https://amf.ui.ac.ir
Journal of Asset Management and Financing
E-ISSN: 2383-1189
Vol. 13, Issue 1, No. 48, Spring 2025, p 63-80
Received: 03/12/2023 Accepted: 21/10/2024

Research Paper

The Moderating Effect of Financial Constraint on the Relationship between Economic Policy Uncertainty and Corporate Financialization

Vahid Taghizadeh Khanghah
Ph.D., Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran
taghizadeh.v@iaut.ac.ir

Younes Badavar Nahandi *
Associate Professor, Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran
badavarnahandi@iaut.ac.ir

Abstract
Corporate financialization has attracted significant attention from researchers due to its implications for financial stability, economic growth, and income inequality. This phenomenon is profoundly influenced by economic uncertainty and the financial constraints faced by firms. The primary objective of this study was to investigate how financial constraints moderated the relationship between economic policy uncertainty and corporate financing decisions. The sample comprised 125 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). Appropriate regression analyses were conducted following preliminary tests. The findings indicated that economic policy uncertainty had led to a substitution effect between business investment and financial investment. Furthermore, financial constraints were identified as a moderating factor in the relationship between economic policy uncertainty and corporate financing decisions. Additionally, different types of firms demonstrated varying levels of sensitivity and responsiveness to economic policies under diverse economic conditions.
Keywords*:* Company Financialization, Economic Policy Uncertainty, Financial Constraints.
JEL Classification*:* D04, D81, G38

Introduction
In recent years, the real economy has faced unprecedented pressures and risks, resulting in declining investment returns. Concurrently, financial development has increasingly diverged from its role of supporting the real economy, leading to an accumulation of funds within the financial system (Tang & Zhang, 2019). Various factors influence corporate financing; however, these factors cannot be detached from the broader macroeconomic environment. Governments often implement economic reform policies that heighten uncertainty regarding economic policies and increase volatility in financial markets. This raises a critical question: How does economic policy uncertainty influence the allocation of financial assets by companies and how does this, in turn, promote corporate financialization? Previous studies have shown that companies frequently adjust their investment strategies during periods of financial crisis and heightened uncertainty surrounding economic policies (Durnev, 2010). While existing literature has explored the effects of economic uncertainty on various business decisions, such as increasing cash holdings, reducing capital expenditures, and engaging in merger and acquisition activities, there is a notable gap in research specifically addressing the impact of economic uncertainty on corporate financing (Nguyen & Phan, 2017; Gulen & Ion, 2016). Recent empirical studies emphasize the critical role of financial constraints in moderating the effects of economic policy uncertainty on corporate financing. Firms facing financial constraints, such as limited access to external financing, may exhibit heightened sensitivity to economic policy uncertainty, leading to a greater reliance on financing as a risk mitigation strategy (Chun et al., 2023). This study aimed to enhance the existing literature on economic policy uncertainty from the perspective of corporate financing while providing new empirical evidence to elucidate the U-shaped relationship between economic policy uncertainty and corporate financing in emerging markets.

*Corresponding author
Taghizadeh Khanqah, V., & Badavar Nahandi, Y. (2025). The moderating role of financial constraint on the relationship between economic policy uncertainty and corporate financialization. *Journal of Asset Management and Financing*, *13* (1), 63-80.

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.2024.139833.1839

Materials & Methods

To determine the appropriate model for estimating the research framework, the Hausman and Limmer tests were employed, while the Breusch-Pagan test was used to assess heteroscedasticity. The Jarque-Bera test was applied to evaluate the normality of the residuals. To establish the reliability of the research variables, the Levin, Lin, and Chu tests were conducted. Given the significance of the variables, it could be concluded that the regression models designed for hypothesis testing were valid. The independent variable in this study was economic policy uncertainty defined as a situation in which the probabilities of future events are indeterminate; even when potential events are known, their associated probabilities remain uncertain. Following the methodologies of Demir (2009), Tang and Zhang (2019), and Zhou and Guo (2021), this study measured firm financialization using the ratio of financial assets held by firms (i.e., the ratio of financial assets to total assets). Financial assets encompass a range of items, including money market funds, commercial financial assets, marketable securities, held-to-maturity investments, derivative financial instruments, net loans and advances, long-term equity investments, real estate, and dividend and interest receivable.

Findings

The findings indicated that when economic policy uncertainty remained within an optimal range, an increase in such uncertainty could stimulate business investment in tangible assets rather than in financial assets. Conversely, extremely high levels of economic policy uncertainty might lead companies to increase their investments in financial assets. However, excessive investment in financial assets could negatively impact the real economy. Therefore, it was essential for the government to enhance the transparency of its macroeconomic policies and adopt flexible transitions in economic policy to mitigate the adverse effects of excessive financialization, particularly during periods of economic downturn. Simultaneously, companies had to critically assess the risks and opportunities arising from economic policy uncertainty and make informed investment decisions. Furthermore, the findings revealed that financial constraints influenced the relationship between economic policy uncertainty and corporate financialization. This suggested that different types of firms exhibited varying degrees of sensitivity and responsiveness to economic policies under diverse economic conditions. Consequently, these factors had to be taken into account when evaluating the impact of economic policy uncertainty. Firms facing significant financial constraints might need to adjust their capital structures by reallocating financial assets to maintain normal business operations through cash flow management. In contrast, when economic policy uncertainty was high, firms with lower financial constraints might experience reduced operational risks and could leverage their financial resources to invest in financial assets for potentially higher returns.

Discussion & Conclusion

The findings offer valuable insights for policymakers aiming to manage corporate financial levels and mitigate the risk of financial crises. Given the significant impact of economic policy uncertainty on corporate financialization, Iranian policymakers should recognize its adverse effects on the real economy and work to reduce this uncertainty in order to foster a stable business environment for enterprises. Additionally, the government should collaborate with businesses to enhance their financialization channels. When management has access to reliable and substantial financialization services, the likelihood of excessive reliance on financialization products diminishes. Finally, greater attention should be directed toward small enterprises, non-governmental organizations, poorly governed companies, and those experiencing slower growth. These entities often face greater financial constraints and are less equipped to navigate the financial processes necessary for sustainable operations.

مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال سیزدهم، شماره اول، شماره پیاپی (۴۸)، بهار ۱۴۰۴، ص ۶۳-۸۰
تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۹/۱۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۷/۳۰

مقاله پژوهشی

نقش تعدیلی محدودیت مالی بر رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت

وحید تقی‌زاده خانقاه

دکتری تخصصی، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

taghizadeh.v@iaut.ac.ir

یونس بادآور نهندی *

دانشیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

badavarnahandi@iaut.ac.ir

چکیده

مالی‌سازی شرکت‌ها پدیده‌ای اجتناب‌ناپذیر برای مدیریت است که می‌تواند سودهای فوق‌العاده را به‌عنوان مکمل عملیات به دست آورد یا نقدینگی را پوشش دهد تا کمبود موجود نقد را ازطریق نگهداری دارایی‌های مالی جبران کند. از سوی دیگر، اثرات نامطلوب مالی‌سازی بیش‌ازحد، ممکن است رشد پایدار اقتصاد را مختل کند؛ ازاین‌رو هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی بر مالی‌سازی شرکت با نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی است. با استفاده از روش نمونه‌گیری سیستماتیک تعداد ۱۲۵ شرکت برای دورهٔ زمانی ۱۴۰۱-۱۳۹۴ انتخاب می‌شود. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رویکرد داده‌های ترکیبی به روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. نتایج نشان داد که یک رابطهٔ یوشکل بین عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت‌ها وجود دارد. افزایش عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی در سطوح پایین به کاهش سرمایه‌گذاری بر روی دارایی‌های مالی منجر می‌شود؛ اما در سطوح بالا موجب افزایش سرمایه‌گذاری بر روی دارایی‌های مالی می‌شود. علاوه‌براین، یافته‌ها نشان می‌دهد که محدودیت مالی ارتباط بین عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت را تعدیل می‌کند. یعنی رابطهٔ منفی در سطوح پایین و رابطهٔ مثبت در سطوح بالای عدم‌قطعیت، سیاست اقتصادی را تضعیف می‌کند؛ بنابراین، شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی قوی مواجه هستند، میزان سرمایه‌گذاری بر روی دارایی‌های مالی را به‌گونه‌ای تنظیم می‌کنند که باتوجه‌به شرایط اقتصادی، نقدینگی لازم را برای فعالیت‌های تجاری تأمین کند. پژوهش حاضر شواهد تجربی جدیدی را برای آشکارکردن رابطهٔ یوشکل بین عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت ارائه می‌کند؛ به‌علاوه، این مطالعه متفاوت از پژوهش‌های پیشین در کشورهای توسعه‌یافته است و عدم‌قطعیت سیاست‌های اقتصادی را در ایران، به‌عنوان کشوری که قوانین و مقررات حاکمیتی در مدیریت اقتصاد نقش برجسته‌ای دارد، مطالعه می‌کند.

کلیدواژه‌ها: مالی‌سازی شرکت، عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی، محدودیت مالی

طبقه‌بندی JEL: D25, D53, M41

---

* نویسندهٔ مسئول

تقی زاده خانقاه، وحید، بادآور نهندی، یونس. (۱۴۰۳). نقش تعدیلی محدودیت مالی بر رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۱۳ (۱)، ۶۳-۸۰.

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.2024.139833.1839

مقدمه

در سال‌های اخیر، اقتصاد کشورهای پیشرفته گرایش درخور توجهی از بخش واقعی به مجازی داشته‌اند (Zhang & Zhang, 2016). از یک‌سو، اقتصاد واقعی با فشار و ریسک‌های بی‌سابقه‌ای مواجه بوده و بازده سرمایه‌گذاری در حال کاهش است. از سوی دیگر، توسعهٔ مالی به‌تدریج از خدمت به اقتصاد واقعی منحرف و منجر به انباشت وجوه در سیستم مالی شده است. شرکت‌ها بیشتر و بیشتر تمایل دارند در سرمایه‌گذاری‌های مالی شرکت کنند که این، ویژگی‌های برجستهٔ مالی‌سازی را نشان می‌دهد (Tang & Zhang, 2019). عوامل مختلفی بر مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، اما از محیط کلی اقتصاد کلان جدا نیستند. تغییرات در خط‌مشی شرکت‌ها بر محیط عملیاتی و رفتارهای سرمایه‌گذاری آنها تأثیر می‌گذارد (Su & Liu, 2021). ایران برای مدت طولانی در فرایند دگرگونی ساختاری اقتصادی بوده است و دولت، بیشتر سیاست‌های اصلاحات اقتصادی را آغاز کرده که باعث افزایش عدم‌اطمینان در سیاست‌های اقتصادی شده است. همان‌طور که رشد اقتصادی ایران وارد مرحلهٔ «عادی جدید» می‌شود، عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی نیز به بیشترین حد خود می‌رسد. عدم‌قطعیت سیاست‌های اقتصادی تمایل به ایجاد نوسان در بازار مالی و افزایش ریسک‌های تجاری شرکت‌ها را دارد که احتمالاً شرکت‌ها را به سمت سرمایه‌گذاری‌های مالی براساس انگیزه‌های پس‌انداز سفته‌بازانه و احتیاطی سوق می‌دهد؛ بنابراین، سؤال اصلی این است که آیا عدم‌قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر تخصیص دارایی‌های مالی شرکت‌ها و درنتیجه ارتقای مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر خواهد گذاشت.

از سوی دیگر، تغییر سیاست‌های اقتصادی نقش حیاتی در تنظیم و کنترل توسعهٔ اقتصاد کلان دارد. هنگامی که بازیگران اقتصادی نمی‌توانند به طور دقیق پیش‌بینی کنند که دولت چه تغییراتی را در سیاست‌های اقتصادی فعلی ایجاد خواهد کرد، این عدم‌اطمینان خطراتی سیستماتیک به شرکت‌ها تحمیل می‌کند و با تغییر انتظارات بازیگران اقتصادی بر رفتارهای سرمایه‌گذاری آنها تأثیر می‌گذارد (Gulen & Ion, 2016). مطالعات قبلی نشان داده‌اند که شرکت‌ها در طول بحران مالی و عدم‌اطمینان زیاد سیاست‌های اقتصادی، برنامه‌های سرمایه‌گذاری خود را تغییر خواهند داد (Durnev, 2010). عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند باعث نوسان قیمت سهام شود؛ بنابراین، بر قضاوت سرمایه‌گذاران دربارهٔ چشم‌انداز شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. در تنش‌های شدید سیاست‌های اقتصادی، شرکت‌ها ممکن است تصمیمات محافظه‌کارانه‌تری اجرا کنند و تولید و سرمایه‌گذاری را کاهش دهند (Hu et al., 2017). ادبیات موجود، اثرات عدم‌قطعیت اقتصادی بر تصمیمات تجاری شرکت همچون افزایش نگهداشت وجه نقد، کاهش مخارج سرمایه‌ای و فعالیت‌های ادغام و تملک را بررسی کرده‌اند؛ با این وجود پژوهش‌های کمی دربارهٔ تأثیر عدم‌قطعیت اقتصادی بر مالی‌سازی شرکت وجود دارد (Gulen & Ion, 2016; Nguyen & Phan, 2017).

ارتباط بین عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت توجه درخور ملاحظه‌ای را در ادبیات مالی معاصر به خود جلب کرده است. عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی که منعکس‌کنندهٔ پیش‌بینی‌ناپذیربودن سیاست‌های اقتصادی به دلیل بی‌ثباتی سیاسی، تغییرات نظارتی و آشفتگی‌های کلان اقتصادی است، عمیقاً بر فرایندهای تصمیم‌گیری شرکت تأثیر می‌گذارد. شرکت‌هایی که این عدم‌قطعیت‌ها را دنبال می‌کنند، بیشتر استراتژی‌های مالی خود را تعدیل می‌کنند، پدیده‌ای که در مفهوم مالی‌سازی شرکت گنجانده شده است که شامل تخصیص بیشتر منابع به سمت دارایی‌های مالی به‌جای عملیات تجاری سنتی است (Davis, 2017).

مطالعات تجربی اخیر نقش حیاتی محدودیت‌های مالی را در تعدیل تأثیر عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی‌سازی شرکت‌ها برجسته می‌کند. محدودیت‌های مالی که به‌عنوان محدودیت در توانایی شرکت برای دسترسی به تأمین مالی خارجی تعریف می‌شود، شرکت‌ها را مجبور می‌کند تا استراتژی‌های سرمایه‌گذاری خود را تغییر دهند، به‌ویژه در شرایط عدم‌اطمینان شدید (Almeida & Campello, 2007). شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی چشمگیری روبه‌رو هستند، ممکن است

حساسیت بیشتری به عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی نشان دهند که منجر به تغییر بیشتر به سمت مالی‌سازی به‌عنوان یک استراتژی کاهش ریسک می‌شود (Chun et al., 2023).

این مطالعه به دو دلیل به گسترش ادبیات پژوهشی کمک می‌کند؛ ابتدا، نتایج این پژوهش، ادبیات مربوط به عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی را از منظر مالی‌شدن شرکت‌ها غنی می‌کند. پژوهش‌های انجام‌شده نشان می‌دهدکه عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر بگذارد (Kang et al., 2014; Kim & Kung, 2017)، اما تعداد کمی از آنها تأثیر عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی‌شدن شرکت‌ها را مطالعه کرده‌اند. این مطالعه، شواهد تجربی جدیدی را برای آشکارکردن رابطهٔ یوشکل بین عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت ارائه می‌کند؛ به‌علاوه، این مقاله متفاوت از مطالعات قبلی که بیشتر بر کشورهای توسعه‌یافته متمرکز شده‌اند، عدم‌قطعیت سیاست‌های اقتصادی را در ایران، به‌عنوان کشور درحال‌توسعه که قوانین و مقررات حاکمیتی در مدیریت اقتصاد نقش برجسته‌ای دارد، مطالعه می‌کند که از اهمیت بسیاری برخوردار است؛ دوم، این مطالعه مکمل ادبیات مربوط به عوامل مؤثر بر مالی‌شدن شرکت است. برخی از پژوهش‌ها، سازوکار و عوامل تأثیرگذار بر مالی‌سازی شرکت‌ها را بررسی کرده‌اند (Chen et al., 2020; Tang & Zhang, 2019; Zhang & Zheng, 2020)، اما دلایل افزایش مالی‌سازی بیشتر پیچیده است. مطالعهٔ حاضر سعی دارد دلایل این پدیده را از منظر تغییرات اخیر سیاست‌های کلان اقتصادی بررسی کند. در ادامه مبانی نظری و روش انجام پژوهش ذکر می‌شود، سپس مدل و متغیرهای پژوهش همراه یافته‌های پژوهش مطرح می‌شود و درنهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان می‌شود.

مبانی نظری

مالی‌سازی شرکت به افزایش سرمایه‌گذاری‌های مالی، تغییر تدریجی کسب‌وکار اصلی از صنایع واقعی به بخش مالی و افزایش تدریجی درآمد از منابع مالی اشاره دارد. مطالعات نشان داده‌اند که شرکت‌ها دارایی‌های مالی را عمدتاً با انگیزه‌های «پس‌انداز سرمایه» یا «سودجویی سوداگرانه» تخصیص می‌دهند؛ ازاین‌رو، انگیزهٔ «سودجویی سفته‌بازانه» به این واقعیت اشاره دارد که شرکت‌ها عمدتاً برای به دست آوردن بازدهی زیاد در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند (Zhao & Su, 2022). دارایی‌های مالی دارای نقدینگی و بازدهی زیادی هستند که می‌تواند به طور مؤثر هزینه‌های مالی شرکت‌ها را کاهش داده و بازده سرمایه را افزایش دهد. انگیزهٔ «پس‌انداز سرمایه» به این معناست که شرکت‌های غیرمالی انتظار دارند کمبود سرمایه‌گذاری در کسب‌وکار اصلی خود را ازطریق مالی‌سازی جبران کنند و دارایی‌های مالی را به‌عنوان «ابزار مدیریت نقدینگی» برای تسریع در تعدیل ساختار سرمایه و درجهٔ انحراف از ساختار سرمایه عمدتاً به‌منظور ذخیرهٔ احتیاطی در نظر بگیرند (Liu et al., 2024). لی و همکاران (Li et al., 2023) دریافتند که وقتی شرکت‌ها مسئولیت اجتماعی خود را برای کاهش مشکلات مالی خود انجام می‌دهند، سرمایهٔ بیشتری دارند و انتخاب می‌کنند که دارایی‌های مالی بیشتری را به‌منظور سود سفته‌بازی تخصیص دهند.

علاوه‌براین، مالی‌سازی بیش‌ازحد شرکت‌ها ممکن است مانع از توسعهٔ اقتصاد واقعی‌شود و ریسک‌های فراگیر مالی ایجاد کند. پژوهشگران به طور گسترده انگیزهٔ مالی‌شدن شرکت‌ها را مطالعه کرده‌اند. لازونیک (Lazonick, 2012) بر این باور بود که حداکثرکردن ارزش سهام‌داران منجر به مالی‌شدن نهادهای آمریکایی می‌شود. تغییرات نهادی در اهداف و انگیزه‌های حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها را بر آن می‌دارد تا توجه بیشتری به بازار مالی و سودهای کوتاه‌مدت داشته باشند تا مدیران شرکت‌ها تخصیص دارایی‌های مالی بیشتری را انتخاب کنند؛ علاوه‌براین، چن و همکاران (Chen et al., 2024) نیز از نظریهٔ

واحد نهادی[1] برای توضیح مالی‌شدن شرکت استفاده می‌کنند. برخی از شرکت‌ها دسترسی آسان‌تری به تأمین مالی از بانک‌ها دارند و سپس وجوه اضافی خود را ازطریق اعتبار به شرکت‌های دیگر قرض می‌دهند و به‌عنوان نهاد واسطه عمل می‌کنند که منجر به مالی‌سازی شرکت‌ها می‌شود. درحال‌حاضر، عموماً اعتقاد بر این است که کاهش نرخ بازدۀ واقعی اقتصاد عامل مستقیم مالی‌سازی شرکت است (Demir & Ersan, 2017). مالی‌سازی شرکت عمدتاً بر انگیزۀ «پس‌انداز پیشگیرانه[2]» یا «جایگزینی سرمایه‌گذاری[3]» استوار است (Hu et al., 2017). انگیزه‌های مالی‌سازی شرکت‌های واقعی متفاوت است و پیامدهای اقتصادی متفاوتی را در پی دارد. بیشتر مطالعات نشان می‌دهند که رابطۀ «جایگزینی» بین مالی‌سازی شرکت و سرمایه‌گذاری دارایی‌های ثابت، به‌ویژه در دورۀ افزایش قیمت دارایی‌های مالی وجود دارد (Orhangazi, 2008; Demir, 2009). اگرچه مالی‌سازی می‌تواند عملکرد کوتاه‌مدت شرکت‌ها را تحریک کند، بیشتر مطالعات نشان می‌دهند که می‌تواند فعالیت‌هایی را که نوآوری را ترویج می‌کنند، نیز کنار بگذارد (Du et al., 2017; Xu & Xuan, 2021) و پتانسیل رشد کسب‌وکار اصلی، درنتیجه توسعۀ بلندمدت شرکت‌ها را محدود کند (Zhu et al., 2023). همان‌طور که پژوهش‌ها دربارۀ مالی‌شدن شرکت‌ها به‌تدریج تشدید شده است، مجموعه‌ای از ادبیات اخیر شروع به تمرکز بر عوامل مؤثر بر مالی‌شدن شرکت‌ها کرده‌اند. ژانگ و ژنگ (Zhang & Zheng, 2020) دریافتند که سیاست پولی انبساطی برای مالی‌سازی شرکت‌ها حیاتی است؛ علاوه‌براین، تانگ و ژانگ (Tang & Zhang, 2019) دریافتند که ریسک سرمایه‌گذاری دارایی‌های ثابت و نرخ بازده زیادتر دارایی‌های مالی باعث افزایش مالی شرکت می‌شود. گانگ و همکاران (Gong et al., 2023) نشان دادند که کارایی سرمایه‌گذاری موجب رشد مالی‌سازی شرکت می‌شود. درحالی‌که دنگ و همکاران (Deng et al., 2023) بیان می‌کنند که مالی‌سازی ریسک عملیاتی را افزایش می‌دهد. یافته‌های گو و همکاران (Gu et al., 2024) حاکی از ارتباط منفی بین مالی‌سازی شرکت و نوآوری سبز است. یافته‌های وانگ و همکاران (Wang et al., 2024) نیز نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی موجب محدودشدن مالی‌سازی شرکت می‌شود.

عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی به تغییرات غیرمنتظره در سیاست‌های اقتصادی اشاره دارد که افراد اقتصادی نمی‌توانند به‌درستی آن را درک کنند. این عدم‌قطعیت بیشتر شامل ریسک اقتصادی مربوط به سیاست‌های نامشخص آتی دولت است و به طور چشمگیری بر هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها تأثیر می‌گذارد (Gulen & Ion, 2016). پس از بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸، دولت‌ها میزان مداخله در اقتصاد را افزایش داده‌اند و عدم‌قطعیت سیاست‌های اقتصادی در همۀ کشورهای جهان به طور چشمگیری افزایش یافته است (Baker et al., 2016). مجموعۀ بزرگی از ادبیات دربارۀ تأثیر عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی وجود دارد. از منظر فعالیت‌های خانوار، خانوارها معمولاً برخی از خریدهای غیرضروری را قطع می‌کنند و حتی اگر نیاز فوری داشته باشند، از ترس کاهش شدید درآمد آتی، هزینه‌های ضروری را به تأخیر می‌اندازند (Bloom, 2014). از منظر فعالیت‌های سازمانی، بسیاری از پژوهشگران به نتایج یکسانی دست یافتند. سو و لیو (Su & Liu, 2021) دریافتند که افزایش عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی ممکن است فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد واقعی مانند سرمایه‌گذاری دارایی‌های ثابت شرکتی و سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه را متوقف کند. از منظر مؤسسۀ مالی، عدم‌قطعیت زیاد در سیاست اقتصادی می‌تواند باعث کاهش عرضۀ وام مسکن توسط بانک‌ها و درنتیجه کاهش درخور توجهی در استقراض تجاری و هزینه‌های سرمایه‌ای شود.

در این راستا، چندین پژوهش اشاره کرده‌اند که عدم‌قطعیت، همبستگی معکوس چرخه (افت‌کردن در دورۀ رونق و اوج‌گرفتن در دورۀ رکود اقتصادی) با چرخۀ تجاری دارد (Bloom, 2014). این اتفاق اثر ماندگاری بر بازار سرمایه دارد و بر

[1]. Entity Intermediary Theory
[2]. Preventive Saving
[3]. Investment Substitution

بهره‌وری، اشتغال و رشد اقتصادی تأثیر دارد (Vo et al, 2017; Mashayekh & Ahmadiamin, 2022). بسیاری از پژوهشگران دربارهٔ تأثیر عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بر شرکت‌ها را بحث کرده‌اند. برخی با اقتباس از نظریهٔ اختیار واقعی[۱] و اصطکاک مالی[۲] استدلال می‌کنند که شرکت‌ها معمولاً هنگام مواجهه با عدم‌اطمینان، محتاط و محافظه‌کار می‌شوند و سپس سرمایه‌گذاری واقعی را کاهش می‌دهند یا به تعویق می‌اندازند، تا منتظر از بین رفتن عدم‌اطمینان باشند (Kang et al., 2014; Loni et al., 2021). دارابی و همکاران (Darabi et al., 2021) نشان دادند که عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی می‌تواند سقوط قیمت سهام را تشدید کند و منجر به ریسک‌های مالی شود. در مواقع عدم‌قطعیت زیاد، شرکت‌ها تمایل دارند، تا به‌عنوان یک رویکرد پیشگیرانه، پول نقد بیشتری نگهداری کنند (Phan et al., 2019)؛ بااین‌وجود، نظریهٔ سرمایه‌گذاری اختیاری رشد[۳]، معتقد است که عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی دلالت بر اخبار خوب دارد. اگر مدیران، سرمایه‌گذاری را گسترش دهند، می‌توانند سهم بازار را بهبود بخشند و سود مد نظر را افزایش دهند. به طور خاص، برخی از شرکت‌ها در صنایع رقابتی، سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعهٔ خود را در طول دوره‌های عدم‌قطعیت زیاد افزایش می‌دهند (He et al., 2020)؛ علاوه‌براین، سگال و همکاران (Segal et al., 2015) استدلال می‌کنند که عدم‌قطعیت خوب و بد وجود دارد. عدم‌قطعیت خوب با قیمت دارایی و سرمایه‌گذاری همبستگی مثبت دارد؛ درحالی‌که عدم‌اطمینان بد با آن ارتباط منفی دارد؛ بنابراین، شرکت‌ها می‌توانند برای جلوگیری از ضرر ناشی از عدم‌اطمینان، سرمایه‌گذاری را کاهش دهند یا از عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی برای توسعه و رشد بهره ببرند. از منظر ریسک‌پذیری کارآفرینانه، کارآفرینان با شناسایی و درک فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود در عدم‌قطعیت، سرمایه‌گذاری و ایجاد سود را افزایش می‌دهند.

دو دیدگاه متضاد دربارهٔ تأثیر عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی‌سازی شرکت‌ها، ترویج یا مهار مالی‌سازی شرکت‌ها وجود دارد. وقتی چشم‌انداز اقتصادی خوب باشد، عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی اغلب در محدودهٔ مناسبی قرار می‌گیرد. براساس نظریهٔ سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با افزایش عدم‌اطمینان تمایل بیشتری به جست‌وجوی فرصت‌های توسعهٔ آتی و کاهش دارایی‌های مالی خود برای افزایش سرمایه‌گذاری فیزیکی یا سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه دارند (Vo et al., 2017). برعکس، زمانی که عدم‌قطعیت سیاست‌های اقتصادی در سطح زیادی باشد، تغییرات مکرر در سیاست‌های اقتصادی باعث افزایش ریسک‌های عملیاتی و محدودیت‌های مالی شرکت‌ها می‌شود. براساس نظریهٔ پس‌انداز احتیاطی، شرکت‌ها ممکن است دارایی‌های مالی خود را برای مقابله با ریسک‌های نامطمئن افزایش دهند؛ در همین حال، عدم‌قطعیت حق بیمهٔ ریسک و نوسان قیمت محصولات مالی را افزایش می‌دهد (Pastor & Veronesi, 2012)؛ بنابراین، شرکت‌های ریسک‌محور ترجیح می‌دهند با افزایش دارایی‌های مالی خود، سود سرمایه‌گذاری را دنبال کنند؛ علاوه‌براین، زمانی که شرکت‌ها با مشکلاتی در توسعهٔ اقتصادی مواجه هستند، نرخ بازدهٔ مورد انتظار سرمایه‌گذاری واقعی کم است. شرکت‌ها احتمالاً سرمایه‌گذاری فیزیکی را به تأخیر می‌اندازند و سرمایه‌گذاری مالی را نگه می‌دارند و منتظر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر می‌مانند (Kang et al., 2014). به طور خلاصه، شرکت‌ها سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی را افزایش می‌دهند تا از نقدینگی ضروری اطمینان حاصل کنند و درآمد نگهداری اضافی را به دست آورند.

کاهش در سود واقعی سرمایه‌گذاری به دلیل عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند شرکت‌ها را به افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی ترغیب کند (Tang & Zhang, 2019). زمانی که عدم‌قطعیت سیاست‌های اقتصادی در سطح گسترده‌ای باشد، سطح مصرف و عرضهٔ بازار به طور مداوم شکسته و تنظیم مجدد می‌شود. چشم‌انداز توسعهٔ صنعت و سطح قیمت

[1]. Real Options Theory
[2]. Financial Friction
[3]. Growth Option Investment Theory

محصول در حال تغییر بزرگ است و درآمد مد نظر شرکت در عملیات محصول کاهش می‌یابد؛ بنابراین، مدیران به‌احتمال زیاد درگیر دارایی‌های مالی و مستغلات با بازدهٔ کوتاه‌مدت زیاد برای به دست آوردن کنترل مدیریتی مناسب و مقابله با تأثیر نامطلوب سیاست‌های اقتصادی نامطمئن بر کسب‌وکار اصلی هستند (Zhang & Zheng, 2020)؛ در همین حال، عملیات سرمایه ابزاری مناسب برای شرکت‌ها برای دستکاری سود است. شرکت‌ها می‌توانند هزینه‌های افزایش عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی را با مدیریت سود کاهش دهند؛ بنابراین، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند مقادیر زیادی از وجوه را به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری اختصاص دهند و اندازه‌گیری‌های حسابداری بعدی دارایی‌های مالی را برای تعدیل سود دستکاری کنند. دنگ و همکاران (Deng et al., 2023) بیان می‌کنند که ریسک عملیاتی ناشی از عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بسیار بالا باعث می‌شود شرکت‌ها تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی داشته باشند. از سوی دیگر، داس و همکاران (Das et al., 2024) نشان دادند که اثرات مشترک عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک تورم بر دارایی‌های نقدی شرکت مثبت و معنی‌دار است. به طور خلاصه، استدلال می‌شود که عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌شدن شرکت‌ها رابطهٔ خطی ساده نیست و با درجهٔ عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی متفاوت است.

محدودیت‌های تأمین مالی تا حد زیادی دشواری به دست آوردن منابع مالی از محیط اقتصادی خارجی را تعیین می‌کند (Koohkan et al., 2021) که به‌نوبهٔ خود بر دارایی‌های مالی شرکت‌ها اثر می‌گذارد. به‌طورکلی، شرکت‌هایی که محدودیت‌های تأمین مالی کمتری دارند، دسترسی بیشتری به وجوه اختیاری و ازاین‌رو، آزادی بیشتری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری دارند (Taghizadeh & Badavar, 2020)؛ بااین‌وجود، عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند حق بیمهٔ ریسک بازارهای سرمایه و اعتبار و هزینهٔ تأمین مالی خارجی را افزایش دهد و کسب وجوه را برای شرکت‌ها دشوار کند. زمانی که عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی به‌نسبت کم است، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند وجوه را در واحدهای تجاری خود قرار دهند. به دلیل انگیزهٔ ضعیف ریسک، روحیهٔ ریسک‌پذیری کارآفرین ناشی، تا حدی کم‌رنگ خواهد شد. برای شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی کم، جریان نقدی فراوان خواهد بود (Khalili et al., 2024)؛ بنابراین، زمانی که عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی افزایش می‌یابد، به احتمال زیاد شرکت‌ها ترجیح می‌دهند کمتر در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری کنند، تا وجوه بیشتری برای افزایش سرمایه‌گذاری در پروژه‌های آتی به دست آورند (Taheri, 2023)؛ بااین‌وجود، شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی قوی ممکن است نیاز داشته باشند که ساختار سرمایهٔ خود را با تخصیص دارایی‌های مالی تنظیم کنند، تا فعالیت‌های تجاری عادی را از جریان نقدینگی ارتقا دهند. زمانی که درجهٔ عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی زیاد باشد، شرکت‌هایی با محدودیت‌های تأمین‌مالی کمتر با ریسک عملیاتی کمتر ناشی از عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی مواجه می‌شوند؛ در چنین شرایطی ازآنجایی‌که سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی مسدود می‌شوند، شرکت‌ها می‌توانند برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی برای به دست آوردن اعتبار بیشتر به حمایت مالی فراوان تکیه کنند (Zhang & Zhang, 2016). برعکس، شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی قوی ممکن است در توانایی خود برای بهره‌برداری از سرمایه به دلیل جریان‌های نقدی کم، محدود شوند (Dastgir et al., 2019; Han & Qiu, 2007).

تائو و همکاران (Tao et al., 2021) نشان دادند که میزان مالی‌سازی شرکت‌ها با عملکرد پایداری رابطهٔ منفی دارد و رابطهٔ منفی بین دارایی‌های مالی بلندمدت و عملکرد پایداری معنادارتر است. زمانی که شرکتی، غیردولتی یا کوچک مقیاس باشد، مالی‌سازی بر عملکرد پایداری اثر «ازدحام‌کردن» دارد. زمانی که در معرض محدودیت‌های مالی کمتری قرار می‌گیرد، مالی‌سازی اثر «مخزن» بر عملکرد پایداری شرکت دارد. ما و هائو (Ma & Hao, 2022) بیان می‌کنند که عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی باعث افزایش درخور توجهی در سطح محدودیت‌های مالی شرکت می‌شود. یافته‌ها نشان داد که توسعهٔ مالی، تأثیر نامطلوب عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بر محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد. توسعهٔ مالی افزایش هزینهٔ سرمایه و کاهش

چشمگیر جریان نقدی ناشی از افزایش عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی را به دنبال دارد که ازطریق آن عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بر محدودیت‌های مالی اثر می‌گذارد. ژائو و سو (Zhao & Su, 2022) نشان می‌دهند زمانی که عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی در محدودهٔ مناسبی باشد، افزایش عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بعید است که شرکت‌ها را وادار به افزایش سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی کند. در مقابل، ریسک عملیاتی ناشی از عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بسیار زیاد، باعث می‌شود شرکت‌ها تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی داشته باشند. یافته‌های رن و همکاران (Ren et al., 2023) نشان می‌دهد که افزایش عدم‌اطمینان در سیاست‌های اقلیمی، تأثیر منفی بر مالی‌سازی شرکت‌ها دارد؛ درحالی‌که شرکت‌های انرژی‌بر بیشترین تأثیر را دارند. اگرچه عدم‌قطعیت دربارهٔ مسائل زیست‌محیطی بر اندازهٔ دارایی‌های مالی شرکت‌ها اثر منفی می‌گذارد، تأثیر آن برای انواع مختلف دارایی‌های مالی متفاوت است. آنها نشان دادند که دولت باید سیاستی پایدار را در مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی حفظ کند، تا از آسیب‌رساندن به فعالیت‌های شرکت توسط تغییرات مکرر سیاست جلوگیری کند.

چنگ و مارسن (Cheng & Marsen, 2023) نشان دادند که عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی، مالی‌شدن شرکت را تشدید می‌کند. پژوهش‌ها بیشتر نشان می‌دهد که محدودیت‌های تأمین مالی ممکن است عاملی باشد که عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی را تشدید کند. اثرات تشدید به‌ویژه در شرکت‌هایی با این ویژگی‌ها برجسته است: شرکت‌هایی با اندازهٔ کوچک، شرکت‌های غیردولتی، حاکمیت شرکتی ضعیف و شرکت‌هایی که در مرحلهٔ رشد کم هستند. به‌طورکلی، نتایج آنها توضیح جدیدی برای رفتار مالی‌سازی شرکت‌ها در بازارهای سرمایه در حال ظهور ارائه می‌دهد؛ درنهایت، ژو و همکاران (Zhu et al, 2023) نشان می‌دهند که مالی‌سازی شرکت‌ها بر کارایی نوآوری تأثیر منفی دارد. یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطهٔ منفی غیرخطی بین مالی‌شدن شرکت و کارایی نوآوری وجود دارد و زمانی که سطح محدودیت مالی افزایش می‌یابد، اثر بازدارندگی مالی‌سازی شرکت بر کارایی نوآوری کاهش می‌یابد.

باتوجه‌به شواهد به دست آمده در بازارهای درحال‌توسعه و توسعه‌یافته، اثرات عدم‌قطعیت زیاد در سیاست اقتصادی بر مالی‌سازی شرکت‌ها و نحوهٔ عملکرد آن توسط پژوهشگران به‌طور کامل بررسی نشده است؛ بنابراین، این مطالعه با تجزیه‌وتحلیل اینکه چگونه عدم‌قطعیت زیاد در سیاست اقتصادی بر مالی‌شدن شرکت‌ها اثر می‌گذارد، فرضیه‌های زیر را مطرح می‌کند:

فرضیهٔ اول: رابطهٔ یو(U)شکل بین عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت وجود دارد.

فرضیهٔ دوم: رابطهٔ یو(U)شکل بین عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی برای شرکت‌هایی با محدودیت‌های تأمین مالی کمتر، قوی‌تر است.

روش پژوهش

جامعهٔ آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را شامل می‌شود که از این شرایط برخوردار باشند: شرکت‌های جزوصنعت سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی و شرکت‌های هلدینگ و بانک‌ها از نمونه حذف شدند، زیرا ماهیت آنها متفاوت از شرکت های غیرمالی است؛ به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی منتهی به پایان اسفند باشد؛ شرکت‌ها در دورهٔ پژوهش، تغییر سال مالی نداده باشند تا بتوان با اطمینان بیشتری نتایج را تحلیل کرد؛ شرکت‌هایی که وقفهٔ معاملاتی بیش از ٦ماه داشته باشند، حذف شدند، زیرا این شرکت‌ها بازار فعالی در مقایسه با شرکت‌های بررسی‌شده ندارند.

باتوجه‌به معیارهای ذکرشده، ۱۲۵ شرکت (۱۰۰۰ سال ــــ شرکت) طی هفت سال (۱۳۹٤-۱٤۰۱) برای آزمون فرضیه‌ها انتخاب شدند. از رویکرد داده‌های ترکیبی به روش داده‌های تابلویی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است.

به‌منظور آزمون فرضیهٔ اول و دوم از رابطهٔ ۱ و ۲ استفاده شده است. نحوهٔ محاسبهٔ هریک از متغیرهای پژوهش در ادامه

ذکر شده است:

رابطهٔ (۱)
$$FIN_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_1 EPU_{i,t}^2 + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 MBV_{i,t} + \alpha_7 AGE_{i,t} + \alpha_8 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این رابطه EPU عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی، $FIN_{i,t}$ مالی‌سازی شرکت، $SIZE_{i,t}$ اندازهٔ شرکت، $LEV_{i,t}$ اهرم مالی، $ROA_{i,t}$ بازدهٔ دارایی، $MBV_{i,t}$ فرصت‌های سرمایه‌گذاری، $AGE_{i,t}$ سن شرکت، $CFO_{i,t}$ نسبت جریان‌های نقد عملیاتی است.

رابطهٔ (۲)
$$FIN_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 EPU_{i,t}^2 + \alpha_3 FC_{i,t} + \alpha_4 EPU_{i,t} \times FC_{i,t} + \alpha_5 EPU_{i,t}^2 \times FC_{i,t} + +\alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 LEV_{i,t} + \alpha_8 ROA_{i,t} + \alpha_9 MBV_{i,t} + \alpha_{10} AGE_{i,t} + \alpha_{111} CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این رابطه $FC_{i,t}$ محدودیت مالی است.

متغیر مستقل این پژوهش، عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی است. عدم‌اطمینان در اقتصاد به وضعیتی اشاره دارد که در آن، احتمال وقوع حوادث آتی را نتوان تعیین کرد و درصورتی‌که این پیشامدها مشخص و معلوم باشند، احتمال‌های مربوط به وقوع این پیشامدها در دسترس نباشد. زمانی که هریک یا هر دو این موارد پیش می‌آید، تصمیم‌گیری نسبت‌به آینده پیچیده و مشکل خواهد بود و ازاین‌رو فضای نااطمینانی بر تصمیمات حاکم می‌شود. اگر تغییرات آتی در متغیرهای اقتصادی از مجموع تغییرات پیش‌بینی‌شده و پیش‌بینی‌نشدهٔ متغیر به دست آید، آنگاه نااطمینانی متغیر اقتصادی شامل تغییرات پیش‌بینی‌نشده از متغیرها خواهد شد.

در مطالعهٔ حاضر با استفاده از روش دمیر و ارسان (Demir & Ersan, 2017) شاخص بی‌ثباتی اقتصاد کلان به‌صورت رابطهٔ ۳ محاسبه شده است.

رابطهٔ (۳)
$$MII_t = \frac{\left(\frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}}\right)}{\delta_{CPI}} + \frac{\left(\frac{EX_t - EX_{t-1}}{EX_{t-1}}\right)}{\delta_{EX}} + \frac{\left(\frac{M2_t - M2_{t-1}}{M2_{t-1}}\right)}{\delta_{M2}}$$

مجموع وزنی درصد تغییر در سطح عمومی قیمت‌ها (CPI)، درصد تغییر در نرخ ارز غیررسمی (EX) و درصد تغییر در حجم نقدینگی$(M2)$ تعریف شده است. اطلاعات مالی مربوط به سطح عمومی قیمت‌ها و نرخ ارز از سایت وزارت امور اقتصاد و دارایی استخراج شده است. وزن هر متغیر معکوس انحراف معیار است. مقدار بیشتر این شاخص به معنای بی‌ثباتی بیشتر است.

به پیروی از پژوهش شو و همکاران (Shu et al., 2020) مالی‌سازی با استفاده از متغیر نسبت دارایی‌های مالی به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است. دارایی‌های مالی شامل وجوه پولی، دارایی‌های مالی تجاری، دارایی‌های مالی قابل فروش، سرمایه‌گذاری‌های نگهداری‌شده تا سررسید، دارایی‌های مالی مشتقه، خالص وام‌ها و پیش‌پرداخت‌های اعطایی، سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت سهام، املاک و مستغلات سرمایه‌گذاری، سود سهام دریافتنی و بهره دریافتنی است.

عدم‌تقارن اطلاعاتی بین دو طرف عرضهٔ وجوه در محیط طبیعی بازار وجود دارد که دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی خارجی را محدود می‌کند و درنتیجه محدودیت تأمین مالی را ایجاد می‌کند. این وضعیت به دلیل تضاد بین عرضه و تقاضای سرمایه است. مطالعات موجود در روشی که متغیرهای محدودیت تأمین مالی در نظر گرفته می شوند، انعطاف‌پذیرتر هستند. معیارهای محدودیت مالی شامل شاخص KZ، شاخص WW و شاخص SA هستند. برای جلوگیری از تداخل درون‌زایی، هادلاک و پییرس (Hadlock & Pierce, 2010) با استفاده از دو متغیر برون‌زا یعنی اندازه و سن شرکت، یک شاخص SA را بر ساس رویکرد شاخص KZ ساختند که با استفاده از رابطهٔ ٤ محاسبه می‌شود.

رابطهٔ (٤)
$$SA = -0.737 \times \text{Ln SIZE} + 0.043 \times \text{Ln SIZE}^2 - 0.04 \times \text{AGE}$$

$SIZE$ لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها، AGE سن شرکت برابر با سال تأسیس شرکت لغایت سال جاری.

بعد از مرتب‌سازی داده‌های پژوهش، شرکت‌های حاضر در پنجک چهارم و پنجم به‌عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی درنظر گرفته شده‌اند. به شرکت‌های دارای محدودیت مالی عدد ۱ و به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی عدد ۰ تعلق گرفته است. جدول ۱ مطالب بالا را به‌صورت شفاف‌تر ارائه می‌کند:

جدول (۱): تعیین شرکت‌های دارای محدودیت مالی

Table (1): Determining companies with financial constraints

گروه‌بندی شرکت‌ها	پنجک ۱	پنجک ۲	پنجک ۳	پنجک ٤	پنجک ٥
شرکت‌های بدون محدودیت مالی	۰ تا ۲۰٪	۲۰٪ تا ٤۰٪	٤۰٪ تا٦۰٪	٦۰٪ تا ۸۰٪	۸۰٪ تا ۱۰۰٪
	*	*	*		
شرکت‌های با محدودیت مالی				*	*

با اقتباس از پژوهش‌های رن و همکاران (Ren et al., 2023)، لیو و همکاران (Liu et al., 2024) و ژائو و سو (Zhao & Su, 2022) در زمینهٔ مالی‌سازی شرکت، از متغیرهای کنترلی زیر برای کنترل تغییرات متغیر وابستهٔ مالی‌سازی شرکت استفاده شده است: اندازهٔ شرکت ازطریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود. انتظار می‌رود در شرکت‌های بزرگ به دلیل گسترش عملیات شرکت و نیاز به تولید فناوری و افزایش عایدات و فرصت‌های زیاد سرمایه‌گذاری، میزان فرایند مالی‌شدن با سرعت بیشتری در مقایسه با شرکت‌های کوچک انجام شود. اهرم مالی ازطریق تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. شرکت‌های با اهرم مالی زیاد به دلیل متورم‌شدن بدهی توانایی تبدیل دارایی‌های فیزیکی به دارایی‌های مالی را ندارند. برای این رویه، ابتدا باید میزان بدهی‌های خود را کاهش دهند، سپس فرایند مالی‌سازی را به دلیل برخورداری از مزیت‌های پایدار برگزینند. بازده دارایی از تقسیم سود قبل از کسر مالیات بر کل دارایی‌ها به دست آمده است. شرکت‌های سودآور به دلیل توان عملیاتی زیاد و جریان‌های نقدی سودآور انگیزهٔ بیشتری برای مالی‌سازی دارند؛ زیرا انجام این فرایند هرچند مزیت‌هایی برای شرکت‌ها دارد، فرایند تبدیل آن نیز با هزینه‌های زیادی همراه است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن محاسبه شده است.

شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری را دارند، توانایی تأمین مالی گزینه‌های سودآور را دارند؛ بنابراین، این شرکت‌ها ممکن است از فرایند مالی‌سازی شرکت برای انتخاب بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کنند، تا علاوه‌بر افزایش ارزش شرکت به دنبال جذب سرمایه‌گذاران جدید نیز باشند. سن شرکت براساس لگاریتم زمان بین تأسیس اولیهٔ شرکت و زمان حال شرکت (برحسب سال) اندازه‌گیری شده است. شرکت‌هایی که در مرحلهٔ بلوغ قرار می‌گیرند، از شرکت‌های در مرحلهٔ تولد و رشد توانایی بیشتری در انجام فرایند مالی‌سازی دارند، به‌طوری‌که سهم این شرکت‌ها به طور چشمگیری بیشتر از سایر شرکت‌ها است. جریان‌های نقدی از تقسیم خالص جریان‌های نقد عملیاتی بر ارزش دفتری دارایی‌های محاسبه شده است. مطابق انتظار، شرکت‌های با جریان‌های نقد عملیاتی مثبت، توانایی پیاده‌سازی استراتژی مالی‌سازی را دارند؛ درحالی‌که شرکت‌های با جریان‌های نقدی منفی به دلیل انباشت خریدهای مربوط به دارایی‌های فیزیکی، توانایی کمتر در انجام مالی‌سازی دارند.

یافته‌ها

جدول ۲ آمار توصیفی پژوهش را نشان می‌دهد:

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (2): Descriptive statistics of research variables

نام متغیرها	میانگین	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر
مالی‌سازی شرکت	۰/۱۲٤	۰/۰۸۳	۰/۱۱۰	۰/۰۰۰	۰/٤٦۱
عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی	۰/۱۸۵	۰/۰۷۳	۰/۱٤٦	۰/۰۰۱۳	۰/۳۸۹
سن شرکت	۳/٤۳۵	۰/٦٤۳	۳/۰۲۷	۱/۰۹۳	٤/٦۹٤
جریان‌های نقد عملیاتی	۰/۲۱۳	۰/۱٤۵	۰/۱۷۵	-۰/۱۷۹	۰/۵۳۲
اندازهٔ شرکت	۱۱/۸۹	۰/۵۳٦	۱۱/۸٤	۱۰/۸۰	۱۳/۲۷
اهرم مالی	۰/۵۷۱	۰/۱۳۹	۰/٤۵٦	۰/۰۵٦	۰/۷۸۳
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۲/۰۵٤	۰/۹۸٤	۱/٦۷۰	۰/۰۹۵	۷/٤۵۳
بازده دارایی	۰/۱۵۳	۰/۱۵۵	۰/۱۱٤	-۰/۰۸٦	۰/۷٦۱

میانگین مالی‌سازی شرکت برابر ۰/۱۲٤ است که نشان می دهد ۱۲/٤درصد از سهم کل دارایی‌ها را دارایی‌های مالی تشکیل می‌دهد؛ درعین‌حال، بیشترین سطح دارایی‌های مالی از کل دارایی‌ها در ترازنامه حدود ٤٦درصد است که نشان‌دهندهٔ تمایل احتمالی مالی‌شدن بیش‌ازحد در برخی بنگاه‌ها است. میانگین عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی برابر ۰/۱۸۵ است. حداقل مقدار مالی‌سازی شرکت برابر با ۰/۰۰۰ است و نشان می‌دهد که سهم برخی از شرکت‌ها در دارایی‌های مالی صفر است. بزرگ‌ترین مقدار برای متغیر اندازهٔ شرکت برابر ۱۱/۸۹ است. میانگین فرصت‌های سرمایه‌گذاری برابر ۲/۰۵٤ است و نشان می‌دهد که ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بیشتر از ارزش دفتری آن بوده است. میانگین بازدهٔ دارایی‌ها ۰/۱۵۳ و نشان می‌دهد که شرکت‌ها ازطریق به‌کارگیری دارایی‌ها اقدام به تولید سود به میزان ۱۵/۳درصد کرده‌اند.

قبل از آزمون تحلیلی فرضیه‌ها پایایی متغیرها بررسی شد. سپس برای تعیین الگوی مناسب برای تخمین مدل پژوهش از آزمون F لیمر و هاسمن و برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان استفاده شد. نتایج نشان داد که ناهمسانی واریانس در مدل‌های رگرسیونی وجود ندارد. سطح معنی‌داری آمارهٔ جارک ـ برا نشان داد که اجزای اخلال از توزیع نرمال برخوردار هستند. یافته ها نشان داد که آماره احتمال آزمون لوین، لین و چو برای تمام متغیرها کمتر از سطح اطمینان ۵درصد است؛ درنتیجه فرض صفر مبنی بر عدم‌مانایی متغیرها رد می‌شود و بنابراین تمام متغیرها ماناست. با مانابودن متغیرها می‌توان نتیجه گرفت که مدل‌های طراحی‌شده برای فرضیه‌های دارای مشکل رگرسیون کاذب نخواهند بود.

فرضیهٔ اول ارتباط یوشکل عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت را بررسی می‌کند.

جدول (۳): ارتباط یو شکل بین عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت

Table (3): U-shaped relationship between economic policy uncertainty and corporate financialization

نام متغیرها	ضرایب	خطا	t	سطح معناداری	هم‌خطی
عدد ثابت	-۰/۰۶۳	۰/۰۷۰	-۰/۹۰۰	۰/۳۶۸	۱/٤۲۱
$EPU_{i,t}$	-۰/۱۲۱	۰/۰۲۷	-٤/۳۲۵	۰/۰۰۰	۱/۰۳۵
$EPU_{i,t}^{2}$	۰/۱۹٦	۰/۰٤۵	٤/۳۵۵	۰/۰۰۰	۱/۳٦۵
$SIZE_{i,t}$	۰/۱۰۹	۰/۰۳٤	۳/۱۸۲	۰/۰۰۲	۲/۱٦۷
$LEV_{i,t}$	-۰/۲۹۱	۰/۱۱۸	-۲/٤۵۸	۰/۰۱٤	۱/۰۳٦
$ROA_{i,t}$	۰/۱۷۹	۰/۱۱٦	۱/۵۳۰	۰/۱۲۷	۱/۳۹۸
$MBV_{i,t}$	۰/۰۱٤	۰/۰۰٤	۳/۱٤۲	۰/۰۰۲	۱/۷٤۱
$AGE_{i,t}$	۰/۰۰۳	۰/۳۳۲	۳/۰۰۱	۰/۰۰۳	۱/۱۲٤
$CFO_{i,t}$	۰/۱۱٦	۰/۰٤۰	۲/۸۵۳	۰/۰۰٤	۱/۳٤۱
R^2 تعدیل‌شده	۰/٤۰۱				
دوربین واتسون		۱/۹۳٦			
		۱/۷۷۸D_U=		۱/۵۵٦D_L=	
F آماره	۹/۳۹٤				
احتمال آمارهF	۰/۰۰۰				
سطح معنی‌داری F لیمر	۰/۰۰۰				
سطح معنی‌داری هاسمن	۰/۰۰۰				
ناهمسانی - معنی‌داری	۳/۲۱۰			۰/۱۳٦	
جارک برا- معنی‌داری	۱/۵۲۱			۰/۲٦٤	

جدول ۳ نشـان می‌دهد که $EPU_{i,t}$ به طور منفی (۰/۱۲۱-) با مالی‌سـازی شـرکت مرتبط اسـت؛ درحالی‌که رابطهٔ مثبت (۰/۱۹٦) بین $EPU_{i,t}^{2}$ و مالی‌سازی شرکت در سطح اطمینان ۹۹درصد وجود دارد. این نشان می‌دهد رابطهٔ غیرخطی یوشکل بین عدم‌اطمینان سیاسـت اقتصـادی و مالی‌سازی وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل‌شدهٔ مدل‌های فرضیهٔ اول نشان می‌دهد که ٤۰/۱درصـد از تغییرات متغیر وابستهٔ مالی‌سازی شرکت توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها تبیین‌پذیر است. آماره دوربین واتسـون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تأیید کرد که خطاها یا تفاوت مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی‌شـده به‌وسـیلهٔ مدل‌های رگرسیون از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچک‌تر از ۰/۰۱درصـد است که حاکی از معنی‌داری کل مدل اسـت. مقدار آماره هم‌خطی بین ۱ تا ۱۰ اسـت؛ بنابراین، می توان بیان کرد که بین متغیرهای پژوهش هیچ نوع هم‌خطی وجود ندارد. سـطح معنی‌داری آماره F لیمر و هاسـمن نشـان می‌دهد که برازش مدل پژوهش به‌صـورت داده‌های تابلویی به کمک مدل اثرهای ثابت انجام گرفته است. آماره بروش-پاگان گادفری نیز نشان می‌دهد که ناهمسانی واریانس بین فرضیه‌های پژوهش وجود ندارد.

فرضیهٔ دوم تأثیر محدودیت مالی بر رابطهٔ بین عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت را بررسی می‌کند. نتایج آزمون فرضیهٔ دوم در جدول ٤ آمده است.

جدول (٤): تأثیر تعدیلی محدودیت مالی بر رابطهٔ بین عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت

Table (4): The moderating effect of financial restrictions on the relationship between economic policy uncertainty and corporate financialization

نام متغیرها	ضرایب	خطا	t	سطح معناداری	هم خطی
C	-۰/۰۸۹	۰/۰۷۹	-۰/۸۹٦	۰/۳٦٤	۱/۰۳٤
$EPU_{i,t}$	-۰/٦۰۹	۰/۱۱۱	-٥/۳٥٤	۰/۰۰۰	۱/۸۷۳
$EPU_{i,t}^2$	۰/۱۹۲	۰/۰٥۷	۳/۲۲۷	۰/۰۰۱	۲/۰۳۸
$FC_{i,t}$	۰/۱٤۹	۰/۰٤۷	۲/۹۹٦	۰/۰۰۳	۱/٦٦۳
$EPU_{i,t} \times FC_{i,t}$	۰/۳۰۹	۰/۱۳٦	۲/۲٤۸	۰/۰۲٥	۱/۹۳۷
$EPU_{i,t}^2 \times FC_{i,t}$	-۰/۲۸۷	۰/۱٤۲	-۲/۰۲۱	۰/۰٤۲	۱/۱۹۳
$SIZE_{i,t}$	۰/۱۱٥	۰/۰۳٦	۳/۱۹۳	۰/۰۰۰۳	۲/٤٥٦
$LEV_{i,t}$	-۰/۰۱٤	۰/۰۰٥	-۲/۰٦٤	۰/۰٤۰	۱/۹٥۸
$ROA_{i,t}$	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۸۲۸	۰/٤۰۸	۲/۰۹٤
$MBV_{i,t}$	۰/۱٤٥	۰/۰٥٥	۲/٥٦۹	۰/۰۱۱	۱/۳۲۰
$AGE_{i,t}$	۰/۰۸۸	۰/۰۸٤	۱/۰۳۲	۰/۳۰۳	۲/۰٦٤
$CFO_{i,t}$	۰/۱۷٥	۰/۰٥۲	۳/۳٦٥	۰/۰۰۰	۱/۷۷۷
R^2 تعدیل‌شده	۰/٥۷٤				
دوربین واتسون	۱/۸٥۷				
	D_U= ۱/۷۸٤			D_L= ۱/٥۳۱	
F آماره	۱۰/۹٥۷				
احتمال آماره F	۰/۰۰۰				
سطح معنی‌داری F لیمر	۰/۰۰۰				
سطح معنی‌داری هاسمن	۰/۰۰۰				
آزمون تفاوت ضرایب	آماره پترنوستر= ۲/٤٥٦				
ناهمسانی- معنی‌داری	۲/۸٦۰		۰/۱٥۷		
جارک برا- معنی‌داری	۱/۲٦٥		۰/۳٥٥		

یافته‌ها نشان می‌دهد که ضریب $EPU_{i,t}$ به طور چشمگیری منفی و ضریب $EPU_{i,t}^2$ پس از در نظر گرفتن محدودیت‌های مالی به طور درخور توجهی مثبت است. این نشان می‌دهد که هنوز رابطهٔ Uشکل بین عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت وجود دارد. ضرایب $EPU_{i,t} \times FC_{i,t}$ مثبت و ضرایب $EPU_{i,t}^2 \times FC_{i,t}$ منفی هستند که نشان می‌دهد محدودیت‌های تأمین مالی می‌تواند تأثیر عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی را بر مالی‌سازی شرکت تضعیف کند؛ بنابراین، فرضیهٔ دوم در سطح اطمینان ۹٥درصد پذیرش می‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شدهٔ مدل‌های فرضیهٔ اول نشان می‌دهد که ٥۷/٤درصد از تغییرات متغیر وابستهٔ مالی‌سازی شرکت توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها تبیین‌پذیر است.

آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است و می‌توان تأیید کرد که خطاها یا تفاوت مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی‌شده به‌وسیلهٔ مدل‌های رگرسیون از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچک‌تر از ۰/۰۱درصد است که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. مقدار آماره هم‌خطی بین ۱ تا ۱۰ است؛ بنابراین، می‌توان بیان کرد که بین متغیرهای پژوهش هیچ نوع هم‌خطی وجود ندارد. سطح معنی‌داری آماره F لیمر و هاسمن نشان می‌دهد که برازش مدل

پژوهش به‌صورت داده‌های تابلویی به کمک مدل اثرهای ثابت انجام گرفته است. آماره بروش-پاگان گادفری نیز نشان می‌دهد که ناهمسانی واریانس بین فرضیه‌های پژوهش وجود ندارد.

نتیجه‌گیری

با وقوع مکرر رویدادهای «قوی سیاه» در سیاست و اقتصاد جهانی، مطالعهٔ عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی توجه بیشتری را به خود جلب کرده است. از سوی دیگر، مالی‌سازی شرکتی اهمیت فزایندهٔ فعالیت‌های مالی و سرمایه‌گذاری را در استراتژی‌های تجاری کلی شرکت‌های غیرمالی برجسته می‌کند. این پدیده باتوجه‌به پیامدهای آن برای ثبات مالی، رشد اقتصادی و نابرابری درآمد توجه گسترده‌ای را در میان پژوهشگران به خود جلب کرده است؛ اما موضوعی که باید به آن اشاره کرد این است که مالی‌سازی شرکت دارای مزایا و معایبی است و ممکن است در برخی اقتصادها معایب آن ازطریق رفتارهای فرصت‌طلبانهٔ مدیران ایجاد شود و مشکلاتی را در زمینهٔ قابلیت اتکای مدارک حسابداری ایجاد کند. هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیلی محدودیت مالی در بررسی رابطهٔ بین عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت است.

اولاً، یافته‌ها نشان می‌دهد که وقتی عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی در محدودهٔ مناسبی باشد، افزایش عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی به تحریک سرمایه‌گذاری تجاری در واحدها به‌جای سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی کمک می‌کند. در مقابل، عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی بسیار زیاد ممکن است، باعث شود شرکت‌ها سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی را افزایش دهند. بدین ترتیب مقدار کم عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی موجب کاهش فرایند مالی‌سازی شرکت و عدم‌قطعیت زیاد در سیاست اقتصادی موجب افزایش فرایند مالی‌سازی شرکت می‌شود. درحقیقت، شرکت‌هایی که بیش‌ازحد در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند، می‌توانند تأثیر منفی بیشتری بر اقتصاد واقعی بگذارند؛ بنابراین، دولت باید دید سیاست‌های کلان اقتصادی خود و انعطاف‌پذیری انتقال سیاست‌های اقتصادی را افزایش دهد، تا از تأثیر نامطلوب مالی‌شدن بیش‌ازحد به دلیل تغییرات مکرر در سیاست‌های اقتصادی بر اقتصاد واقعی در مواقع ضعف اقتصادی جلوگیری کند؛ در همین حال، شرکت‌ها باید ریسک‌ها و فرصت‌های ناشی از عدم‌قطعیت سیاست‌های اقتصادی را به‌صورت منطقی ببینند و تصمیمات علمی سرمایه‌گذاری بگیرند. نتایج این پژوهش، سازگار با یافته‌های گانگ و همکاران (Gong et al., 2023) است که نشان می‌دهد مالی‌سازی شرکت موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود؛ اما اگر مالی‌سازی بیش‌ازحد در شرکت وجود داشته باشد، کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند. همچنین نتایج این پژوهش با یافته‌های دنگ و همکاران (Deng et al., 2023) نیز هم‌راستا است که نشان می‌دهند ریسک عملیاتی با مالی‌سازی شرکت مرتبط است.

ثانیاً، یافته‌ها نشان می‌دهد محدودیت‌های تأمین مالی بر رابطهٔ بین عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت تأثیر دارد. این نشان می‌دهد که انواع مختلف بنگاه‌ها ازنظر حساسیت و پاسخ به سیاست‌های اقتصادی در شرایط مختلف اقتصادی متفاوت هستند؛ بنابراین، این عوامل باید در درک تأثیر عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی در نظر گرفته شوند. با فراگیرشدن همه‌گیری کوید-۱۹ در جهان، عدم‌اطمینان بیشتر در اقتصاد جهانی ایجاد شد. این امر مستلزم حفظ ثبات و تداوم سیاست‌ها و بررسی تأثیرات احتمالی آنها برای تضمین توسعهٔ پایدار بازار و بنگاه‌ها در هنگام تدوین سیاست‌های کلان اقتصادی است.

نتایج این پژوهش برای سیاست‌گذارانی مفید است که می‌خواهند سطح مالی شرکت را مدیریت کنند که می‌تواند منجر به بحران مالی شود. ازآنجایی‌که عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی تأثیر درخور توجهی بر مالی‌شدن شرکت‌ها دارد، سیاست‌گذاران ایران باید از اثرات زیان‌آور عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی بر اقتصاد واقعی آگاه باشند و سعی کنند عدم‌قطعیت سیاست اقتصادی را کاهش دهند تا محیط تجاری پایدار برای شرکت‌ها فراهم کنند؛ علاوه‌براین، دولت باید با شرکت‌ها برای گسترش کانال تأمین مالی آنها همکاری کند؛ زیرا زمانی که مدیریت بتولند خدمات تأمین مالی درخور توجه و مطمئنی را تجربه کند، احتمال کمتری دارد که محصولات مالی بیش‌ازحد را در اختیار داشته باشد؛ درنهایت، دولت باید توجه بیشتری به شرکت‌هایی داشته باشد که با محدودیت مالی مواجه هستند، تا این شرکت‌ها برای ادامهٔ روند مالی‌سازی با آسیب‌پذیری کمتری مواجه شوند.

محدودیت پژوهش دسترسی به داده‌های مربوط به مالی‌سازی شرکت و عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی بود که موجب کاهش تعداد نمونهٔ پژوهش شده است. به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که نقش تعدیلی متنوع‌سازی شرکتی بر رابطهٔ بین عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت را بررسی کنند. ارتباط بین ریسک نقدشوندگی و مالی‌سازی شرکت با تأکید بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت نیز از موضوعاتی است که می‌تواند برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد شود.

منابع

تقی‌زاده خانقاه، وحید، و بادآور نهندی، یونس (۱۳۹۹). ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری. *دانش حسابداری*، ۱۱(۲)، ۲۰۹–۲۳۸. https://jak.uk.ac.ir/article_2518.html

خلیلی، یاسمن، محمدی، مهدی، و یزدانی، آزاده (۱٤۰۳). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر معاملات اعتباری و ارزش شرکت با تأکید بر نقش معاملات اعتباری. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۲(۱)، ۱۷–۳٦. https://doi.org/10.22108/amf.2024.139534.1832

دارابی، رویا، سرابی، سمیرا، و تقوی قاسم‌آباد، فاطمه (۱٤۰۰). تأثیر عدم‌اطمینان سیاست اقتصادی با استفاده از معیارهای ریسک مالی و ریسک اقتصادی بر ریسک سقوط سهام. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۱۰(٤۰)، ٤۷–٦۲. https://www.iaaaas.com/article_145158.html

دستگیر، محسن، ساکیانی، امین، و صالحی، نازنین (۱۳۹۸). تأثیر محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن اثر اقلام تعهدی. *دانش حسابداری*، ۱۰(۱)، ٦۷–۹۰. https://doi.org/10.22103/jak.2019.12395.2734

طاهری، ماندانا (۱٤۰۲). محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها و رابطهٔ آن با استراتژی‌های تأمین مالی با تأکید بر نقش تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۱(۲)، ۱–۱۸. https://doi.org/10.22108/amf.2023.135738.1769

کوه‌کن، فرهاد، شورورزی، محمدرضا، مسیح‌آبادی، ابوالقاسم، و مهرآذین، علیرضا (۱٤۰۰). بررسی اثر حسابگری ذهنی سرمایه‌گذاران بر سیاست‌های تأمین مالی و رشد اقتصادی از دیدگاه گزارشگری مالی. *پژوهش های رشد و توسعه اقتصادی*، ۱۱(٤۳)، ۱۲٥–۱۳٦. https://doi.org/10.30473/egdr.2019.48536.5395

لونی، سمیه، عباسیان، عزت‌اله، و حاجی، غلامعلی (۱٤۰۰). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۲)، ۲٤۹–۲٦۸. https://doi.org/10.22059/frj.2021.310437.1007069

مشایخ، شهناز، و احمدی امین، الهه (۱٤۰۱). تأثیر نقدینگی و فرصت سرمایه‌گذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی. *دانش حسابداری*، ۱۳(۱)، ۸۳–۹٦. https://jak.uk.ac.ir/article_3176.html

References

Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460. https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019

Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636. http://hdl.handle.net/10.1093/qje/qjw024

Bloom, N. (2014). Fluctuations in uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153-176. https://doi.org/10.1257/jep.28.2.153

Chen, J., Zhou, F., He, Z., & Fu, H. (2020). Second-generation succession and the financialization of assets: An empirical study of Chinese family firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(14), 3294-3319. https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1695592

Chen, X., Cao, Y., Cao, Q., Li, J., Ju, M., & Zhang, H. (2024). Corporate financialization and digital transformation: Evidence from China. *Applied Economics*, 56(57), 7876–7891. https://doi.org/10.1080/00036846.2023.2289903

Cheng, Z., & Masron, T. A. (2023). Does economic policy uncertainty exacerbate corporate financialization? Evidence from China. *Applied Economics Letters*, 31(11), 1028-1036. https://doi.org/10.1080/13504851.2023.2168605

Chun, H., Harjato, M., & Song, H. (2023). Economic policy uncertainty and corporate donation: Evidence from private firms in Korea. *Review of Managerial Science*, 17(2), 909–939. https://doi.org/10.1007/s11846-022-00550-8

Darabi, R., Sarae, S., & Tagavi, F. (2021). The effect of economic policy uncertainty using financial risk and economic risk criteria on stock crash risk. *Journal of Accounting and Auditing Studies*, 10(40), 47-62. https://www.iaaaas.com/article_145158.html [In Persian].

Das, B. C., Hasan, F., & Sutradhar, S. R. (2024). The impact of economic policy uncertainty and inflation risk on corporate cash holdings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62, 865-887. https://doi.org/10.1007/s11156-023-01224-6

Dastgir, M., Sakiyani, A., & Salehi, N. (2019). Effects of financial constraints on crash risk of future stock price in view of the effects of abnormal accruals. *Journal of Accounting Knowledge*, 10(1), 67-90. https://doi.org/10.22103/jak.2019.12395.2734[In Persian].

Davis, L. E. (2017). Financialization and investment: A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, 31(5), 1332-1358. https://doi.org/10.1111/joes.12242

Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189-200. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.001

Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment, and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314-324. https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002

Deng, M., Fang, X., Lyu, Q., & Luo, W. (2023). How does corporate financialization affect operational risk? Evidence from Chinese listed companies. *Economic Research*, 36(3), 1-21. https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2165526

Du, Y., Zhang, H., & Chen, J. (2017). The impact of financialization on future development of real Enterprises' core business: Promotion or inhibition. *China Industrial Economics*, 12(1), 113-131. https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=2474807 Durnev, A. (2010). The real effects of political uncertainty: Elections and investment sensitivity to stock prices. *SSRN*. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1549714

Gong, C. M., Gong, P., & Jiang, M. (2023). Corporate financialization and investment efficiency: Evidence from China. *Pacific-Basin Financial Journal*, 79(2), 82-105. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102045

Gu, Y., Zhang, W., Sha, L., & Wang, L. (2024). Research on corporate financialization and green innovation: Moderating role of CEO's individual characteristics. *Chinese Management Studies*, 18(4), 1130-1148. https://doi.org/10.1108/CMS-11-2022-0415

Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564. https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050

Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940. http://hdl.handle.net/10.1093/rfs/hhq009

Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.05.002

He, F., Ma, Y., & Zhang, X. (2020). How does economic policy uncertainty affect corporate innovation? Evidence from China listed companies. *International Review of Economics and Finance*, 67, 225-239. https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.01.006

Hu, Y. M., Wang, X. T., & Zhang, J. (2017). The motivation for financial asset allocation: Reservoir or substitution? Evidence from Chinese listed companies. *Economic Research Journal*, 52, 181-194. https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=3437965

Kang, W., Lee, K., & Ratti, R. A. (2014). Economic policy uncertainty and firm-level investment. *Journal of Macroeconomics*, 39, 42-53. https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2013.10.006

Khalili, Y., Mohammadi, M., & Yazdani, A. (2024). The Effect of economic policy uncertainty on credit transactions and firm value with an emphasis on the role of credit transactions, *Journal of Asset Management and Financing*, 12(44), 17-36 https://doi.org/10.22108/amf.2024.139534.1832[In Persian].

Kim, H., & Kung, H. (2017). The asset redeployability channel: How uncertainty affects corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 30(1), 245-280. https://doi.org/10.1093/rfs/hhv076

Koohkan, F., Shourvarzi, M., Masihabadi, A., & Mehrazin, A. (2021). The impact of investors' mental accounting on financing policies and economic growth from financial reporting perspective. *Economic Growth and Development Research*, 11(43), 125-136. https://doi.org/10.30473/egdr.2019.48536.5395[In Persian].

Lazonick, W. (2012). The financialization of the US Corporation: What has been lost, and how it can be regained. *Seattle UL Rev*, 36(2), 857-909. https://digitalcommons.law.seattleu.edu/sulr/vol36/iss2/17/

Li, W. Chen, L. He, S. (2023). The effect of enterprise financialization on green innovation: Evidence from Chinese A-share non-financial listed enterprises. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(5), 56802–56817. https://doi.org/10.1007/s11356-023-26377-8

Liu, Y., Jin, D., Liu, Y., & Wan, Q. (2024). Retraction note: Digital finance, corporate financialization and

enterprise operating performance: An empirical research based on Chinese A-share non-financial enterprises, *Electronic Commerce Research*, 23(5), 231–256. https://doi.org/10.1007/s10660-024-09845-2

Loni, S., Abbasian, E., Haji, G. (2021). The effect of economic policy uncertainty on corporate investment: Evidence from companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 23(2), 249-268. https://doi.org/10.22059/frj.2021.310437.1007069[In Persian].

Ma, H., & Hao, D. (2022). Economic policy uncertainty, financial development, and financial constraints: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 79, 368-386. https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.027

Mashayekh, S., Ahmadiamin, E. (2022). The Impact of Liquidity and Investment Opportunity on Investment Decisions Moderated by Financial Constraints, *Journal of Accounting Knowledge*, 13(1), 83-96. https://jak.uk.ac.ir/article_3176.html [In Persian].

Nguyen, N. H., & Phan, H. V. (2017). Policy uncertainty and mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 613-644. https://doi.org/10.1017/S0022109017000175

Orhangazi, O. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863-886. https://doi.org/10.1093/cje/ben009

Pastor, Ľ., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x

Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71-82. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.001

Ren, X., Li, W., Duan, K., & Zhang, X. (2023). Does climate policy uncertainty really affect corporate financialization?, *Environment, Development and Sustainability*, 26, 4705-4723. http://dx.doi.org/10.1007/s10668-023-02905-x

Segal, G., Shaliastovich, I., & Yaron, A. (2015). Good and bad uncertainty: Macroeconomic and financial market implications. *Journal of Financial Economics*, 117(2), 369-397. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.05.004

Shu, J., Zhang, C., & Zheng, N. (2020). Financialization and sluggish fixed investment in Chinese real sector firms. *International Review of Economics and Finance*, 69, 1106-1116. https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.12.008

Su, K., & Liu, H. (2021). Financialization of manufacturing companies and corporate innovation: Lessons from an emerging economy. *Managerial and Decision Economics*, 42(4), 863-875. https://doi.org/10.1002/mde.3278

Taghizadeh, K., V., & Badavar, N. Y. (2020). The relationships between managerial overconfidence, internal financing and investment efficiency. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(2), 209-238. https://jak.uk.ac.ir/article_2518.html [In Persian].

Taheri, M. (2023). The relationship between financing restrictions and financing strategies: An emphasis on the mediating role of corporate governance. *Journal of Asset Management and Financing*, 11(2), 1-18. https://doi.org/10.22108/amf.2023.135738.1769 [In Persian].

Tang, H., & Zhang, C. (2019). Investment risk, return gap, and financialization of non-listed non-financial firms in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 58, 101213. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101213

Tao, L., Chen, L., & Li, K. (2021). Corporate financialization, financing constraints, and environmental investment. *Sustainability*, 13(24), 14040. https://doi.org/10.3390/su132414040

Vo, L. V., & Le, H. T. T. (2017). Strategic growth option, uncertainty, and R&D investment. *International Review of Financial Analysis*, 51, 16-24. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.03.002

Wang, L., Gu, Y., & Liu, W. (2024). Family involvement and corporate financialization: Evidence from China. *International Journal of Managerial Finance*, 20(3), 627-650. https://doi.org/10.1108/IJMF-11-2022-0513

Xu, X., & Xuan, C. (2021). A study on the motivation of financialization in emerging markets: The case of Chinese non-financial corporations. *International Review of Economics and Finance*, 72, 606–623. https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.12.026

Zhang, C., & Zhang, B. (2016). The falling real investment puzzle: A view from financialization. *Economic Research Journal*, 12, 32–46. https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=2474799

Zhang, C., & Zheng, N. (2020). Monetary policy and financial investments of nonfinancial firms: New evidence from China. *China Economic Review*, 60, 101420. https://doi.org/10.1016/j.chieco.2020.101420

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

Zhu, J., Tang, Y., Wei, Y., Wang, S., & Chen, Y. (2023). Corporate financialization, financing constraints, and innovation efficiency—Empirical evidence based on listed Chinese pharmaceutical companies. *Frontiers in Public Health*, 11, 1085148. https://doi.org/10.3389/fpubh.2023.1085148.