویی داده‌ها با الگوی اثرهای ثابت برای برآورد مدل فرضیه اول و دوم در این پژوهش، از آزمون والد تعدیل شده برای بررسی ناهمسانی واریانس و از آزمون وولدریج برای بررسی خودهمبستگی سریالی اجزای اخلال استفاده شده است.

نتایج آزمون والد تعدیل شده نشان داد که براساس مقدار آماره کای دو (۴۱۷۶/۱۱) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیه اول و مقدار آماره کای دو (۶۴۷۷/۹۷) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیه دوم مدل رگرسیونی فرضیه اول و دوم دارای مشکل ناهمسانی واریانس است؛ در همین راستا، مقدار آماره فیشر (۱۱۷/۲۲۸) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیه اول و مقدار آماره فیشر (۱۲۴/۲۹۹) و سطح معناداری (۰/۰۰۰) برای فرضیه دوم حاصل از آزمون وولدریج، دلالت بر وجود مشکل خودهمبستگی اجزای اخلال دارد؛ بنابراین، برای رفع هم‌زمان مشکل از رویکرد پرایس – وینستون استفاده شده است؛ علاوه بر این، به منظور بررسی هم‌خطی از عامل تورم واریانس برای کسب اطمینان، از عدم وجود رابطه هم‌خطی چندگانه بین متغیرهای توضیحی استفاده شد. نتایج آزمون فرضیه اول به همراه عامل تورم واریانس در جدول (۳) نشان داده شده است.

جدول (۳): نتیجه نهایی فرضیه 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
اندازه شرکت	۰/۱۰۶	۰/۰۵۴	۱/۹۶	۰/۰۵۰	۳/۲۸
بازده دارایی	۰/۲۶۷	۰/۰۶۴	۴/۱۵	۰/۰۰۰	۵/۱۲
درصد استقلال اعضای هیئت مدیره	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			۰/۳۶۷	
آماره والد	۳۷/۰۲		ضریب تعیین		

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

جدول (۴): نتیجه نهایی فرضیه 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
اندازه شرکت	۰/۱۲۳	۰/۰۴۱	۲/۹۹	۰/۰۰۳	۲/۵۹
بازده دارایی	-۰/۰۶۸	۰/۰۲۹	-۲/۳۴	۰/۰۲۰	۱/۲۵
درصد استقلال اعضای هیئت مدیره	-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
فرصت طلبی 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	
آماره والد	۳۵/۲۵				

مدل دوم پژوهش، نقش تعدیلی متغیر فرصت طلبی مدیران را نشان می دهد. باتوجه به نتایج جدول (۴) ضریب فرصت طلبی مدیران*اصطکاک تجاری (۰/۱۱۱) و سطح معناداری آماره والد کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰۱) است. می توان گفت این متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد بر رابطه بین اصطکاک تجاری و مالی سازی شرکت ها تأثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه دوم پژوهش تأیید می شود. همچنین، با بررسی هم خطی متغیرهای این مدل می توان گفت بین متغیرهای توضیحی این مدل، مشکل هم خطی وجود ندارد. نتایج آزمون مدل اول و دوم فرضیه سوم در جداول (۵) و (۶) نشان داده شده است.

جدول (۵): نتایج آزمون مدل اول فرضیه سوم

Table (5): First model of third hypothesis test

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

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
اندازه شرکت	-۰/۰۸۶	۰/۱۴۸	-۰/۵۸۶	۰/۵۵۷
بازده دارایی	۱/۵۲۷	۰/۱۵۲	۱۰/۰۳۹	۰/۰۰۰
درصد استقلال اعضای هیئت مدیره	-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
آماره فیشر	۳/۸۳۲			

جدول (۶): نتایج آزمون مدل دوم فرضیه 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
بازده دارایی	۰/۳۹۳	۰/۰۴۶	۸/۴۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۲۱۸	۰/۰۶۸۸	۳/۱۷	۰/۰۰۲
تمرکز سهام	۰/۰۱۳	۰/۰۲۵	۰/۵۴	۰/۵۸۸
کوتاه‌بینی مدیران	-۰/۰۲۹	۰/۰۰۹	-۳/۰۸	۰/۰۰۲
مقدار ثابت	۰/۲۲۰	۰/۰۳۱	۷/۰۸	۰/۰۰۰
سطح معناداری	۰/۰۰۰	آماره فیشر	۱۰۰/۶۷	

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

جدول (۷): نتایج آزمون سوبل برای فرضیه سوم

Table (7): Sobel test for third hypothesis test

$$Sighte_{i,t} = \alpha_0 + ATrade_{i,t} + \alpha Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Fin_{i,t} = \alpha_0 + BSighte_{i,t} + \alpha Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

سطح معناداری	آماره 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 باتوجه به مقدار آماره تی (۳/۰۳) و سطح معناداری مربوط (۰/۰۳) در سطح اطمینان ۹۵ درصد، کوتاه‌بینی مدیران اثر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت را میانجی‌گری می‌کند و تأثیر مستقیم و معناداری دارد. علاوه بر این، باتوجه به معناداری اثر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی، این میانجی‌گری به‌طور جزئی است؛ بنابراین، فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

باتوجه به اینکه مالی‌سازی شرکت به‌عنوان متغیر وابسته، متغیری با توزیع چوله به راست است، در این پژوهش علاوه بر رگرسیون با رویکرد پرایس – وینستون از رگرسیون توبیت با در نظر گرفتن ماهیت سانسور شده 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 توییت

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	آماره 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
اندازه شرکت	۰/۰۶۱	۰/۰۴۴	۱/۴۱	۰/۱۵۹	۳/۲۸
بازده دارایی	۰/۲۷۹	۰/۰۴۴	۶/۲۴	۰/۰۰۰	۵/۱۲
درصد استقلال اعضای هیئت مدیره	-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	-
آماره والد	۸۰/۲۳		سطح معناداری		۰/۰۰۰

نتایج حاصل از جدول (۸) بیانگر این است که باتوجه به اینکه مقدار آماره Z برابر ۳/۲۵ و سطح معناداری برابر ۰/۰۰۱ است. در سطح اطمینان ۹۵ درصد اصطکاک تجاری بر مالی سازی شرکت ها تأثیر مستقیم و معنادار دارد. با استفاده از نرم افزار ایموس اثر تعدیل گری نوع شرکت بر رابطه بین اصطکاک تجاری و مالی سازی شرکت بررسی شده است. نتایج حاصل در جدول (۹) نشان داده شده است.

جدول (۹): اثر تعدیل گری نوع شرکت

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

آماره کای دو	۰/۰۰۰۹
سطح معناداری	۰/۹۲۶

نتایج حاصل از جدول (۹) بیانگر این است که باتوجه به اینکه مقدار آماره کای دو برابر ۰/۰۰۹ و سطح معناداری برابر ۰/۹۲۶ است؛ بنابراین، نتایج حاصل از این پژوهش، تحت تأثیر نوع شرکت نیست. به عبارتی برای آزمون فرضیه های پژوهش نیازی به بررسی جداگانه شرکت های بورسی و فرابورسی نیست.

نتایج و پیشنهادها

هدف اصلی پژوهش، بررسی تأثیر اصطکاک تجاری بر مالی سازی شرکت ها طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ با تمرکز بر شرکت های صادراتی صنایع مورد بررسی است. نتایج حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد اصطکاک تجاری بر مالی سازی شرکت ها تأثیر مستقیم و معنادار داشته و فرصت طلبی مدیران اثر تعدیل گری مستقیم و معناداری بر رابطه بین اصطکاک تجاری و مالی سازی شرکت ها دارد؛ علاوه بر این، اصطکاک تجاری از طریق کوتاه بینی مدیران بر مالی سازی شرکت تأثیر مستقیم و معنادار دارد. باتوجه به معنادار بودن تأثیر اصطکاک تجاری بر مالی سازی می توان گفت کوتاه بینی مدیران به طور جزئی رابطه بین اصطکاک تجاری و مالی سازی شرکت ها را میانجی گری می کند؛ علاوه بر این نتایج حاصل از این پژوهش،

تحت تأثیر نوع شرکت نیست. به عبارتی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش نیازی به بررسی جداگانه شرکت‌های بورسی و فرابورسی نیست. طبق نتایج به دست آمده، اصطکاک تجاری با ایجاد موانعی در جریان آزاد کالاها و خدمات، به طور مستقیم بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها اثرگذار است. افزایش هزینه‌های تولید، کاهش تقاضا و افزایش ریسک سرمایه‌گذاری ناشی از اصطکاک تجاری، به کاهش سودآوری شرکت‌ها و محدود شدن 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 فرصت طلب می‌تواند بر تصمیمات مالی شرکت‌ها تأثیر بیشتری داشته باشد. این مدیران با اولویت قراردادن منافع شخصی کوتاه مدت بر منافع بلندمدت شرکت، ممکن است از شرایط نامساعد اقتصادی ناشی از اصطکاک تجاری برای کسب سود شخصی سوءاستفاده کنند؛ بنابراین، مدیرانی که دیدگاه کوتاه مدتی به آینده شرکت دارند، تمایل بیشتری به اتخاذ تصمیماتی دارند که منافع کوتاه مدت 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 (از جمله فرصت طلبی و کوتاه بینی) 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 کرده‌اند کوتاه بینی مدیریتی می‌تواند مالی شدن شرکت‌ها را تح تأثیر قرار دهد. همچنین، شواهد گونگ و همکاران (Gong et al., 2023) در خصوص نقش مالی‌سازی در ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری نیز با جهت گیری نتایج حاضر سازگار است؛ علاوه بر این، 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 عدم اطمینان ناشی از اصطکاک تجاری، شرکت‌ها با افزایش ریسک تمایل بیشتری به دارایی‌های مالی پیدا می‌کنند. یافته‌های جین و همکاران (Jin et al., 2022) درباره رابطه معکوس مالی‌سازی با سرمایه‌گذاری ثابت، بیانگر روندی است که در آن شرکت‌ها در مواجهه با فشارهای محیطی به سمت تصمیمات مالی کوتاه مدت و محافظه کارانه تر سوق پیدا می‌کنند.

همچنین، تقویت حاکمیت شرکتی و ایجاد سازوکارهای نظارتی قوی می‌تواند در کاهش اثرات منفی رفتارهای فرصت طلبانه مدیران و بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها مؤثر باشد. سیاست‌گذاران نیز با تدوین سیاست‌های حمایتی از شرکت‌ها و کاهش موانع تجاری، می‌توانند محیط کسب و کار را برای شرکت‌ها بهبود ببخشند و از این طریق بر رشد و توسعه اقتصادی کشور تأثیر مثبت بگذارند؛ علاوه بر این، برای بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها نیاز به پژوهش‌های بیشتری در زمینه طراحی سازوکارهای نوآورانه برای افزایش شفافیت اطلاعات مالی و کاهش ریسک‌های ناشی از شوک‌های خارجی است. به طور کلی، 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. باتوجه به اهمیت روزافزون تأثیر عوامل بین‌المللی نظیر اصطکاک تجاری بر عملکرد مالی شرکت‌ها، به ویژه در شرایط نوسانات اقتصادی و سیاسی، پژوهش‌های آتی در این حوزه می‌تواند به درک دقیق تر روابط میان متغیرهای مدیریتی و فرایندهای مالی کمک کند؛ بر این اساس، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به محورهای زیر شود: الف) باتوجه به تفاوت صنایع در میزان مواجهه با ریسک‌های تجاری و مالی، پیشنهاد می‌شود اثر اصطکاک تجاری بر مالی‌سازی شرکت‌ها به صورت 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 دقیق تری از سازوکارهای رفتاری مدیران فراهم می‌سازد؛ ب) بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی

از جمله تورم و نرخ بهره: این متغیرها می‌تواند به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم بر تصمیمات مالی شرکت‌ها و نحوه واکنش آن‌ها به اصطکاک تجاری تأثیرگذار باشد؛ ج) بررسی اثر تعدیل‌گری مسئولیت اجتماعی بر رابطه 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 نسبت به 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 به نفس بیش از حد مدیران: گرچه پژوهش حاضر بر دو ویژگی فرصت‌طلبی و کوتاه‌بینی تمرکز داشته، ابعاد دیگری از شخصیت مدیران مانند ریسک‌پذیری یا اعتماد به نفس بیش از حد نیز می‌تواند بر نحوه واکنش مدیران به اصطکاک تجاری و اتخاذ تصمیمات مالی اثرگذار باشد.

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

منابع

- بلبازاده کلخوران، مریم، و یحوی کلخوران، نادر (۱۴۰۲). بررسی نقش اعتماد به نفس 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 خائفه، وحید، و بادآور نهندي، یونس (۱۴۰۴). نقش تعدیلی محدودیت مالی بر رابطه بین عدم اطمینان 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 ۱۳۸۸-۱۳۹۸ 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 کوتاه‌بینانه مدیران بر عدم‌تقارن رفتار هزینه و استراتژی‌های متفاوت شرکت. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۰(۱)، ۹۳-۱۱۶.

<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](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. [In 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](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>

