



<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
badavamahandi@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 Khanghah, 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.



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.

مقاله پژوهشی

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

وحید تقی زاده خانقاه

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

taghizadeh.v@iaut.ac.ir

یونس بادآور نهندي

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

badavarnahandi@iaut.ac.ir

چکیده

مالی سازی شرکت ها پدیده ای اجتناب ناپذیر برای مدیریت است که می تواند سودهای فوق العاده را به عنوان مکمل عملیات به دست آورد یا نقدینگی را پوشش دهد تا کمبود نقد را از طریق نگهداری دارایی های مالی جبران کند. از سوی دیگر، اثرات نامطلوب مالی سازی بیش از حد، ممکن است رشد پایدار اقتصاد را مختل کند؛ از این رو هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر مالی سازی شرکت با نقش تعدیل گری محدودیت مالی است. با استفاده از روش نمونه گیری سیستماتیک تعداد ۱۲۵ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۴۰۱ انتخاب می شود. برای آزمون فرضیه های پژوهش از رویکرد داده های ترکیبی به روش داده های تابلویی استفاده می شود. نتایج نشان داد که یک رابطه یوشکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت ها وجود دارد. افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی در سطوح پایین به کاهش سرمایه گذاری بر روی دارایی های مالی منجر می شود؛ اما در سطوح بالا موجب افزایش سرمایه گذاری بر روی دارایی های مالی می شود. علاوه بر این، یافته ها نشان می دهد که محدودیت مالی ارتباط بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت را تعدیل می کند. یعنی رابطه منفی در سطوح پایین و رابطه مثبت در سطوح بالای عدم قطعیت، سیاست اقتصادی را تضعیف می کند؛ بنابراین، شرکت هایی که با محدودیت های مالی قوی مواجه هستند، میزان سرمایه گذاری بر روی دارایی های مالی را به گونه ای تنظیم می کنند که با توجه به شرایط اقتصادی، نقدینگی لازم را برای فعالیت های تجاری تأمین کند. پژوهش حاضر شواهد تجربی جدیدی را برای آشکار کردن رابطه یوشکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت ارائه می کند؛ به علاوه، این مطالعه متفاوت از پژوهش های پیشین در کشورهای توسعه یافته است و عدم قطعیت سیاست های اقتصادی را در ایران، به عنوان کشوری که قوانین و مقررات حاکمیتی در مدیریت اقتصاد نقش برجسته ای دارد، مطالعه می کند.

کلیدواژه ها: مالی سازی شرکت، عدم اطمینان سیاست اقتصادی، محدودیت مالی

طبقه بندی JEL: D25, D53, M41

* نویسنده مسئول

تقی زاده خانقاه، وحید، بادآور نهندي، یونس. (۱۴۰۳). نقش تعدیلی محدودیت مالی بر رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی سازی

شرکت. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۳ (۱)، ۶۳-۸۰.



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، توسعه مالی به تدریج 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 برجسته 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 عدم اطمینان در سیاست‌های اقتصادی شده است. همان‌طور که رشد اقتصادی ایران وارد مرحله «عادی جدید» می‌شود، عدم قطعیت سیاست اقتصادی نیز به بیشترین حد خود می‌رسد. عدم قطعیت 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 عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی بر تخصیص دارایی‌های مالی شرکت‌ها و در نتیجه ارتقای مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر خواهد گذاشت.

از سوی دیگر، تغییر سیاست‌های اقتصادی نقش حیاتی در تنظیم و کنترل توسعه 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 عدم اطمینان 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 عدم اطمینان زیاد سیاست‌های اقتصادی، برنامه‌های سرمایه‌گذاری خود را تغییر خواهند داد (Durnev, 2010). عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند باعث نوسان قیمت سهام شود؛ بنابراین، بر قضاوت سرمایه‌گذاران درباره 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 عدم قطعیت 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 درباره تأثیر عدم قطعیت اقتصادی بر مالی‌سازی شرکت وجود دارد (Gulen & Ion, 2016; Nguyen & Phan, 2017).

ارتباط بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت توجه درخور ملاحظه‌ای را در ادبیات مالی معاصر به خود جلب کرده است. عدم قطعیت سیاست اقتصادی که منعکس‌کننده پیش‌بینی‌پذیر نبودن سیاست‌های اقتصادی به دلیل بی‌ثباتی سیاسی، تغییرات نظارتی و آشفتگی‌های کلان اقتصادی است، عمیقاً بر فرایندهای تصمیم‌گیری شرکت تأثیر می‌گذارد. شرکت‌هایی که این عدم قطعیت‌ها 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 به جای عملیات تجاری سنتی است (Davis, 2017).

مطالعات تجربی اخیر نقش حیاتی محدودیت‌های مالی را در تعدیل تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی‌سازی شرکت‌ها برجسته می‌کند. محدودیت‌های مالی که به عنوان 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 عدم اطمینان شدید (Almeida & Campello, 2007). شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی چشمگیری روبه‌رو هستند، ممکن است

حساسیت بیشتری به عدم قطعیت سیاست اقتصادی نشان دهند که منجر به تغییر بیشتر به سمت مالی سازی به عنوان یک استراتژی کاهش ریسک می شود (Chun et al., 2023).

این مطالعه به دو دلیل به گسترش ادبیات پژوهشی کمک می کند؛ ابتدا، نتایج این پژوهش، ادبیات مربوط به عدم قطعیت سیاست اقتصادی را از منظر مالی شدن شرکت ها غنی می کند. پژوهش های انجام شده نشان می دهد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی می تواند بر تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها تأثیر بگذارد (Kang et al., 2014; Kim & Kung, 2017)، اما تعداد کمی از آنها تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی شدن شرکت ها را مطالعه کرده اند. این مطالعه، شواهد تجربی جدیدی را برای آشکار کردن رابطه یوشکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت ارائه می کند؛ به علاوه، این مقاله متفاوت از مطالعات قبلی که بیشتر بر کشورهای توسعه یافته متمرکز شده اند، عدم قطعیت سیاست های اقتصادی را در ایران، به عنوان کشور در حال توسعه که قوانین و مقررات حاکمیتی در مدیریت اقتصاد نقش برجسته ای دارد، مطالعه می کند که از اهمیت بسیاری برخوردار است؛ دوم، این مطالعه مکمل ادبیات مربوط به عوامل مؤثر بر مالی شدن شرکت است. برخی از پژوهش ها، سازوکار و عوامل تأثیرگذار بر مالی سازی شرکت ها را بررسی کرده اند (Chen et al., 2020; Tang & Zhang, 2020; Zhang & Zheng, 2019)، اما دلایل افزایش مالی سازی بیشتر پیچیده است. مطالعه حاضر سعی دارد دلایل این پدیده را از منظر تغییرات اخیر سیاست های کلان اقتصادی بررسی کند. در ادامه مبانی نظری و روش انجام پژوهش ذکر می شود، سپس مدل و متغیرهای پژوهش همراه یافته های پژوهش مطرح می شود و در نهایت نتیجه گیری و پیشنهادها بیان می شود.

مبانی نظری

مالی سازی شرکت به افزایش سرمایه گذاری های مالی، تغییر تدریجی کسب و کار اصلی از صنایع واقعی به بخش مالی و افزایش تدریجی درآمد از منابع مالی اشاره دارد. مطالعات نشان داده اند که شرکت ها دارایی های مالی را عمدتاً با انگیزه های «پس انداز سرمایه» یا «سودجویی سوداگرانه» تخصیص می دهند؛ از این رو، انگیزه «سودجویی سفته بازانه» به این واقعیت اشاره دارد که شرکت ها عمدتاً برای به دست آوردن بازدهی زیاد در دارایی های مالی سرمایه گذاری می کنند (Zhao & Su, 2022). دارایی های مالی دارای نقدینگی و بازدهی زیادی هستند که می تواند به طور مؤثر هزینه های مالی شرکت ها را کاهش داده و بازده سرمایه را افزایش دهد. انگیزه «پس انداز سرمایه» به این معناست که شرکت های غیرمالی انتظار دارند کمبود سرمایه گذاری در کسب و کار اصلی خود را از طریق مالی سازی جبران کنند و دارایی های مالی را به عنوان «ابزار مدیریت نقدینگی» برای تسریع در تعدیل ساختار سرمایه و درجه انحراف از ساختار سرمایه عمدتاً به منظور ذخیره احتیاطی در نظر بگیرند (Liu et al., 2024). لی و همکاران (Li et al., 2023) دریافتند که وقتی شرکت ها مسئولیت اجتماعی خود را برای کاهش مشکلات مالی خود انجام می دهند، سرمایه بیشتری دارند و انتخاب می کنند که دارایی های مالی بیشتری را به منظور سود سفته بازی تخصیص دهند.

علاوه بر این، مالی سازی بیش از حد شرکت ها ممکن است مانع از توسعه اقتصاد واقعی شود و ریسک های فراگیر مالی ایجاد کند. پژوهشگران به طور گسترده انگیزه مالی شدن شرکت ها را مطالعه کرده اند. لازونیک (Lazonick, 2012) بر این باور بود که حداکثر کردن ارزش سهام داران منجر به مالی شدن نهادهای آمریکایی می شود. تغییرات نهادی در اهداف و انگیزه های حاکمیت شرکتی، شرکت ها را بر آن می دارد تا توجه بیشتری به بازار مالی و سودهای کوتاه مدت داشته باشند تا مدیران شرکت ها تخصیص دارایی های مالی بیشتری را انتخاب کنند؛ علاوه بر این، چن و همکاران (Chen et al., 2024) نیز از نظریه

واحد نهادی^۱ برای توضیح مالی شدن شرکت استفاده می کنند. برخی از شرکت ها دسترسی آسان تری به تأمین مالی از بانک ها دارند و سپس وجوه اضافی خود را از طریق اعتبار به شرکت های دیگر قرض می دهند و به عنوان نهاد واسطه عمل می کنند که منجر به مالی سازی شرکت ها می شود. در حال حاضر، عموماً اعتقاد بر این است که کاهش نرخ بازده واقعی اقتصاد عامل مستقیم مالی سازی شرکت است (Demir & Ersan, 2017). مالی سازی شرکت عمدتاً بر انگیزه «پس انداز پیشگیرانه^۲» یا «جایگزینی سرمایه گذاری^۳» استوار است (Hu et al., 2017). انگیزه های مالی سازی شرکت های واقعی متفاوت است و پیامدهای اقتصادی متفاوتی را در پی دارد. بیشتر مطالعات نشان می دهند که رابطه «جایگزینی» بین مالی سازی شرکت و سرمایه گذاری دارایی های ثابت، به ویژه در دوره افزایش قیمت دارایی های مالی وجود دارد (Orhangazi, 2008; Demir, 2009). اگرچه مالی سازی می تواند عملکرد کوتاه مدت شرکت ها را تحریک کند، بیشتر مطالعات نشان می دهند که می تواند فعالیت هایی را که نوآوری را ترویج می کنند، نیز کنار بگذارد (Du et al., 2017; Xu & Xuan, 2021) و پتانسیل رشد کسب و کار اصلی، در نتیجه توسعه بلندمدت شرکت ها را محدود کند (Zhu et al., 2023). همان طور که پژوهش ها درباره مالی شدن شرکت ها به تدریج تشدید شده است، مجموعه ای از ادبیات اخیر شروع به تمرکز بر عوامل مؤثر بر مالی شدن شرکت ها کرده اند. ژانگ و ژانگ (Zhang & Zheng, 2020) دریافتند که سیاست پولی انبساطی برای مالی سازی شرکت ها حیاتی است؛ علاوه بر این، تانگ و ژانگ (Tang & Zhang, 2019) دریافتند که ریسک سرمایه گذاری دارایی های ثابت و نرخ بازده زیادتر دارایی های مالی باعث افزایش مالی شرکت می شود. گانگ و همکاران (Gong et al., 2023) نشان دادند که کارایی سرمایه گذاری موجب رشد مالی سازی شرکت می شود. در حالی که دنگ و همکاران (Deng et al., 2023) بیان می کنند که مالی سازی ریسک عملیاتی را افزایش می دهد. یافته های گو و همکاران (Gu et al., 2024) حاکی از ارتباط منفی بین مالی سازی شرکت و نوآوری سبز است. یافته های وانگ و همکاران (Wang et al., 2024) نیز نشان می دهد که مالکیت خانوادگی موجب محدود شدن مالی سازی شرکت می شود.

عدم قطعیت سیاست اقتصادی به تغییرات غیرمنتظره در سیاست های اقتصادی اشاره دارد که افراد اقتصادی نمی توانند به درستی آن را درک کنند. این عدم قطعیت بیشتر شامل ریسک اقتصادی مربوط به سیاست های نامشخص آتی دولت است و به طور چشمگیری بر هزینه ها و سرمایه گذاری ها تأثیر می گذارد (Gulen & Ion, 2016). پس از بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸، دولت ها میزان مداخله در اقتصاد را افزایش داده اند و عدم قطعیت سیاست های اقتصادی در همه کشورهای جهان به طور چشمگیری افزایش یافته است (Baker et al., 2016). مجموعه بزرگی از ادبیات درباره تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی وجود دارد. از منظر فعالیت های خانوار، خانوارها معمولاً برخی از خریدهای غیرضروری را قطع می کنند و حتی اگر نیاز فوری داشته باشند، از ترس کاهش شدید درآمد آتی، هزینه های ضروری را به تأخیر می اندازند (Bloom, 2014). از منظر فعالیت های سازمانی، بسیاری از پژوهشگران به نتایج یکسانی دست یافتند. سو و لیو (Su & Liu, 2021) دریافتند که افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی ممکن است فعالیت های سرمایه گذاری در اقتصاد واقعی مانند سرمایه گذاری دارایی های ثابت شرکتی و سرمایه گذاری تحقیق و توسعه را متوقف کند. از منظر مؤسسه مالی، عدم قطعیت زیاد در سیاست اقتصادی می تواند باعث کاهش عرضه وام مسکن توسط بانک ها و در نتیجه کاهش درخور توجهی در استقراض تجاری و هزینه های سرمایه ای شود.

در این راستا، چندین پژوهش اشاره کرده اند که عدم قطعیت، همبستگی معکوس چرخه (افت کردن در دوره رونق و اوج گرفتن در دوره رکود اقتصادی) با چرخه 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 درباره تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر شرکت‌ها را بحث کرده‌اند. برخی با اقتباس از نظریه اختیار واقعی^۱ و اصطکاک مالی^۲ استدلال می‌کنند که شرکت‌ها معمولاً هنگام مواجهه با عدم اطمینان، محتاط و محافظه‌کار می‌شوند و سپس سرمایه‌گذاری واقعی را کاهش می‌دهند یا به تعویق می‌اندازند، تا منتظر از بین رفتن عدم اطمینان باشند (Kang et al., 2014; Loni et al., 2021). دارایی و همکاران (Darabi et al., 2021) نشان دادند که عدم اطمینان سیاست اقتصادی می‌تواند سقوط قیمت سهام را تشدید کند و منجر به ریسک‌های مالی شود. در مواقع عدم قطعیت زیاد، شرکت‌ها تمایل دارند، تا به‌عنوان یک رویکرد پیشگیرانه، پول نقد بیشتری نگهداری کنند (Phan et al., 2019)؛ با این وجود، نظریه سرمایه‌گذاری اختیاری رشد^۳ معتقد است که عدم قطعیت 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 توسعه خود را در طول دوره‌های عدم قطعیت زیاد افزایش می‌دهند (He et al., 2020)؛ علاوه‌براین، سگال و همکاران (Segal et al., 2015) استدلال می‌کنند که عدم قطعیت خوب و بد وجود دارد. عدم قطعیت خوب با قیمت دارایی و سرمایه‌گذاری همبستگی مثبت دارد؛ درحالی‌که عدم اطمینان بد با آن ارتباط منفی دارد؛ بنابراین، شرکت‌ها می‌توانند برای جلوگیری از ضرر ناشی از عدم اطمینان، سرمایه‌گذاری را کاهش دهند یا از عدم قطعیت سیاست اقتصادی برای توسعه و رشد بهره ببرند. از منظر ریسک‌پذیری کارآفرینانه، کارآفرینان با شناسایی و درک فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجود در عدم قطعیت، سرمایه‌گذاری و ایجاد سود را افزایش می‌دهند.

دو دیدگاه متضاد درباره تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی‌سازی شرکت‌ها، ترویج یا مهار مالی‌سازی شرکت‌ها وجود دارد. وقتی چشم‌انداز اقتصادی خوب باشد، عدم قطعیت سیاست اقتصادی اغلب در محدوده مناسبی قرار می‌گیرد. براساس نظریه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با افزایش عدم اطمینان تمایل بیشتری به جست‌وجوی فرصت‌های توسعه آتی و کاهش دارایی‌های مالی خود برای افزایش سرمایه‌گذاری فیزیکی یا سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه دارند (Vo et al., 2017). برعکس، زمانی که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در سطح زیادی باشد، تغییرات مکرر در سیاست‌های اقتصادی باعث افزایش ریسک‌های عملیاتی و محدودیت‌های مالی شرکت‌ها می‌شود. براساس نظریه پس‌انداز احتیاطی، شرکت‌ها ممکن است دارایی‌های مالی خود را برای مقابله با ریسک‌های نامطمئن افزایش دهند؛ در همین حال، عدم قطعیت حق بیمه 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 توسعه اقتصادی مواجه هستند، نرخ بازده 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 عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند شرکت‌ها را به افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی ترغیب کند (Tang & Zhang, 2019). زمانی که عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی در سطح گسترده‌ای باشد، سطح مصرف و عرضه بازار به طور مداوم شکسته و تنظیم مجدد می‌شود. چشم‌انداز توسعه 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 به احتمال زیاد درگیر دارایی‌های مالی و مستغلات با بازده کوتاه‌مدت زیاد برای به دست آوردن کنترل مدیریتی مناسب و مقابله با تأثیر نامطلوب سیاست‌های اقتصادی نامطمئن بر کسب و کار اصلی هستند (Zhang & Zheng, 2020)؛ در همین حال، عملیات سرمایه‌گذاری مناسب برای شرکت‌ها برای دستکاری سود است. شرکت‌ها می‌توانند هزینه‌های افزایش عدم قطعیت 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 عدم قطعیت 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 عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک تورم بر دارایی‌های نقدی شرکت مثبت و معنی‌دار است. به طور خلاصه، استدلال می‌شود که عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی شدن شرکت‌ها رابطه خطی ساده نیست و با درجه عدم قطعیت 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 به نوبه خود بر دارایی‌های مالی شرکت‌ها اثر می‌گذارد. به طور کلی، شرکت‌هایی که محدودیت‌های تأمین مالی کمتری دارند، دسترسی بیشتری به وجوه اختیاری و ازاین‌رو، آزادی بیشتری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری دارند (Taghizadeh & Badavar, 2020)؛ باین وجود، عدم قطعیت سیاست اقتصادی می‌تواند حق بیمه ریسک بازارهای سرمایه و اعتبار و هزینه تأمین مالی خارجی را افزایش دهد و کسب وجوه را برای شرکت‌ها دشوار کند. زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی به نسبت کم است، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند وجوه را در واحدهای تجاری خود قرار دهند. به دلیل انگیزه ضعیف ریسک، روحیه 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 عدم قطعیت 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)؛ باین وجود، شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی قوی ممکن است نیاز داشته باشند که ساختار سرمایه خود را با تخصیص دارایی‌های مالی تنظیم کنند، تا فعالیت‌های تجاری عادی را از جریان نقدینگی ارتقا دهند. زمانی که درجه عدم قطعیت سیاست اقتصادی زیاد باشد، شرکت‌هایی با محدودیت‌های تأمین مالی کمتر با ریسک عملیاتی کمتر ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی مواجه می‌شوند؛ در چنین شرایطی از آنجایی که 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 رابطه منفی دارد و رابطه 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 عدم قطعیت سیاست اقتصادی باعث افزایش درخور توجهی در سطح محدودیت‌های مالی شرکت می‌شود. یافته‌ها نشان داد که توسعه مالی، تأثیر نامطلوب عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد. توسعه مالی افزایش هزینه سرمایه و کاهش

چشمگیر جریان نقدی ناشی از افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی را به دنبال دارد که از طریق آن عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر محدودیت های مالی اثر می گذارد. ژائو و سو (Zhao & Su, 2022) نشان می دهند زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی در محدوده مناسبی باشد، افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی بعید است که شرکت ها را وادار به افزایش سرمایه گذاری دارایی های مالی کند. در مقابل، ریسک عملیاتی ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی بسیار زیاد، باعث می شود شرکت ها تمایل بیشتری به سرمایه گذاری در دارایی های مالی داشته باشند. یافته های رن و همکاران (Ren et al., 2023) نشان می دهد که افزایش عدم اطمینان در سیاست های اقلیمی، تأثیر منفی بر مالی سازی شرکت ها دارد؛ در حالی که شرکت های انرژی بر بیشترین تأثیر را دارند. اگرچه عدم قطعیت درباره مسائل زیست محیطی بر اندازه دارایی های مالی شرکت ها اثر منفی می گذارد، تأثیر آن برای انواع مختلف دارایی های مالی متفاوت است. آنها نشان دادند که دولت باید سیاستی پایدار را در مسائل زیست محیطی و اجتماعی حفظ کند، تا از آسیب رساندن به فعالیت های شرکت توسط تغییرات مکرر سیاست جلوگیری کند.

چنگ و مارسن (Cheng & Marsen, 2023) نشان دادند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی، مالی شدن شرکت را تشدید می کند. پژوهش ها بیشتر نشان می دهد که محدودیت های تأمین مالی ممکن است عاملی باشد که عدم قطعیت سیاست اقتصادی را تشدید کند. اثرات تشدید به ویژه در شرکت هایی با این ویژگی ها برجسته است: شرکت هایی با اندازه کوچک، شرکت های غیردولتی، حاکمیت شرکتهای ضعیف و شرکت هایی که در مرحله رشد کم هستند. به طور کلی، نتایج آنها توضیح جدیدی برای رفتار مالی سازی شرکت ها در بازارهای سرمایه در حال ظهور ارائه می دهد؛ در نهایت، ژو و همکاران (Zhu et al, 2023) نشان می دهند که مالی سازی شرکت ها بر کارایی نوآوری وجود دارد و زمانی که سطح محدودیت مالی افزایش می یابد، اثر بازدارندگی مالی سازی شرکت بر کارایی نوآوری کاهش می یابد.

باتوجه به شواهد به دست آمده در بازارهای در حال توسعه و توسعه یافته، اثرات عدم قطعیت زیاد در سیاست اقتصادی بر مالی سازی شرکت ها و نحوه عملکرد آن توسط پژوهشگران به طور کامل بررسی نشده است؛ بنابراین، این مطالعه با تجزیه و تحلیل اینکه چگونه عدم قطعیت زیاد در سیاست اقتصادی بر مالی شدن شرکت ها اثر می گذارد، فرضیه های زیر را مطرح می کند:

فرضیه اول: رابطه یو (U) شکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت وجود دارد.

فرضیه دوم: رابطه یو (U) شکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی سازی برای شرکت هایی با محدودیت های تأمین مالی کمتر، قوی تر است.

روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را شامل می شود که از این شرایط برخوردار باشند: شرکت های جزو صنعت سرمایه گذاری، مؤسسات مالی و شرکت های هلدینگ و بانک ها از نمونه حذف شدند، زیرا ماهیت آنها متفاوت از شرکت های غیرمالی است؛ به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی منتهی به پایان اسفند باشد؛ شرکت ها در دوره پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشند تا بتوان با اطمینان بیشتری نتایج را تحلیل کرد؛ شرکت هایی که وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه داشته باشند، حذف شدند، زیرا این شرکت ها بازار فعالی در مقایسه با شرکت های بررسی شده ندارند.

باتوجه به معیارهای ذکر شده، ۱۲۵ شرکت (۱۰۰۰ سال — شرکت) طی هفت سال (۱۳۹۴-۱۴۰۱) برای آزمون فرضیه ها انتخاب شدند. از رویکرد داده های ترکیبی به روش داده های تابلویی برای آزمون فرضیه ها استفاده شده است.

به منظور آزمون فرضیه اول و دوم از رابطه ۱ و ۲ استفاده شده است. نحوه محاسبه هریک از متغیرهای پژوهش در ادامه

ذکر شده است:

$$FIN_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 EPU_{i,t}^2 + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 MBV_{i,t} + \alpha_7 AGE_{i,t} + \alpha_8 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در این رابطه EPU عدم قطعیت سیاست اقتصادی، $FIN_{i,t}$ مالی سازی شرکت، $SIZE_{i,t}$ اندازه شرکت، $LEV_{i,t}$ اهرم مالی، $ROA_{i,t}$ بازده دارایی، $MBV_{i,t}$ فرصت های سرمایه گذاری، $AGE_{i,t}$ سن شرکت، $CFO_{i,t}$ نسبت جریان های نقد عملیاتی است.

$$FIN_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EPU_{i,t} + \alpha_2 EPU_{i,t}^2 + \alpha_3 FC_{i,t} + \alpha_4 EPU_{i,t} \times FC_{i,t} + \alpha_5 EPU_{i,t}^2 \times FC_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 LEV_{i,t} + \alpha_8 ROA_{i,t} + \alpha_9 MBV_{i,t} + \alpha_{10} AGE_{i,t} + \alpha_{11} CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

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

متغیر مستقل این پژوهش، عدم اطمینان سیاست اقتصادی است. عدم اطمینان در اقتصاد به وضعیتی اشاره دارد که در آن، احتمال وقوع حوادث آتی را نتوان تعیین کرد و در صورتی که این پیشامدها مشخص و معلوم باشند، احتمال های مربوط به وقوع این پیشامدها در دسترس نباشد. زمانی که هریک یا هر دو این موارد پیش می آید، تصمیم گیری نسبت به آینده پیچیده و مشکل خواهد بود و از این رو فضای نااطمینانی بر تصمیمات حاکم می شود. اگر تغییرات آتی در متغیرهای اقتصادی از مجموع تغییرات پیش بینی شده و پیش بینی نشده متغیر به دست آید، آنگاه نااطمینانی متغیر اقتصادی شامل تغییرات پیش بینی نشده از متغیرها خواهد شد.

در مطالعه حاضر با استفاده از روش دمیر و ارسان (Demir & Ersan, 2017) شاخص بی ثباتی اقتصاد کلان به صورت رابطه ۳ محاسبه شده است.

$$MI_{i,t} = \frac{\left(\frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}} \right)}{\delta_{CPI}} + \frac{\left(\frac{EX_t - EX_{t-1}}{EX_{t-1}} \right)}{\delta_{EX}} + \frac{\left(\frac{M2_t - M2_{t-1}}{M2_{t-1}} \right)}{\delta_{M2}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

مجموع وزنی درصد تغییر در سطح عمومی قیمت ها (CPI)، درصد تغییر در نرخ ارز غیر رسمی (EX) و درصد تغییر در حجم نقدینگی ($M2$) تعریف شده است. اطلاعات مالی مربوط به سطح عمومی قیمت ها 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 بی ثباتی بیشتر است.

به پیروی از پژوهش شو و همکاران (Shu et al., 2020) مالی سازی با استفاده از متغیر نسبت دارایی های مالی به کل دارایی ها اندازه گیری شده است. دارایی های مالی شامل وجوه پولی، دارایی های مالی تجاری، دارایی های مالی قابل فروش، سرمایه گذاری های نگهداری شده تا سررسید، دارایی های مالی مشتقه، خالص وام ها و پیش پرداخت های اعطایی، سرمایه گذاری های بلندمدت سهام، املاک و مستغلات سرمایه گذاری، سود سهام دریافتنی و بهره دریافتنی است.

عدم تقارن اطلاعاتی بین دو طرف عرضه و جوه در محیط طبیعی بازار وجود دارد که دسترسی شرکت ها به منابع مالی خارجی را محدود می کند و در نتیجه محدودیت تأمین مالی را ایجاد می کند. 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، انعطاف پذیرتر هستند. معیارهای محدودیت مالی شامل شاخص KZ ، شاخص WW و شاخص SA هستند. برای جلوگیری از تداخل درون زایی، هادلک و پیرس (Hadlock & Pierce, 2010) با استفاده از دو متغیر برونزا یعنی اندازه و سن شرکت، یک شاخص SA را بر اساس رویکرد شاخص KZ ساختند که با استفاده از رابطه ۴ محاسبه می شود.

$$SA = -0.737 \times \ln SIZE + 0.043 \times \ln SIZE^2 - 0.04 \times AGE \quad \text{رابطه (۴)}$$

SIZE لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها، *AGE* سن شرکت برابر با سال تأسیس شرکت لغایت سال جاری. بعد از مرتب‌سازی داده‌های پژوهش، شرکت‌های حاضر در پنجم، چهارم و پنجم به‌عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی در نظر 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 ۴	پنجک ۵
شرکت‌های بدون محدودیت مالی	۰ تا ۲۰٪	۲۰٪ تا ۴۰٪	۴۰٪ تا ۶۰٪	۶۰٪ 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 زمینه مالی سازی شرکت، از متغیرهای کنترلی زیر برای کنترل تغییرات متغیر وابسته مالی سازی شرکت استفاده شده است: اندازه شرکت از طریق 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 مالی شدن با سرعت بیشتری در مقایسه با شرکت‌های کوچک انجام شود. اهرم مالی از طریق تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. شرکت‌های با اهرم مالی زیاد به دلیل متورم شدن بدهی توانایی تبدیل دارایی‌های فیزیکی به دارایی‌های مالی را ندارند. برای این رویه، ابتدا باید میزان بدهی‌های خود را کاهش دهند، سپس فرایند مالی سازی 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 انگیزه بیشتری برای مالی سازی 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 مالی سازی شرکت برای انتخاب بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده کنند، تا علاوه بر افزایش ارزش شرکت به دنبال جذب سرمایه‌گذاران جدید نیز باشند. سن شرکت براساس لگاریتم زمان بین تأسیس اولیه شرکت و زمان حال شرکت (برحسب سال) اندازه‌گیری شده است. شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ قرار می‌گیرند، از شرکت‌های در مرحله تولد و رشد توانایی بیشتری در انجام فرایند مالی سازی دارند، به‌طوری که 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 مالی سازی را دارند؛ درحالی که شرکت‌های با جریان‌های نقدی منفی به دلیل انباشت خریدهای مربوط به دارایی‌های فیزیکی، توانایی کمتر در انجام مالی سازی 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	میان	حداقل	حداکثر
مالی سازی شرکت	۰/۱۲۴	۰/۰۸۳	۰/۱۱۰	۰/۰۰۰	۰/۴۶۱
عدم اطمینان سیاست اقتصادی	۰/۱۸۵	۰/۰۷۳	۰/۱۴۶	۰/۰۰۱۳	۰/۳۸۹
سن شرکت	۳/۴۳۵	۰/۶۴۳	۳/۰۲۷	۱/۰۹۳	۴/۶۹۴
جریان های نقد عملیاتی	۰/۲۱۳	۰/۱۴۵	۰/۱۷۵	-۰/۱۷۹	۰/۵۳۲
اندازه شرکت	۱۱/۸۹	۰/۵۳۶	۱۱/۸۴	۱۰/۸۰	۱۳/۲۷
اهرم مالی	۰/۵۷۱	۰/۱۳۹	۰/۴۵۶	۰/۰۵۶	۰/۷۸۳
فرصت های سرمایه گذاری	۲/۰۵۴	۰/۹۸۴	۱/۶۷۰	۰/۰۹۵	۷/۴۵۳
بازده دارایی	۰/۱۵۳	۰/۱۵۵	۰/۱۱۴	-۰/۰۸۶	۰/۷۶۱

میانگین مالی سازی شرکت برابر ۰/۱۲۴ است که نشان می دهد ۱۲/۴ درصد از سهم کل دارایی ها را دارایی های مالی تشکیل می دهد؛ در عین حال، بیشترین سطح دارایی های مالی از کل دارایی ها در ترازنامه حدود ۴۶ درصد است که نشان دهنده تمایل احتمالی مالی شدن بیش از حد در برخی بنگاه ها است. میانگین عدم اطمینان سیاست اقتصادی برابر ۰/۱۸۵ است. حداقل مقدار مالی سازی شرکت برابر با ۰/۰۰۰ است و نشان می دهد که سهم برخی از شرکت ها در دارایی های مالی صفر است. بزرگترین مقدار برای متغیر اندازه شرکت برابر ۱۱/۸۹ است. میانگین فرصت های سرمایه گذاری برابر ۲/۰۵۴ است و نشان می دهد که ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بیشتر از ارزش دفتری آن بوده است. میانگین بازده دارایی ها ۰/۱۵۳ و نشان می دهد که شرکت ها از طریق به کارگیری دارایی ها اقدام به تولید سود به میزان ۱۵/۳ درصد کرده اند.

قبل از آزمون تحلیلی فرضیه ها 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 مدل های رگرسیونی وجود ندارد. سطح معنی داری آماره جاک - 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 ۵ درصد است؛ در نتیجه فرض صفر مبنی بر عدم مانایی متغیرها رد می شود و بنابراین تمام متغیرها ماناست. با مانا بودن متغیرها می توان نتیجه گرفت که مدل های طراحی شده برای فرضیه های دارای مشکل رگرسیون کاذب نخواهند بود. فرضیه اول ارتباط یوشکل عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت را بررسی می کند.

جدول (۳): ارتباط یو شکل بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت

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

نام متغیرها	ضرایب	خطا	t	سطح معناداری	هم خطی
عدد ثابت	-۰/۰۶۳	۰/۰۷۰	-۰/۹۰۰	۰/۳۶۸	۱/۴۲۱
$EPU_{i,t}$	-۰/۱۲۱	۰/۰۲۷	-۴/۳۲۵	۰/۰۰۰	۱/۰۳۵
$EPU_{i,t}^2$	۰/۱۹۶	۰/۰۴۵	۴/۳۵۵	۰/۰۰۰	۱/۳۶۵
$SIZE_{i,t}$	۰/۱۰۹	۰/۰۳۴	۳/۱۸۲	۰/۰۰۲	۲/۱۶۷
$LEV_{i,t}$	-۰/۲۹۱	۰/۱۱۸	-۲/۴۵۸	۰/۰۱۴	۱/۰۳۶
$ROA_{i,t}$	۰/۱۷۹	۰/۱۱۶	۱/۵۳۰	۰/۱۲۷	۱/۳۹۸
$MBV_{i,t}$	۰/۰۱۴	۰/۰۰۴	۳/۱۴۲	۰/۰۰۲	۱/۷۴۱
$AGE_{i,t}$	۰/۰۰۳	۰/۳۳۲	۳/۰۰۱	۰/۰۰۳	۱/۱۲۴
$CFO_{i,t}$	۰/۱۱۶	۰/۰۴۰	۲/۸۵۳	۰/۰۰۴	۱/۳۴۱
R^2 تعدیل شده	۰/۴۰۱				
دوربین واتسون		۱/۹۳۶			
			$1/556D_L =$		
			$1/778D_U =$		
F آماره	۹/۳۹۴				
احتمال آماره F	۰/۰۰۰				
سطح معنی داری F لیمر	۰/۰۰۰				
سطح معنی داری هاسمن	۰/۰۰۰				
ناهمسانی - معنی داری	۳/۲۱۰			۰/۱۳۶	
چارک برا- معنی داری	۱/۵۲۱			۰/۲۶۴	

جدول ۳ نشان می‌دهد که $EPU_{i,t}$ به طور منفی ($-۰/۱۲۱$) با مالی سازی شرکت مرتبط است؛ درحالی که رابطه مثبت ($۰/۱۹۶$) بین $EPU_{i,t}^2$ و مالی سازی شرکت در سطح اطمینان ۹۹ درصد وجود دارد. این نشان می‌دهد رابطه غیرخطی یو شکل بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی سازی وجود دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های فرضیه اول نشان می‌دهد که ۴۰/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته مالی سازی شرکت توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها تبیین پذیر است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تأیید کرد که خطاها یا تفاوت مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل‌های رگرسیون از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچک‌تر از ۰/۰۱ درصد است که حاکی از معنی داری کل مدل است. مقدار آماره هم خطی بین ۱ تا ۱۰ است؛ بنابراین، می‌توان بیان کرد که بین متغیرهای پژوهش هیچ نوع هم خطی وجود ندارد. سطح معنی داری آماره F لیمر و هاسمن نشان می‌دهد که برازش مدل پژوهش به صورت 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.

فرضیه دوم تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت را بررسی می‌کند. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول ۴ آمده است.

جدول (۴): تأثیر تعدیلی محدودیت مالی بر رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی سازی 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	-۰/۸۹۶	۰/۳۶۴	۱/۰۳۴
$EPU_{i,t}$	-۰/۶۰۹	۰/۱۱۱	-۵/۳۵۴	۰/۰۰۰	۱/۸۷۳
$EPU_{i,t}^2$	۰/۱۹۲	۰/۰۵۷	۳/۲۲۷	۰/۰۰۱	۲/۰۳۸
$FC_{i,t}$	۰/۱۴۹	۰/۰۴۷	۲/۹۹۶	۰/۰۰۳	۱/۶۶۳
$EPU_{i,t} \times FC_{i,t}$	۰/۳۰۹	۰/۱۳۶	۲/۲۴۸	۰/۰۲۵	۱/۹۳۷
$EPU_{i,t}^2 \times FC_{i,t}$	-۰/۲۸۷	۰/۱۴۲	-۲/۰۲۱	۰/۰۴۲	۱/۱۹۳
$SIZE_{i,t}$	۰/۱۱۵	۰/۰۳۶	۳/۱۹۳	۰/۰۰۰۳	۲/۴۵۶
$LEV_{i,t}$	-۰/۰۱۴	۰/۰۰۵	-۲/۰۶۴	۰/۰۴۰	۱/۹۵۸
$ROA_{i,t}$	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۸۲۸	۰/۴۰۸	۲/۰۹۴
$MBV_{i,t}$	۰/۱۴۵	۰/۰۵۵	۲/۵۶۹	۰/۰۱۱	۱/۳۲۰
$AGE_{i,t}$	۰/۰۸۸	۰/۰۸۴	۱/۰۳۲	۰/۳۰۳	۲/۰۶۴
$CFO_{i,t}$	۰/۱۷۵	۰/۰۵۲	۳/۳۶۵	۰/۰۰۰	۱/۷۷۷
R^2 تعدیل شده	۰/۵۷۴				
دوربین واتسون	۱/۸۵۷				
F آماره	۱۰/۹۵۷				
احتمال آماره F	۰/۰۰۰				
سطح معنی داری F لیمر	۰/۰۰۰				
سطح معنی داری هاسمن	۰/۰۰۰				
آزمون تفاوت ضرایب	آماره پترنوستر = ۲/۴۵۶				
ناهمسانی - معنی داری	۲/۸۶۰		۰/۱۵۷		
جارج برا - معنی داری	۱/۲۶۵		۰/۳۵۵		

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 رابطه U شکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی سازی 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 عدم قطعیت سیاست اقتصادی را بر مالی سازی شرکت تضعیف کند؛ بنابراین، فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرش می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های فرضیه اول نشان می‌دهد که ۵۷/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته مالی سازی شرکت توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها تبیین پذیر است.

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

پژوهش به صورت 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، مطالعه عدم قطعیت سیاست اقتصادی توجه بیشتری را به خود جلب کرده است. از سوی دیگر، مالی سازی شرکتي اهمیت فزاینده فعالیت های مالی و سرمایه گذاری را در استراتژی های تجاری کلی شرکت های غیرمالی برجسته می کند. این پدیده با توجه به پیامدهای آن برای ثبات مالی، رشد اقتصادی و نابرابری درآمد توجه گسترده ای را در میان پژوهشگران به خود جلب کرده است؛ اما موضوعی که باید به آن اشاره کرد این است که مالی سازی شرکت دارای مزایا و معایبی است و ممکن است در برخی اقتصادها معایب آن از طریق رفتارهای های فرصت طلبانه مدیران ایجاد شود و مشکلاتی را در زمینه قابلیت اتکای مدارک حسابداری ایجاد کند. هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیلی محدودیت مالی در بررسی رابطه بین عدم اطمینان سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت است.

اولاً، یافته‌ها نشان می‌دهد که وقتی عدم قطعیت سیاست اقتصادی در محدوده مناسبی باشد، افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی به تحریک سرمایه گذاری تجاری در واحدها به جای سرمایه گذاری دارایی های مالی کمک می کند. در مقابل، عدم قطعیت سیاست اقتصادی بسیار زیاد ممکن است، باعث شود شرکت ها سرمایه گذاری در دارایی های مالی را افزایش دهند. بدین ترتیب مقدار کم عدم قطعیت سیاست اقتصادی موجب کاهش فرایند مالی سازی شرکت و عدم قطعیت زیاد در سیاست اقتصادی موجب افزایش فرایند مالی سازی شرکت می شود. درحقیقت، شرکت هایی که بیش از حد در دارایی های مالی سرمایه گذاری می کنند، می توانند تأثیر منفی بیشتری بر اقتصاد واقعی بگذارند؛ بنابراین، دولت باید دید سیاست های کلان اقتصادی خود و انعطاف پذیری انتقال سیاست های اقتصادی را افزایش دهد، تا از تأثیر نامطلوب مالی شدن بیش از حد به دلیل تغییرات مکرر در سیاست های اقتصادی بر اقتصاد واقعی در مواقع ضعف اقتصادی جلوگیری کند؛ در همین حال، شرکت ها باید ریسک ها و فرصت های ناشی از عدم قطعیت سیاست های اقتصادی را به صورت منطقی ببینند و تصمیمات علمی سرمایه گذاری بگیرند. نتایج این پژوهش، سازگار با یافته های کانگ و همکاران (Gong et al., 2023) است که نشان می دهد مالی سازی شرکت موجب افزایش کارایی سرمایه گذاری می شود؛ اما اگر مالی سازی بیش از حد در شرکت وجود داشته باشد، کارایی سرمایه گذاری را تضعیف می کند. همچنین نتایج این پژوهش با یافته های دنگ و همکاران (Deng et al., 2023) نیز هم راستا است که نشان می دهند ریسک عملیاتی با مالی سازی شرکت مرتبط است.

ثانیاً، یافته ها نشان می دهد محدودیت های تأمین مالی بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی سازی شرکت تأثیر دارد. این نشان می دهد که انواع مختلف بنگاه ها از نظر حساسیت و پاسخ به سیاست های اقتصادی در شرایط مختلف اقتصادی متفاوت هستند؛ بنابراین، این عوامل باید در درک تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی در نظر گرفته شوند. با فراگیر شدن همه گیری کوید-۱۹ در جهان، عدم اطمینان بیشتر در اقتصاد جهانی ایجاد شد. این امر مستلزم حفظ ثبات و تداوم سیاست ها و بررسی تأثیرات احتمالی آنها برای تضمین توسعه پایدار بازار و بنگاه ها در هنگام تدوین سیاست های کلان اقتصادی است.

نتایج این پژوهش برای سیاست گذارانی مفید است که می خواهند سطح مالی شرکت را مدیریت کنند که می تواند منجر به بحران مالی شود. از آنجایی که عدم اطمینان سیاست اقتصادی تأثیر درخور توجهی بر مالی شدن شرکت ها دارد، سیاست گذاران ایران باید از اثرات زیان آور عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر اقتصاد واقعی آگاه باشند و سعی کنند عدم قطعیت سیاست اقتصادی را کاهش دهند تا محیط تجاری پایدار برای شرکت ها فراهم کنند؛ علاوه بر این، دولت باید با شرکت ها برای گسترش کانال تأمین مالی آنها همکاری کند؛ زیرا زمانی که مدیریت بتواند خدمات تأمین مالی درخور توجه و مطمئنی را تجربه کند، احتمال کمتری دارد که محصولات مالی بیش از حد را در اختیار داشته باشد؛ در نهایت، دولت باید توجه بیشتری به شرکت هایی داشته باشد که با محدودیت مالی مواجه هستند، تا این شرکت ها برای ادامه روند مالی سازی با آسیب پذیری کمتری مواجه شوند.

محدودیت پژوهش دسترسی به داده‌های مربوط به مالی‌سازی شرکت و عدم اطمینان سیاست اقتصادی بود که موجب کاهش تعداد نمونه پژوهش شده است. به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که نقش تعدیلی متنوع‌سازی شرکتی بر رابطه بین عدم اطمینان 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 نهندي، 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 (۱۴۰۳). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر معاملات اعتباری و ارزش شرکت با تأکید بر نقش معاملات اعتباری. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۲(۱)، ۱۷-۳۶. <https://doi.org/10.22108/amf.2024.139534.1832>
- دارابی، رویا، سرابی، سمیرا، و تقوی قاسم‌آباد، فاطمه (۱۴۰۰). تأثیر عدم اطمینان سیاست اقتصادی با استفاده از معیارهای ریسک مالی و ریسک اقتصادی بر ریسک سقوط سهام. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۱۰(۴۰)، ۶۲-۷۲. 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)، ۶۷-۹۰. <https://doi.org/10.22103/jak.2019.12395.2734>
- طاهری، ماندانا (۱۴۰۲). محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها و رابطه 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 (۱۴۰۰). بررسی اثر حسابگری ذهنی سرمایه‌گذاران بر سیاست‌های تأمین مالی و رشد اقتصادی از دیدگاه گزارشگری مالی. *پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، ۱۱(۴۳)، ۱۲۵-۱۳۶. <https://doi.org/10.30473/egdr.2019.48536.5395>
- لونی، سمیه، عباسیان، عزت‌اله، و حاجی، غلامعلی (۱۴۰۰). اثر نااطمینانی سیاست‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری شرکتی: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۲)، ۲۴۹-۲۶۸. <https://doi.org/10.22059/frj.2021.310437.1007069>
- مشایخ، شهناز، و احمدی امین، الهه (۱۴۰۱). تأثیر نقدینگی و فرصت سرمایه‌گذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی. *دانش حسابداری*، ۱۳(۱)، ۸۳-۹۶. 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.iaaas.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.jdevco.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, L., & 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>.