

## تأثیر مالی سازی شرکتی بر سطح تامین مالی بدهی: از دیدگاه دوگانه ریسک پذیری و مدیریت سود

سیده محبوبه جعفری ۱

زهرا محمدپور کنگاچر ۲

### چکیده

زمینه و هدف: تحول اخیر در استراتژی شرکت‌ها به سمت تجمیع دارایی‌های مالی، پدیده مالی سازی شرکتی را در مدیریت ساختار سرمایه برجسته کرده است. این رویکرد بر تصمیمات تأمین مالی از طریق بدهی تأثیرگذار است. پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر مالی سازی شرکتی بر سطح تأمین مالی بدهی، نقش تعدیل‌گر ریسک‌پذیری و مدیریت سود را در این رابطه تحلیل می‌کند. این تحقیق کاربردی با استفاده از داده‌های ثانویه ۱۰۱۰ مشاهده از ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳ انجام شده است. برای تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون بهره گرفته شد. نتایج نشان داد که مالی سازی شرکتی تأثیر منفی و معناداری بر سطح تأمین مالی بدهی دارد. علاوه بر این، مدیریت سود به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌گر، اثر منفی مالی سازی بر تأمین مالی بدهی را به‌طور معناداری تشدید کرد، در حالی که ریسک‌پذیری نقش تعدیل‌گر معناداری در این رابطه ایفا نکرد. یافته‌های این تحقیق بر اهمیت ترکیب دارایی‌ها در تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه تأکید دارند. افزایش مالی سازی، به‌ویژه در صورت وجود مدیریت سود، می‌تواند منجر به کاهش اتکای شرکت به بدهی شود. پیشنهاد

۱ استادیار گروه مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

Jafari404@iau.ir

۲ دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، واحد تهران جنوب،

دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

می شود نهادهای ناظر با تقویت شفافیت افشا و نظارت بر کیفیت سود، از ریسک های ساختاری ناشی از مالی سازی افراطی جلوگیری کنند

**کلید واژه:** مالی سازی شرکتی، تأمین مالی بدهی، ریسک پذیری، مدیریت سود.

## مقدمه

در دهه های اخیر، گسترش پدیده مالی سازی به یکی از ویژگی های بارز اقتصادهای مدرن تبدیل شده است. مالی سازی شرکتی به معنای افزایش نقش و سهم فعالیت های مالی در ساختار دارایی ها، درآمدها و تصمیم گیری های شرکت هاست؛ به گونه ای که بنگاه های غیرمالی نیز به طور فزاینده ای درگیر سرمایه گذاری های مالی، نگهداری دارایی های مالی و کسب سود از محل فعالیت های مالی شده اند. این تحول ساختاری، الگوی سنتی عملکرد شرکت ها را که مبتنی بر تولید و عملیات واقعی بود، دگرگون ساخته و پیامدهای گسترده ای بر ساختار سرمایه، سیاست های تأمین مالی و رفتارهای مدیریتی آن ها بر جای گذاشته است.

مالی سازی شرکتی معمولاً با افزایش تمرکز بر بازده کوتاه مدت سهامداران، گسترش فعالیت های مالی غیرعملیاتی و افزایش اهرم مالی همراه است. این روند، در حالی که می تواند به افزایش سودآوری شرکت ها در کوتاه مدت منجر شود، در بلندمدت با چالش هایی نظیر افزایش ریسک سیستماتیک و کاهش سرمایه گذاری در فعالیت های اصلی تولیدی و نوآوری همراه است (ژانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۵). این پدیده، که شامل تغییر از عملیات تجاری سنتی به فعالیت های مالی است، نحوه تصمیم گیری و تخصیص منابع توسط شرکت ها را تحت تأثیر قرار داده است (گولن و ایون<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). در حالی که مالی سازی فرصت هایی را برای شرکت ها فراهم کرده است تا جریان های درآمدی را متنوع سازی کنند، تخصیص سرمایه را بهینه سازند و از طریق سازوکارهایی مانند خرید سهام، پرداخت سود سهام و سرمایه گذاری های سفته بازانه ارزش سهامداران را افزایش دهند، نگرانی های عمیقی نیز در مورد پیامدهای گسترده تر اجتماعی و اقتصادی آن ایجاد کرده است (آکمیک و اوزن<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). این روند، نقش بنیادین اقتصاد واقعی را تضعیف

<sup>۱</sup> Zheng et al

<sup>۲</sup> Gulen & Ion

<sup>۳</sup> Akkemik & Ozen,

می‌کند، عدم تعادل ساختاری با اقتصاد مجازی ایجاد می‌کند و خطرات اقتصادی سیستمی را به همراه دارد (اورخان‌گزی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸).

ساختار سرمایه به ترکیب نسبی منابع مالی یک شرکت اشاره دارد (وانگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۴). این شاخص کلیدی سلامت مالی است و نقش مهمی در تعیین ارزش شرکت ایفا می‌کند. ساختار سرمایه یک شرکت نه تنها تحت تأثیر محدودیت‌های مالی خارجی، بلکه توسط تصمیمات استراتژیک مدیریت آن نیز قرار می‌گیرد (وانگ و ژائو<sup>۳</sup>، ۲۰۲۵). فعالیت‌های اقتصادی بخش عمومی، در دسترس بودن اعتبار بانکی و شرایط اقتصاد کلان همه تأثیرات مهمی بر ساختار سرمایه دارند. تغییرات در ساختار سرمایه اغلب پاسخ مدیریتی به تغییرات در محیط خارجی است (گائو و هو<sup>۴</sup>، ۲۰۲۵). یکی از مهم‌ترین حوزه‌هایی که از مالی‌سازی تأثیر می‌پذیرد، تصمیمات مربوط به تأمین مالی بدهی است. سطح تأمین مالی بدهی همواره به عنوان یکی از ارکان اساسی ساختار سرمایه مطرح بوده و تعیین‌کننده میزان ریسک مالی، هزینه سرمایه و ارزش شرکت است. درک چگونگی تأثیر مالی‌شدن شرکتی بر سطوح بدهی شرکت‌ها از نظر، نظری و عملی اهمیت زیادی دارد. از یک طرف، مالی‌شدن ساختار دارایی شرکت‌ها، الگوهای جریان نقدی و ترجیحات ریسک را تغییر می‌دهد که ممکن است مستقیماً بر رفتار تأمین مالی و تصمیمات ساختار سرمایه آنها تأثیر بگذارد. از طرف دیگر، با تعمیق یکپارچگی بخش‌های مالی و واقعی، مالی‌شدن بیش از حد می‌تواند تعادل بهینه بین تأمین مالی از طریق سهام و بدهی را مختل کند و به طور بالقوه شکنندگی مالی را افزایش دهد. بنابراین، بررسی رابطه بین مالی‌شدن و سطوح بدهی به روشن شدن سازوکارهای انتقال رفتار مالی بر ثبات مالی در سطح شرکت کمک می‌کند و پیامدهای مهمی برای حاکمیت شرکتی و تنظیم مقررات اقتصاد کلان دارد. برای شرکت‌های غیرمالی، افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی تمایل به کاهش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی

---

۱ Orhangazi

۲ Wang et al

۳ Wang & Zhao

۴ Gao & Hu

دارد (سو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۴). اغلب شرکت‌ها به نوعی از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. ساختار بدهی یکی از شاخص‌های مهم تعیین‌کننده موفقیت شرکت است و باعث رشد پایدار شرکت می‌شود. از این رو تصمیمات معطوف به ساختار بدهی برای بقای تجاری شرکت حیاتی هستند (حاجیها و اخلاقی، ۱۳۹۱).

یک مدل نظری فرآیند مالی سازی را از تخصیص دارایی‌های مالی و افزایش انعطاف پذیری نقدی آغاز کرده و با پذیرش استراتژی‌های پرریسک، نهایتاً منجر به کاهش نیاز و ظرفیت استقراض شرکت می‌شود. این پژوهش در پی آن است تا چگونگی تأثیر مالی سازی بر سطح تامین مالی بدهی را با تحلیل نقش تعدیل‌گر ریسک‌پذیری و مدیریت سود واکاوی کند و در نهایت به سوالات زیر پاسخ دهد:

۱. چگونه مالی سازی شرکتی بر سطح تامین مالی بدهی تاثیر معنادار دارد؟
۲. چگونه مالی سازی شرکتی بر سطح تامین مالی بدهی با نقش تعدیلگر ریسک‌پذیری تاثیر معنادار دارد؟
۳. چگونه مالی سازی شرکتی بر سطح تامین مالی بدهی با نقش تعدیلگر مدیریت سود تاثیر معنادار دارد؟

### **مبانی نظری و پیشینه پژوهش**

از جمله مهم‌ترین تصمیم‌های اقتصادی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری هستند؛ زیرا این تصمیم‌ها نقش تعیین‌کننده‌ای در مسیر رشد بنگاه‌ها، تخصیص بهینه منابع و حرکت اقتصاد به سمت توسعه ایفا می‌کنند. از این رو، سرمایه‌گذاری را می‌توان یکی از مهم‌ترین اهرم‌های تحقق توسعه اقتصادی و اجتماعی دانست. با این حال، اثربخشی این تصمیم‌ها تا حد زیادی به وجود اطلاعات کافی، منظم، شفاف و قابل اتکا وابسته است. در حال حاضر، فرایند مالی سازی شرکت‌ها توجه گسترده‌ای را در میان جامعه پژوهشی برانگیخته است. محققان معاصر نقش بسزایی در پیشبرد مطالعات مربوط به مالی سازی شرکت‌ها ایفا نموده‌اند. عمده این تحقیقات بر شناسایی عوامل محرک و پیامدهای اقتصادی ناشی از

مالی‌سازی متمرکز بوده‌اند. نتایج بسیاری از تحقیق‌های پیشین نشان می‌دهد که از مهم‌ترین دلایل مالی‌سازی شرکت‌ها می‌توان به مقابله با تمرکز قدرت مدیریتی، انگیزه کسب بازدهی بالاتر و نظریه واسطه‌گری واحد تجاری اشاره کرد. کنافو و دوتا (۲۰۲۰)، نتیجه گرفتند که مالی‌سازی شرکت ارتباط نزدیکی با قدرت مدیریتی دارد. ژو و همکاران (۲۰۲۳)، نتیجه گرفتند که اگرچه مالی شدن شرکت از دلایل زیادی مانند رفتار نمایندگی مدیران، تغییر مفاهیم حاکمیت شرکتی و بحران سودآوری ناشی می‌شود، اما منبع اصلی وسوسه بازده بالا دارایی‌های مالی است. برخی شرکت‌ها وجوه مازاد خود را از طریق اعطای اعتبار به سایر شرکت‌ها به کار می‌گیرند و بدین ترتیب، به جای اتکا به تأمین مالی از بانک، نقش یک نهاد واسطه را ایفا می‌کنند (ژو و همکاران، ۲۰۲۳).

ربیعی و مهدیان‌پور (۱۴۰۴)، در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر مالی‌سازی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری با نقش تعدیل‌کننده محدودیت‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به تحلیل داده‌های ۱۴۳ شرکت طی یک دوره ۱۰ ساله (۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰) پرداخته‌اند. این تحقیق با بهره‌گیری از روش تخمین حداقل مربعات تعمیم یافته به بررسی فرضیه‌ها پرداخت. نتایج حاصل نشان داد که مالی‌سازی شرکت، تأثیر مثبتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد؛ به این معنی که شرکت‌هایی که از روش‌های مالی‌سازی استفاده می‌کنند، در تخصیص سرمایه و دستیابی به بازدهی مطلوب، عملکرد بهتری دارند. همچنین، محدودیت‌های تأمین مالی، رابطه‌ی بین مالی‌سازی و کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند؛ به عبارت دیگر، در شرایطی که شرکت‌ها با محدودیت در دسترسی به منابع مالی مواجه هستند، اثرات مثبت مالی‌سازی بر کارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. پوراحمدی و فرساد امان‌اللهی (۱۴۰۰)، در تحقیقی با عنوان تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود، به بررسی ۱۱۸ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که مدیریت ریسک سازمانی تأثیر قابل توجهی بر مدیریت سود دارد.

---

۱ Knafo & Dutta

۲ Zhu et al

همچنین، تأمین مالی خارجی نیز بر مدیریت سود تأثیرگذار است. در نهایت، یافته‌ها حاکی از آن است که مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه‌ی بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود تأثیرگذار بوده و می‌تواند به عنوان یک عامل کلیدی در بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها در نظر گرفته شود.

فیضی و برادران حسن‌زاده (۱۳۹۸)، در تحقیقی با عنوان تأثیر انعطاف‌پذیری مالی و محدودیت در تأمین مالی بر مدیریت سود، به بررسی و مطالعه ۱۰۳ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که انعطاف‌پذیری مالی تأثیر منفی بر مدیریت سود واقعی و مصنوعی دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که از انعطاف‌پذیری مالی بیشتری برخوردارند، تمایل کمتری به مدیریت سود دارند. علاوه بر این، نتایج تحقیق حاکی از آن است که محدودیت‌های تأمین مالی تأثیر مثبتی بر مدیریت سود مصنوعی دارند. این بدان معناست که شرکت‌ها در شرایطی که با محدودیت‌های مالی مواجه هستند، ممکن است به سمت مدیریت سود مصنوعی گرایش پیدا کنند. با این حال، تأثیر محدودیت‌های تأمین مالی بر مدیریت سود واقعی معنادار نبوده و نشان‌دهنده این است که در شرایط مالی محدود، شرکت‌ها به طور عمده به مدیریت سود واقعی خود توجه نمی‌کنند.

ژائو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۵)، در پژوهشی به بررسی تأثیر مالی سازی بر ساختار سرمایه شرکتی با تمرکز بر چگونگی تأثیرگذاری میزان دارایی‌های مالی شرکت‌ها بر رفتارشان در زمینه تأمین مالی از طریق بدهی، با استفاده از یک مجموعه داده پانلی بزرگ از شرکت‌های فهرست‌شده چینی پرداختند. شواهد قوی نشان می‌دهد که سطوح بالاتر مالی سازی با سطوح پایین‌تری از تأمین مالی از طریق بدهی مرتبط است. نتایج رگرسیون پایه نشان می‌دهد که نسبت دارایی‌های مالی تأثیر منفی و معناداری بر سطوح بدهی شرکتی دارد و رابطه‌ای جانشینی بین منابع مالی داخلی و بدهی خارجی را نشان می‌دهد. برای بررسی مکانیسم‌های زیربنایی، دو کانال بالقوه انتقال را بررسی کردند: پذیرش ریسک و مدیریت

سود. نتایج نشان می‌دهد که مالی‌سازی، رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و در عین حال، میزان دستکاری در سود آن‌ها را کاهش می‌دهد. هر دو کانال نقش واسطه‌ای جزئی در رابطه بین مالی‌سازی و تأمین مالی از طریق بدهی ایفا می‌کنند و نشان می‌دهند که مالی‌سازی نه تنها تخصیص منابع شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، بلکه رفتار مدیریتی و شیوه‌های گزارشگری مالی آن‌ها را نیز تغییر می‌دهد. علاوه بر این، تحلیل ناهمگونی نشان می‌دهد که اثر منفی مالی‌سازی بر تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های دولتی و شرکت‌هایی با پوشش تحلیلی بالا، بیشتر است. این موضوع نشان می‌دهد که ساختار مالکیت و نظارت خارجی نقش مهمی در شکل‌دهی به تصمیمات مالی شرکت‌ها در شرایط مالی‌سازی ایفا می‌کنند. کاتلین و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، به بررسی چگونگی مدیریت سود در شرایطی که شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی مواجه هستند، پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که دسترسی محدودی به منابع مالی دارند، به دلیل فشارهای نظارتی و ریسک‌های مرتبط، کمتر به سمت مدیریت سود واقعی (مانند دستکاری در گزارش‌های مالی) گرایش پیدا می‌کنند. به عبارت دیگر، محدودیت تأمین مالی می‌تواند به عنوان یک عامل بازدارنده در برابر رفتارهای نامناسب مالی عمل کند. پژوهش زاگرز<sup>۲</sup> (۲۰۰۹)، با عنوان تأثیر افزایش اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی، به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و استراتژی‌های مدیریت سود در شرکت‌ها پرداخته است. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که با افزایش اهرم مالی مواجه هستند، افزایش سطح بدهی به طور معناداری با مدیریت سود واقعی همراه است. هدف اصلی مدیران از این مدیریت سود، تأثیرگذاری بر جریان‌های نقدی عملیاتی است. به عبارت دیگر، مدیران شرکت‌هایی که میزان بدهی بالاتری دارند، ممکن است از طریق دستکاری در فعالیت‌های عملیاتی واقعی (مانند تولید، فروش، یا هزینه‌ها) به مدیریت ارقام سود بپردازند تا تأثیرات مطلوب‌تری بر جریان‌های نقدی ایجاد کرده و یا انتظارات سهامداران و اعتباردهندگان را برآورده سازند.

---

<sup>۱</sup> Kathleen et al

<sup>۲</sup> Zagers

این یافته بر اهمیت در نظر گرفتن پیامدهای ساختار سرمایه بر رفتار گزارشگری سود تأکید دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش با رویکردی کاربردی و با بهره‌گیری از روش علی-پس‌رویدادی، به واکاوی روابط میان متغیرها پرداخته است. جامعه آماری این مطالعه شامل ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳ است که در مجموع ۱۰۱۰ مشاهده را تشکیل می‌دهند. به منظور افزایش دقت تحلیل، بانک‌ها، مؤسسات مالی و شرکت‌هایی با وقفه معاملاتی از نمونه آماری حذف گردیدند. همچنین، انتخاب نمونه‌ها از طریق روش غربالگری سیستماتیک و با تأکید بر شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند است، صورت گرفته است.

در فرضیه اول، هدف بررسی تأثیر مالی سازی شرکتی (CF) بر سطح تأمین مالی بدهی (DF) شرکت‌ها است. برای این منظور، رابطه بین مالی سازی شرکتی (CF) و میزان تأمین مالی بدهی (DF)، با کنترل عوامل اندازه شرکت (SIZE) و نقدینگی (LIQ)، از طریق مدل رگرسیونی زیر برآورد می‌شود:

$$DFit = \beta_0 + \beta_1 CFit + \beta_2 SIZEit + \beta_3 LIQit + \varepsilon it$$

در فرضیه دوم، هدف بررسی نقش تعدیل‌گر ریسک‌پذیری (RISK) بر رابطه میان مالی سازی شرکتی (CF) و سطح تأمین مالی بدهی (DF) است. برای این منظور، اثر تعاملی بین مالی سازی شرکتی و ریسک‌پذیری، با کنترل عوامل اندازه شرکت (SIZE) و نقدینگی (LIQ)، از طریق مدل رگرسیون تعاملی زیر برآورد می‌شود:

$$DFit = \beta_0 + \beta_1 CFit + \beta_2 RISKit + \beta_3 (CFit \times RISKit) + \beta_4 SIZEit + \beta_5 LIQit + \varepsilon it$$

در فرضیه سوم، هدف بررسی نقش تعدیل‌گر مدیریت سود (EM) بر رابطه بین مالی سازی شرکتی (CF) و سطح تأمین مالی بدهی (DF) است. برای این منظور، اثر

تعاملی بین مالی سازی شرکتی و مدیریت سود، با کنترل عوامل اندازه شرکت (SIZE) و نقدینگی (LIQ)، از طریق مدل رگرسیون تعاملی زیر برآورد می شود:

$$DFit = \beta_0 + \beta_1 CFit + \beta_2 EMit + \beta_3 (CFit \times EMit) + \beta_4 SIZEit + \beta_5 LIQit + \varepsilon_{it}$$

### اندازه گیری متغیرهای پژوهش:

در این پژوهش، تأمین مالی بدهی به عنوان متغیر وابسته، مطابق پژوهش محمد و همکاران ۱ (۲۰۲۲) با استفاده از نسبت بدهی های بلندمدت به کل دارایی ها اندازه گیری می شود. مالی سازی شرکتی نیز به عنوان متغیر مستقل، بر اساس رویکرد دمیر ۲ (۲۰۰۹)، توماسکوویچ دیوی و همکاران ۳ (۲۰۱۵) و جیانگ و همکاران ۴ (۲۰۲۲) از طریق نسبت دارایی های مالی به کل دارایی ها سنجیده می شود؛ به گونه ای که دارایی های مالی شامل دارایی های مالی تجاری، دارایی های مشتقه، وام های خالص، پیش پرداخت های اعطایی، دارایی های مالی موجود برای فروش، سرمایه گذاری های نگهداری شده تا سررسید و املاک سرمایه گذاری است. ریسک پذیری به عنوان متغیر تعدیلگر، با الگوی هاستن و همکاران ۵ (۲۰۱۰) و بر پایه شاخص Score-Z محاسبه می شود؛ این شاخص پس از لگاریتم طبیعی و ضرب در (-۱) به صورت معکوس تعدیل می گردد تا افزایش آن نشان دهنده افزایش ریسک پذیری باشد. همچنین، مدیریت سود نیز به عنوان متغیر تعدیلگر و با استفاده از ارقام تعهدی اختیاری مبتنی بر مدل اصلاح شده جونز اندازه گیری می شود. در این راستا، ارقام تعهدی اختیاری از تفاوت میان ارقام تعهدی کل نرمال شده و ارقام تعهدی غیرارادی به دست می آید. در نهایت، اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی با لگاریتم طبیعی کل دارایی ها و نقدینگی نیز با نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی ها اندازه گیری می شود.

۱ Muhammad et al

۲ Demir

۳ Tomaskovic Devey et al

۴ Jiang et al

۵ Houston et al

در ادامه فرضیه های پژوهش تبیین می شود:

۱. مالی سازی شرکتی بر سطح تامین مالی بدهی تاثیر معنادار دارد.
۲. مالی سازی شرکتی بر سطح تامین مالی بدهی با نقش تعدیلگر ریسک پذیری تاثیر معنادار دارد.
۳. مالی سازی شرکتی بر سطح تامین مالی بدهی با نقش تعدیلگر مدیریت سود تاثیر معنادار دارد.

### یافته ها

آمار توصیفی برای شناخت ویژگی های متغیرهای پژوهش، از جمله میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر، به کار می رود تا تصویر کلی از داده ها و میزان پراکندگی آن ها ارائه شود.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای مدل

کشیدگی	انحراف معیار	میانه	میانگین	بیشترین	کمترین	مشاهدات	داده ها
۲.۸۸۹	۰.۰۹۷۱	۰.۱۵۶۵	۰.۱۵۶۴	۰.۴۵۹	-۰.۱۴۵	۱۰۱۰	تامین مالی بدهی
۳.۱	۰.۱۹۳۲	-۰.۱۶۵	-۰.۱۶۲۹	۰.۴۳	-۰.۷۴	۱۰۱۰	مالی سازی
۲.۷۸۳	۰.۲۱۴۲	۰.۳۹	۰.۳۹۵۲	۰.۹۶۸	-۰.۲۵	۱۰۱۰	ریسک شرکتی
۲.۸۷۹	۰.۷۳۴۸	۰.۱۹	۰.۱۸۴۵	۲.۳۴	-۲.۱۲	۱۰۱۰	مدیریت سود
۲.۹۰۹	۱.۰۶۹۹	۵.۵۸۵	۵.۵۸۴۳	۸.۹۱	۲.۲۶	۱۰۱۰	اندازه شرکت
۳.۱۸۷	۰.۲۲۲۹	۰.۲	۰.۲۰۷۴	۰.۸۵	-۰.۵۴۳	۱۰۱۰	نقدینگی

تحلیل شاخص های توصیفی نشان می دهد که داده ها در تمامی متغیرها دارای توزیع نزدیک به نرمال (کشیدگی نزدیک به ۳) و پراکندگی منطقی هستند که مناسب بودن آن ها را برای آزمون های رگرسیونی تأیید می کند. میانگین تامین مالی بدهی (۰.۱۵۶۴) و

مالی سازی (۰.۱۶۲۹-) در کنار سایر متغیرها، بیانگر وضعیت تعادلی شرکت‌های نمونه و وجود تنوع کافی در داده‌ها جهت بررسی دقیق اثرات متغیرهای کنترلی است. نزدیکی مقدار میانگین به میانه در تمامی موارد، حاکی از نبود چولگی شدید در داده‌هاست که اعتبار نتایج آماری را در مدل‌سازی اقتصادسنجی افزایش می‌دهد.

آزمون جارک-برا برای بررسی نرمال بودن توزیع پسماندها (خطاها) در مدل‌های رگرسیونی استفاده می‌شود که بر اساس شاخص‌های چولگی و کشیدگی، انحراف داده‌ها از توزیع نرمال را ارزیابی می‌کند. اگر سطح معناداری (p-value) این آزمون کمتر از ۰.۰۵ باشد، فرض صفر (نرمال بودن توزیع) رد شده و این موضوع بر اعتبار استنتاج‌های آماری مدل تأثیر می‌گذارد.

#### جدول ۲. آزمون جارک-برا

شرح	جارک-برا	سطح معناداری
تامین مالی بدهی	۰.۵۱۶۲	۰.۷۷۲۴
مالی سازی	۱.۹۶۶	۰.۳۷۴
ریسک شرکتی	۲.۰۹۶	۰.۳۵۰۵
مدیریت سود	۰.۶۵۱۹	۰.۷۲۱۸
اندازه شرکت	۰.۳۴۹۹	۰.۸۳۹۴
نقدینگی	۱.۵۱۴	۰.۴۶۸۹

تمامی متغیرهای پژوهش، شامل «تامین مالی بدهی»، «مالی سازی شرکتی»، «ریسک شرکتی»، «مدیریت سود»، «اندازه شرکت» و «نقدینگی»، دارای سطح معنادار (p-value) بزرگتر از ۰.۰۵ در آزمون جارک-برا هستند.

این یافته نشان می‌دهد که توزیع داده‌ها برای تمام متغیرها نرمال است و پیش فرض لازم برای استفاده از روش‌های آماری پارامتریک مانند تحلیل رگرسیون کلاسیک برآورده شده است، که این امر اعتبار نتایج مدل را تأیید می‌کند.

آزمون همبستگی پیرسون، قدرت و جهت رابطه خطی بین دو متغیر عددی را با ضریب همبستگی بین ۱- تا ۱ اندازه‌گیری می‌کند.

ضریب نزدیک به ۱ نشان دهنده همبستگی مثبت قوی، نزدیک به ۰-۱ نشان دهنده همبستگی منفی قوی، و نزدیک به صفر نشان دهنده عدم وجود یا ضعف رابطه خطی است.

جدول ۳. آزمون همبستگی پیرسون

شرح	تامین مالی بدهی	مدیریت سود	مالی سازی	نقدینگی	ریسک	اندازه
تامین مالی بدهی	۱.۰۰۰۰۰۰					
مدیریت سود	۰.۰۰۷۸۶۱	۱.۰۰۰۰۰۰				
مالی سازی	-۰.۰۵۲۸۶۱۴	-۰.۰۳۸۳۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰			
نقدینگی	۰.۱۹۳۱۸۷	۰.۴۶۷۸۲۴	-۰.۲۸۶۵۱۹	۱.۰۰۰۰۰۰		
ریسک	۰.۰۶۰۰۱۲	-۰.۰۲۶۴۸۱	۰.۰۲۲۸۲۷	-۰.۰۱۹۷۲۰	۱.۰۰۰۰۰۰	
اندازه	-۰.۰۵۰۹۰۸۰	۰.۲۲۶۲۱۷	۰.۱۵۹۶۳۹	-۰.۱۳۰۳۲۰	-۰.۰۳۵۷۷۴	۱.۰۰۰۰۰۰

نتایج آزمون همبستگی پیرسون نشان می دهد که روابط خطی میان متغیرهای پژوهش عمدتاً ضعیف تا متوسط است و بیشترین همبستگی منفی بین تامین مالی بدهی با اندازه شرکت و مالی سازی مشاهده می شود. از آنجا که همبستگی بین متغیرهای مستقل کمتر از ۰.۷۰ است، فرضیه عدم هم خطی تأیید می شود و استفاده از مدل های رگرسیونی با کنترل این روابط را توجیه می کند. آزمون مانایی (لوین، لین و چو) برای بررسی ایستایی داده ها به کار می رود، که در آن فرضیه صفر بیانگر نایستایی بودن داده ها (وجود ریشه واحد) است. اگر  $p\text{-value}$  کمتر از ۰.۰۵ باشد، فرضیه صفر رد شده و داده ها ایستا تلقی

می‌شوند که برای تحلیل‌های اقتصادسنجی مطلوب است؛ در غیر این صورت، نیاز به استفاده از روش‌های داده‌های نایستا مانند تفاضل‌گیری وجود دارد.

#### جدول ۴. نتایج آزمون مانایی داده‌ها

نتیجه	سطح معناداری	آماره محاسبه شده	شرح
مانا	۰.۰۰۰۰	-۱۰.۳۸۴۵	تامین مالی بدهی
مانا	۰.۰۰۰۰	-۱۵.۳۵۶۶	مدیریت سود
مانا	۰.۰۰۰۰	-۱۲.۸۳۹۸	مالی‌سازی
مانا	۰.۰۰۰۰	-۱۳.۲۵۲۶	نقدینگی
مانا	۰.۰۰۰۰	-۱۲.۹۷۵۰	ریسک
مانا	۰.۰۰۰۰۶	-۳.۲۳۳۷۴	اندازه

با توجه به اینکه تمام مقادیر  $p$ -value در آزمون مانایی کمتر از ۰.۰۵ هستند، فرضیه ناپایداری داده‌ها رد شده و تمام متغیرها مانا تلقی می‌شوند. این پایداری سری‌های زمانی متغیرها در دوره ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳، امکان استفاده از آن‌ها را در مدل‌های آماری که فرض مانایی را در نظر می‌گیرند، فراهم می‌سازد.

آزمون‌های  $F$ -Limer و Hausman ابزارهای تعیین‌کننده برای انتخاب بهترین مدل داده‌های پانل هستند:

آزمون  $F$ -Limer: با بررسی معنادار بودن تفاوت‌های میان واحدهای مقطعی، مشخص می‌کند که آیا مدل اثرات ثابت بر مدل ترکیبی ارجحیت دارد یا خیر.

آزمون Hausman: پس از تعیین مرحله قبل، میان مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی تمایز قائل می‌شود؛ به گونه‌ای که در صورت وجود همبستگی میان متغیرهای مستقل و اثرات مشاهده‌نشده، مدل اثرات ثابت و در غیر این صورت مدل اثرات تصادفی انتخاب می‌شود.

#### جدول ۵. آزمون اف‌لیمر و هاسمن

شرح	فرضیه اول	فرضیه دوم	فرضیه سوم
اف لیمر	۳۹.۵۵۳	۳۹.۹۱۶	۳۵.۹۸۲

۰.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	سطح معناداری
پانلی	پانلی	پانلی	نتیجه
۱۵۹.۸۰۱	۱۴۴.۹۷۴	۱۳۰.۸۹۴	هاسمن
۰.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	سطح معناداری
اثرات ثابت	اثرات ثابت	اثرات ثابت	نتیجه

نتایج آزمون افلیمر نشان می دهد که در هر سه فرضیه، مقدار آماره ها معنادار و سطح معناداری کمتر از ۰.۰۵ است؛ بنابراین مدل پانلی بر مدل تلفیقی برتری دارد و استفاده از داده های تابلویی مناسب است.

همچنین آزمون هاسمن در هر سه فرضیه معنادار شده و چون سطح معناداری آن نیز ۰.۰۰۰۰۰ است، مدل اثرات ثابت نسبت به اثرات تصادفی ارجحیت دارد.

در نتیجه، برای هر سه فرضیه، مدل پانلی با اثرات ثابت باید مبنای تحلیل و آزمون فرضیه ها قرار گیرد. نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه اول در جدول ۶ ارائه شده است: فرضیه اول: مالی سازی شرکتی بر سطح تامین مالی بدهی تاثیر معنادار دارد.

#### جدول ۶. تحلیل مدل رگرسیونی فرضیه اول

متغیر	ضریب برآوردی	ضریب استاندارد شده	آزمون T	سطح معناداری	آماره F	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰.۴۰۹۵۱۱	۰.۰۱۸۲۶۹	۲۲.۴۱۵۷۱	۰.۰۰۰۰۰	۳۶.۸۶۴	۰.۰۰۰۰۰
مالی سازی	-۰.۰۹۹۲۲	۰.۰۱۵۳۲۲	-۶.۴۷۶۱۸۱	۰.۰۰۰۰۰		
اندازه	-۰.۰۴۸۴۶۸	۰.۰۰۳۰۰۱	-۱۶.۱۵۲۰۴	۰.۰۰۰۰۰		
نقدینگی	۰.۰۰۶۸۴۶	۰.۰۱۱۰۰۳	۰.۶۲۲۲۱۷	۰.۵۳۴		
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده		دوربین واتسون			
۰.۸۲۱	۰.۷۹۹		۱.۵۱۰۳			

تحلیل رگرسیون فرضیه اول نشان می‌دهد که مدل با آماره F برابر با ۳۶.۸۶۴ و سطح معناداری ۰.۰۰۰۰۰ از اعتبار و معناداری کلی بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰.۷۹۹ است که بیانگر قدرت توضیحی بسیار بالای مدل (حدود ۸۰ درصد) در پیش‌بینی تغییرات متغیر وابسته است. مقدار دوربین واتسون ۱.۵۱۰۳ نیز نشان‌دهنده وجود خودهمبستگی مثبت در پسماندهاست.

نتایج نشان داد که متغیر مالی سازی با ضریب ۰.۰۹۹۲۲- و سطح معناداری ۰.۰۰۰۰۰ تأثیر منفی و معناداری بر تأمین مالی بدهی دارد.

در نهایت، با رد فرضیه صفر، تأیید می‌شود که افزایش مالی سازی شرکتی منجر به کاهش سطح تأمین مالی از طریق بدهی می‌گردد.

نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه دوم در جدول ۷ ارائه شده است:

فرضیه دوم: مالی سازی شرکتی بر سطح تأمین مالی بدهی با نقش تعدیلگر ریسک‌پذیری تأثیر معنادار دارد.

جدول ۷. تحلیل مدل رگرسیونی فرضیه دوم

متغیر	ضریب برآوردی	ضریب استاندارد شده	آزمون T	سطح معناداری	آماره F	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰.۳۹۹۳۴۲	۰.۰۱۸۶۲۶	۲۱.۴۴۰۰۶	۰.۰۰۰۰۰	۳۶.۵۹۴۵	۰.۰۰۰۰۰
مالی سازی	-۰.۰۹۱۵۷	۰.۰۲۱۳۱۴	-۴.۲۹۶۲۱۷	۰.۰۰۰۰۰		
ریسک‌پذیری	۰.۰۱۹۳۹۷	۰.۰۰۹۵۳۹	۲.۰۳۳۴۱۳	۰.۰۴۲۳		
ریسک‌پذیری × مالی سازی	-۰.۰۱۹۲۱۳	۰.۰۳۹۱۱۱	-۰.۴۹۱۲۴۳	۰.۶۲۳۴		
اندازه	-۰.۰۴۸۰۹	۰.۰۰۲۹۹۳	-۱۶.۰۶۶۸۶	۰.۰۰۰۰۰		
نقدینگی	۰.۰۰۸۸۷۴	۰.۰۱۰۹۷۹	۰.۸۰۸۳۳۰۱	۰.۴۱۹۱		
ضریب تعیین		ضریب تعیین تعدیل شده		دوربین واتسون		
۰.۸۲۳		۰.۸		۱.۵۴۱۳		

تحلیل رگرسیون فرضیه اول نشان می دهد که مدل با آماره  $F$  برابر با ۳۶.۵۹۴۵۴ و سطح معناداری ۰.۰۰۰۰۰ از اعتبار و معناداری کلی بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰.۸ است که بیانگر قدرت توضیحی بسیار بالای مدل (۸۰ درصد) در پیش بینی تغییرات متغیر وابسته است. مقدار دوربین واتسون ۱.۵۴۱۳ نیز نشان دهنده وجود خودهمبستگی مثبت در پسماندهاست.

نتایج حاکی از آن است که مالی سازی دارای تأثیر منفی و معنادار  $-۰.۰۹۱۵۷$  و ریسک پذیری دارای تأثیر مثبت و معنادار  $۰.۰۱۹۳۹۷$  بر سطح تامین مالی بدهی است. با این حال، بررسی اثر تعاملی نشان داد که ضریب تعامل بین ریسک پذیری و مالی سازی برابر با  $-۰.۰۱۹۲۱۳$  با سطح معناداری  $۰.۶۲۲۴$  است؛ از آنجا که این مقدار بسیار بزرگتر از  $۰.۰۵$  است، نقش تعدیلگر ریسک پذیری معنادار نیست و فرضیه دوم رد می شود.

نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه سوم در جدول ۸ ارائه شده است:

فرضیه سوم: مالی سازی شرکتی بر سطح تامین مالی بدهی با نقش تعدیلگر مدیریت سود تاثیر معنادار دارد.

جدول ۸. تحلیل مدل رگرسیونی فرضیه سوم

متغیر	ضریب برآوردی	ضریب استاندارد شده	آزمون T	سطح معناداری	آماره F	سطح معناداری
عرض از مبدا	۰.۴۱۷۶۰۱	۰.۰۱۷۸۶۴	۲۳.۳۷۷۰۱	۰.۰۰۰۰۰	۳۸.۶۰۲	۰.۰۰۰۰۰
مالی سازی	-۰.۱۱۲۵۴۹	۰.۰۱۵۲۲۴	-۷.۳۹۲۹۴۴	۰.۰۰۰۰۰		
مدیریت سود	۰.۰۱۶۸۳۱	۰.۰۰۳۰۰۳	۵.۶۰۴۹۲	۰.۰۰۰۰۰		
مدیریت سود × مالی سازی	-۰.۰۲۵۳۰۲	۰.۱۱۹۳۴	-۲.۱۲۰۱۲۴	۰.۰۳۴۳		
اندازه	-۰.۰۴۹۸۳۸	۰.۰۰۲۹۳۳	-۱۶.۹۸۹۹	۰.۰۰۰۰۰		
نقدینگی	-۰.۰۲۵۰۳۷	۰.۰۱۱۶۳۸	-۲.۱۵۱۳۷۷	۰.۰۳۱۷		

ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون
۰.۸۳	۰.۸۰۹	۱.۵۲۳

تحلیل رگرسیون فرضیه اول نشان می‌دهد که مدل با آماره  $F$  برابر با ۳۸.۶۰۲ و سطح معناداری ۰.۰۰۰۰۰ از اعتبار و معناداری کلی بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۰.۸۰۹ است که بیانگر قدرت توضیحی بسیار بالای مدل (حدود ۸۱ درصد) در پیش‌بینی تغییرات متغیر وابسته است. مقدار دوربین واتسون ۱.۵۲۳ نیز نشان‌دهنده وجود خودهمبستگی مثبت در پسماندهاست.

یافته کلیدی این است که تأثیر تعدیل‌گر مدیریت سود معنادار است. ضریب تعاملی بین مدیریت سود و مالی‌سازی ۰.۲۵۳۰۲- و سطح معناداری ۰.۰۳۴۳ که کوچکتر از ۰.۰۵ است.

به طور کلی، فرضیه سوم مبنی بر تأثیر معنادار نقش تعدیل‌گر مدیریت سود بر رابطه بین مالی‌سازی و تأمین مالی بدهی تأیید می‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف از این پژوهش، واکاوی اثرات مالی‌سازی شرکتی بر سطح تأمین مالی بدهی و بررسی نقش تعدیل‌گر دو متغیر کلیدی یعنی «ریسک‌پذیری» و «مدیریت سود» بوده است. نتایج حاصل از آزمون‌های رگرسیونی نشان داد که مدل‌های مورد استفاده از برازش و قدرت تبیین بسیار بالایی برخوردارند و متغیرهای مستقل و کنترلی به درستی در مدل جای گرفته‌اند.

فرضیه اول: یافته‌ها حاکی از آن است که مالی‌سازی شرکتی تأثیر منفی و معناداری بر سطح تأمین مالی بدهی دارد. با گسترش فعالیت‌های مالی و افزایش دارایی‌های مالی در ترازنامه، شرکت‌ها تمایل یا نیاز خود را به استقراض و استفاده از ابزارهای مبتنی بر بدهی کاهش می‌دهند. این امر نشان‌دهنده تغییر استراتژی در ساختار سرمایه و جایگزینی منابع مالی حاصل از سرمایه‌گذاری‌های مالی با استقراض‌های خارجی است. این یافته با ادبیات پیشین (ژائو و همکاران، ۲۰۲۵) همسو است.

فرضیه دوم: در بررسی نقش تعدیل گر ریسک پذیری، علی رغم معناداری اثرات مستقیم مالی سازی و ریسک پذیری بر بدهی، اثر تعاملی میان این دو متغیر از نظر آماری معنادار نبود. این نتیجه نشان می دهد که میزان ریسک پذیری شرکت، شدت یا جهت تأثیرگذاری مالی سازی بر انتخاب ساختار سرمایه را تغییر نمی دهد. به عبارت دیگر، فرآیند مالی سازی و کاهش وابستگی به بدهی، مستقل از سطح ریسک پذیری واحد تجاری صورت می گیرد و فرضیه دوم پژوهش رد گردید.

فرضیه سوم: نتایج نشان داد که مدیریت سود نقش تعدیل گر معناداری در رابطه میان مالی سازی و تأمین مالی بدهی ایفا می کند. ضریب منفی متغیر تعاملی حاکی از آن است که مدیریت سود، اثر کاهنده مالی سازی بر سطح بدهی را تشدید می کند. به بیان دقیق تر، در شرکت هایی که سطح مدیریت سود بالاتری دارند، گسترش فعالیت های مالی منجر به کاهش شدیدتر استفاده از بدهی می شود. این یافته با پژوهش های فیضی و برادران حسن زاده (۱۳۹۸)، همخوانی داشته و نشان می دهد که رفتارهای مدیریتی (مدیریت سود) می تواند پیامدهای مالی سازی بر ساختار سرمایه را تقویت کند.

### **پیشنهاد برای تحقیقات آتی**

۱. بررسی تأثیر مالی سازی شرکتی بر ارزش بازار و عملکرد بلندمدت شرکت ها.
۲. بررسی نقش تعدیل گر «حاکمیت شرکتی» در رابطه بین مالی سازی و ساختار سرمایه.

## منابع

- حاجیها، زهره و اخلاقی، حسینعلی. (۱۳۹۱). "بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سررسید بدهی: آزمون تجربی تئوری نمایندگی و تئوری اهرم". فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی و حسابرسی، ۵ (۱۸)، ۱۷۵-۱۹۵.
- پوراحمدی، محمدحسین؛ فرساد امان‌اللهی، غلامرضا؛ پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال سیزدهم/شماره ۴۹/ بهار ۱۴۰۰ صفحه ۷۳ تا ۹۵.
- ربیعی، خدیجه؛ مهدیان‌پور، مرتضی. (۱۴۰۴). بررسی تاثیر مالی‌سازی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری براساس نقش تعدیل‌کننده محدودیت‌های تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی سال ۱۳ تابستان ۱۴۰۴ شماره ۲ (پیاپی ۴۹).
- فیضی، حمیده؛ برادران حسن‌زاده. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، پاییز ۱۳۹۸، شماره ۴۳، از صفحه ۸۵ تا ۱۰۲.
- Akkemik, K. A., & Ozen, S. (۲۰۱۴). Macroeconomic and institutional determinants of financialisation of non-financial firms: Case study of Turkey. *Socio-Economic Review*, ۱۲(۱), ۷۱-۹۸. <https://doi.org/10.1093/ser/mwt006>.
- Demir, F. (۲۰۰۹). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, ۸۸(۲), ۳۱۴-۳۲۴. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>.
- Gao, J., & Hu, F. (۲۰۲۵). Can digital finance change corporate capital structure? *Finance Research Letters*, ۷۹, Article ۱۰۷۲۷۲. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107272>.
- Gulen, H., & Ion, M. (۲۰۱۶). Policy uncertainty and corporate investment. *Review of Financial Studies*, ۲۹(۳), ۵۲۳-۵۶۴. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>.
- Jiang, F; Shen, Y; & Cai, X. (۲۰۲۲). Can multiple blockholders restrain corporate financialization? *Pacific-Basin Finance Journal*, ۱۰۱۸۲۷.
- Kathleen, F, & Emre, U Jin, Y(۲۰۱۴), "Stock repurchases as an earnings management mechanism:The impact of financing constraints", *Journal of Corporate Finance* ۲۵ . ۱-۱۵.
- Knafo, Samuel and Dutta, Sahil Jai. ۲۰۲۰. The myth of shareholder primacy. *IPPR Progressive Review*, ۲۶(۴), pp. ۳۲۸-۳۳۴. ISSN ۲۵۷۳-۲۳۲۳.
- Muhammad, H., Migliori, S., & Mohsni, S., ۲۰۲۲. Corporate governance and R&D investment: the role of debt financing. *Industrial and Corporate Change*, ۳۱(۳), PP.۶۲۸-۶۵۳.

Orhangazi, " O. (۲۰۰۸). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: ۱۹۷۳-۲۰۰۳. *Cambridge Journal of Economics*, ۳۲(۶), ۸۶۳-۸۸۶. <https://doi.org/10.1093/cje/ben009>.

Su, K., Zhao, Y., & Wang, Y. (۲۰۲۴). Customer concentration and corporate financialization: Evidence from non-financial firms in China. *Research in International Business and Finance*, ۶۸, Article ۱۰۲۱۵۹. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102159>.

Tomaskovic-Devey, Donald. Lin, Ken-Hou. Meyers, Nathan. (۲۰۱۵), Did Financialization Reduce Economic Growth?. *Socio-economic review*, ۲۰۱۵. Correspondence: [tomaskovic-devey@soc.umass.edu](mailto:tomaskovic-devey@soc.umass.edu).

Trivedi, S. R. (۲۰۱۴). Financialisation and accumulation: A firm-level study in the Indian context. *Procedia Economics and Finance*, ۱۱, ۳۴۸-۳۵۹. [https://doi.org/10.1016/S2212-0671\(14\)00203-2](https://doi.org/10.1016/S2212-0671(14)00203-2).

Wang, P., & Zhao, R. (۲۰۲۵). Macro leverage ratio of government departments and the dynamic adjustment of corporate capital structure. *International Review of Financial Analysis*, ۱۰۲, Article ۱۰۴۰۲۹. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104029>.

Wang, Z., Dai, R., & Li, X. (۲۰۲۴). Chapter ۳—Preparation and characterization of antibiofouling membranes. In Z. Wang, R. Dai, & X. Li (Eds.), *Antibiofouling membranes for water and wastewater treatment* (pp. ۷۷-۱۲۱). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-443-13831-7,0003-8>.

Zagers, I. (۲۰۰۹). "The effect of leverage increases on real earnings management". Working Paper.

Zhao, Qing., Gan, Yihan., Song, Lijun., Fan, Suqing. (۲۰۲۵). Research on the impact of corporate financialization on debt financing level: From the dual perspectives of risk-taking and earnings management. *International Review of Economics and Finance* ۱۰۳ (۲۰۲۵) ۱۰۴۳۲۸.

Zhu, G. P; Gui, H. F; Peng, T; & Jiang, C. H. (۲۰۲۳). Corporate tax avoidance and corporate financialization: The moderating effect of managerial myopia. *Managerial and Decision Economics*, ۴۴(۱), ۴۵۹-۴۷۲.

Zheng, D., Yang, G., Lei, L., & Li, P. (۲۰۲۵). Feed-back effect or crowding-out effect: The influence of financialization on the main business performance of real enterprises. *International Review of Economics & Finance*, ۹۸, Article ۱۰۳۸۷۹. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.103879>.

## The Impact of Corporate Financialization on the Level of Debt Financing: From the Dual Perspective of Risk-Taking and Earnings Management

Seyedeh Mahboubeh Jafari<sup>۱</sup>

Zahra Mohammadpour Kangachar<sup>۲</sup>

### Abstract

**Background and Objective:** The recent shift in corporate strategy toward the accumulation of financial assets has highlighted the phenomenon of corporate financialization in capital structure management. This approach influences debt financing decisions. The present study aims to investigate the impact of corporate financialization on the level of debt financing and analyzes the moderating roles of risk-taking and earnings management in this relationship.

**Methodology:** This applied research was conducted using secondary data from ۱,۰۱۰ observations of ۱۰۱ companies listed on the Tehran Stock Exchange between ۲۰۱۵ and ۲۰۲۴. A regression model was employed to analyze the data and test the hypotheses.

**Results:** The results indicated that corporate financialization has a significant negative impact on the level of debt financing. Furthermore, earnings management, acting as a moderating variable, significantly exacerbated the negative effect of financialization on debt financing, whereas risk-taking did not play a significant moderating role in this relationship.

**Conclusion:** The findings of this research emphasize the importance of asset composition in capital structure decisions. Increased financialization, particularly in the presence of earnings management, can lead to a reduction in a company's reliance on debt. It is recommended that regulatory bodies prevent structural risks arising from excessive financialization by strengthening disclosure transparency and monitoring earnings quality.

**Keywords:** Corporate Financialization, Debt Financing, Risk-Taking, Earnings Management.

---

<sup>۱</sup> Assistant Professor, Department of Financial Management, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

[Jafari.104@iaui.ir](mailto:Jafari.104@iaui.ir)

<sup>۲</sup> MSc Student, Faculty of Economics, Management, and Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran