



## The Effect of Peer Firms on Corporate Financialization: The Role of Industry Competition, Financial Flexibility, and Corporate Risk-Taking

Dr. Narges Hamidian<sup>1\*</sup>, Hamed Marzian<sup>2</sup>

1. Assistant Professor of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran.
2. PhD Student in Financial Engineering, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran.

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Received: 2025-07-29 Revised: 2025-11-20 Accepted: 2025-11-26	In recent years, corporate financialization has emerged as a key trend in the global economy, attracting the attention of researchers and policymakers. This phenomenon refers to the growing share of financial investments in companies' financial position statements and a declining focus on operational activities. One important aspect of this trend is the influence of peer firms' financial behavior within the same industry. This study investigates the impact of peer firms' financialization on corporate financialization and examines the moderating roles of industry competition, financial flexibility, and corporate risk-taking in this relationship. A sample of 143 firms listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2011–2023 was analyzed using panel data and regression models. The findings reveal that peer firms' financialization has a significant and positive effect on corporate financialization. Furthermore, financial flexibility and corporate risk-taking intensify this relationship as moderating factors. However, industry competition did not show a significant moderating effect, indicating a heterogeneous response of firms to peer financialization behavior under competitive conditions. These results highlight that in uncertain environments; firms are more likely to emulate their peers' financial behavior—depending on their own financial and strategic characteristics—to make more optimal financial decisions. The study provides useful insights for managers and policymakers by underlining the importance of peer behavior and contextual factors in shaping corporate financial strategies, particularly in high-risk and uncertain conditions.
* Corresponding author:  Dr. Narges Hamidian Assistant Professor of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran.  Email: <a href="mailto:n.hamidian@ase.ui.ac.ir">n.hamidian@ase.ui.ac.ir</a>	

## **1. Introduction**

Over the past few decades, the financialization of non-financial firms has emerged as a prominent global trend. Financialization refers to the growing practice of firms allocating resources toward financial assets—such as stocks, bonds, and other market-based instruments—rather than focusing solely on real investments in production and operations. While financialization may offer firms opportunities for liquidity and short-term gains, it also raises concerns about underinvestment in core business activities, market volatility exposure, and systemic risk. In emerging markets, where financial systems are often less mature and information asymmetries are more severe, the determinants of firm-level financialization warrant deeper investigation.

Among various explanatory factors, peer behavior has gained increasing attention as a driver of corporate financial decisions. According to social learning and institutional theories, firms may mimic the behavior of their peers in an effort to reduce uncertainty, maintain legitimacy, or align with perceived best practices. Peer effects have been extensively examined in domains such as capital structure, cash holdings, and investment efficiency, but their role in explaining firm-level financialization remains underexplored. Furthermore, firm-level traits such as financial flexibility and risk-taking propensity may condition the strength of peer effects. In competitive industries, firms may also feel compelled to replicate peers' financial strategies to protect or enhance their market position. This study seeks to extend our understanding of peer effects in financialization by incorporating these moderating variables in the context of Iranian listed firms.

## **2. Research Questions or Hypotheses**

This study seeks to explore whether the financialization behavior of peer firms has a statistically significant impact on a firm's own financialization. Furthermore, it investigates how three contextual variables—industry competition, financial flexibility, and corporate risk-taking—moderate this relationship. The research is guided by the following hypotheses:

1. Peer firms' financialization has a positive and significant effect on the financialization of a focal firm.
2. Industry competition amplifies the effect of peer financialization on corporate financialization.
3. Financial flexibility strengthens the influence of peer financialization on the focal firm's financialization.

4. Corporate risk-taking intensifies the relationship between peer financialization and a firm's own financialization.

### 3. Methods

This is an applied, correlational study based on a panel dataset. The sample consists of 143 non-financial firms listed on the Tehran Stock Exchange between 2011 and 2023, selected based on criteria such as data availability, consistent fiscal years, and industry homogeneity. The dependent variable, corporate financialization (Fin), is measured as the ratio of financial assets to total assets. The independent variable, peer financialization (PeerFin), is calculated as the average financialization of firms in the same industry, excluding the focal firm. Moderating variables include:

*Industry Competition (HHI)*: measured using the inverted Herfindahl-Hirschman Index. *Financial Flexibility (FinFlex)*: computed based on deviations in cash holdings and leverage from industry medians. *Corporate Risk-Taking (ROAV)*: measured by the standard deviation of return on assets over the prior three years.

To test the hypotheses, four panel regression models were developed following Zhang et al. (2024), controlling for firm-level (size, leverage, institutional ownership, working capital turnover, growth) and industry-level characteristics. The models control for year fixed effects, and heteroscedasticity is addressed using GLS estimations with White corrections. No multicollinearity issues were found.

### 4. Results

The empirical analysis supports most of the proposed hypotheses. Peer financialization has a positive and statistically significant effect on firm financialization, confirming H1. Firms tend to emulate the financial strategies of their industry peers, especially under uncertain or dynamic market conditions. However, contrary to theoretical expectations, industry competition does not significantly moderate the peer effect (H2 rejected). This result is discussed in detail in the following section. Financial flexibility significantly moderates this relationship (H3 confirmed), suggesting that more financially flexible firms are better positioned to respond to peer behavior. Risk-taking also positively moderates the peer effect (H4 confirmed), indicating that firms with a higher tolerance for risk are more responsive to external cues from peer behavior.

## 5. Discussion and Conclusion

The findings confirm the existence of peer effects in corporate financialization, consistent with social learning theory and institutional isomorphism. In uncertain environments, especially in emerging markets, firms tend to rely on external information derived from peer behavior to guide financial decisions. The significant moderating roles of financial flexibility and risk-taking reinforce the view that internal firm characteristics influence how firms interpret and react to the actions of peers.

The lack of a significant moderating effect for industry competition may be attributed to several factors. First, in the Iranian market, competitive dynamics may be muted due to regulatory structures, market concentration, or the prevalence of state-owned enterprises, which reduces the strategic necessity for firms to imitate peers strictly as a means of surviving competition. Second, since the peer financialization variable is constructed at the industry level, it may already embed competitive dynamics, thereby limiting the added explanatory power of a separate competition variable. Finally, mimetic behavior may be driven more by institutional pressures—such as conformity, legitimacy, and uncertainty avoidance—than by direct competitive threats.

This study contributes to the growing literature on peer effects in financial decision-making by extending the conversation to the realm of financialization. It also emphasizes the role of firm-level behavioral traits in shaping responses to peer strategies. From a practical standpoint, the findings suggest that corporate managers should monitor peer behavior in financial asset allocation, particularly when operating in volatile or opaque environments. Regulators and policymakers should also be aware that firm-level financialization is not solely driven by internal optimization but is influenced by strategic imitation and environmental perceptions.

Future research may benefit from exploring how institutional quality, market transparency, or managerial cognition further shape the peer-financialization nexus, especially in diverse economic and regulatory settings.

**Keywords:** Corporate Financialization, Peer Firms, Industry Competition, Financial Flexibility, Risk-Taking.



## تأثیر همتایان بر مالی‌شدن شرکت‌ها: نقش رقابت صنعت، انعطاف‌پذیری مالی و

### ریسک‌پذیری شرکت

دکتر نرگس حمیدیان<sup>۱\*</sup>، حامد مرزبان<sup>۲</sup>

**چکیده:** در سال‌های اخیر، مالی‌شدن شرکت‌ها به عنوان یکی از روندهای کلیدی در اقتصاد جهانی مورد توجه پژوهشگران و سیاست‌گذاران قرار گرفته است. این پدیده به افزایش سرمایه‌گذاری‌های مالی در صورت وضعیت مالی شرکت‌ها و کاهش تمرکز بر فعالیت‌های عملیاتی اشاره دارد. از سوی دیگر، تأثیرپذیری شرکت‌ها از رفتار مالی همتایان خود در صنعت یکی از جنبه‌های مهم این روند محسوب می‌شود. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر مالی‌شدن همتایان بر مالی‌شدن شرکت و نقش عوامل رقابت صنعت، انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری شرکت بر این رابطه است. بدین منظور، نمونه‌ای متشکل از ۱۴۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۲ مورد مطالعه قرار گرفته است. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوهای رگرسیونی و داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد مالی‌شدن همتایان تأثیر مثبت و معناداری بر مالی‌شدن شرکت دارد. همچنین، انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری شرکت به‌عنوان عوامل تعدیل‌گر، اثرگذاری مالی‌شدن همتایان بر مالی‌شدن شرکت را تقویت می‌کنند. با این حال، رقابت صنعت اثر تعدیلگری معناداری بر این رابطه ندارد که حاکی از واکنش ناهمگن شرکت‌ها به رفتار مالی‌شدن همتایان در شرایط رقابتی است. این یافته‌ها تأکید می‌کند که شرکت‌ها در محیط‌های ناپایدار، با توجه به ویژگی‌های مالی و رفتاری خود، بیشتر از رفتار همتایان الگوبرداری می‌کنند تا تصمیمات مالی بهینه‌تری اتخاذ نمایند. نتایج این پژوهش به مدیران و سیاست‌گذاران کمک می‌کند تا با درک بهتر نقش رفتار همتایان و عوامل مؤثر مانند انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری، تصمیمات مالی بهینه‌تری اتخاذ کنند و در شرایط پرریسک و نامطمئن، استراتژی‌های مالی اثربخش‌تری اتخاذ کنند.

**واژه‌های کلیدی:** مالی‌شدن شرکت، شرکت‌های همتا، رقابت صنعت، انعطاف‌پذیری مالی، ریسک‌پذیری.

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول) [n.hamidian@ase.ui.ac.ir](mailto:n.hamidian@ase.ui.ac.ir)

۲. دانشجوی دکتری مهندسی مالی، دانشکده علوم‌اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران [marzian.hamed@ase.ui.ac.ir](mailto:marzian.hamed@ase.ui.ac.ir)

دریافت: ۱۴۰۴/۰۵/۰۷ اصلاحات نهایی: ۱۴۰۴/۰۸/۲۹ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۰۵

## ۱. مقدمه

از دهه ۱۹۷۰، گسترش بخش‌های مالی توجه سیاست‌گذاران، مدیران و پژوهشگران را به خود جلب کرده است. پژوهشگران متعددی دریافته‌اند که سهم فعالیت‌های مالی از نظر تولید ناخالص داخلی، سطح اشتغال و سود شرکت‌ها در اقتصادهای توسعه‌یافته به تدریج افزایش یافته است (آگوست و واکس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸؛ دیویس و کیم<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵؛ فیلیپون و رشف<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). اپستین<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) افزایش نقش انگیزه‌های مالی، بازارهای مالی، بازیگران مالی و موسسات مالی در یک اقتصاد را «مالی‌شدن»<sup>۵</sup> نامید. مالی‌شدن نه تنها در اندازه و ساختار بخش مالی، بلکه در رفتارهای شرکت‌های غیرمالی و همچنین روابط پیچیده بین شرکت‌های غیرمالی و مؤسسات مالی نیز نمود پیدا می‌کند. با پیشرفت ادبیات مالی‌سازی، این مفهوم به سطح شرکت‌ها نیز گسترش یافته و به رفتاری اشاره دارد که در آن سرمایه‌صنعتی به‌طور گسترده در دارایی‌های مالی، که بیشتر جنبه غیرمولد داشته و برخلاف دارایی‌های واقعی، مستقیماً در فرآیند تولید نقش ندارند، سرمایه‌گذاری می‌شود (دیویس و کیم، ۲۰۱۵؛ دمیر<sup>۶</sup>، ۲۰۰۹). این روند فزاینده مالی‌سازی هم در کشورهای توسعه‌یافته و هم کشورهای در حال توسعه، توجه پژوهشگران را جلب کرده است که به دنبال درک تحولات سازمانی در مالی‌سازی و پیامدهای استراتژیک آن‌ها هستند.

همچنین، در دهه گذشته اثرات هم‌تایان در سیاست‌های شرکتی به موضوعی جذاب در نظریه و عمل تبدیل شده است و مطالعات زیادی نشان‌دهنده رفتار رمووار، سرایت و اثرات هم‌تایان<sup>۷</sup> در رفتارهای تجاری و مالی هستند (برای مثال، لی و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۴؛ هوستد و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۶؛ گوستاین و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۷؛ چائو و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۹؛ چن و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۹؛ اویمت و تیت<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۰). بر اساس نظریه مالی سنتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت فرآیندی مستقل است اما در واقعیت، سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر هم‌تایانش قرار می‌گیرد و پدیده‌ای به نام اثر هم‌تای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را به وجود می‌آورد (لیری و رابرتز<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۴؛ فوکو و فرسارد<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۴). هم‌تایان، شرکت‌هایی با شباهت‌های ساختاری، فنی و صنعتی هستند که بر راهبردها و عملکرد یکدیگر تأثیر می‌گذارند و نوعی همگرایی در سیاست‌های شرکتی برای یکدیگر به ارمغان می‌آورند که قبلاً کمتر مورد توجه بوده است (دوانگ و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۵). انتخاب‌های مالی هم‌تایان مستقیماً بر تصمیمات مشابه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد (لیری و رابرتز، ۲۰۱۴). امروزه، شرکت‌ها تصمیمات مالی را به صورت مستقل اتخاذ نمی‌کنند. اطلاعات مربوط به عملکرد و رفتارهای مالی هم‌تایان می‌تواند الگوهای تصمیم‌گیری و رویکردهای مدیریتی آن‌ها را تحت تأثیر

قرار دهد. هنگام اتخاذ تصمیمات مالی، شرکت‌ها نه تنها ویژگی‌های داخلی خود را در نظر می‌گیرند، بلکه رفتارهای محیط اطراف، از جمله همتایان صنعتی و رقبای جغرافیایی را نیز مشاهده می‌کنند (ژانگ و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۲۴).

در شرایطی که شرکت‌ها وقوع رکود اقتصادی، نوسانات شدید بازار یا سایر عوامل ایجادکننده عدم اطمینان را پیش‌بینی می‌کنند، ممکن است ترجیح دهند سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی را افزایش دهند تا با بهره‌گیری از ابزارهای نقدشونده‌تر و انعطاف‌پذیرتر، ریسک‌های بالقوه را مدیریت کنند (دیویس، ۲۰۱۶؛ دوچین و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۷). این نوع رفتار معمولاً به‌عنوان بخشی از راهبرد مدیریت ریسک در مواجهه با ابهامات محیطی تلقی می‌شود. از این رو، رشد سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی می‌تواند بازتابی از افزایش سطح عدم اطمینان‌های بیرونی باشد (دمیر، ۲۰۰۹؛ اوره‌نگازی<sup>۱۹</sup>، ۲۰۰۸). با توجه به ماهیت ذاتی ریسک در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، عواملی چون ادراک ریسک و ظرفیت تحمل آن از اجزای کلیدی فرآیند تصمیم‌گیری به‌شمار می‌آیند. با این حال، این عوامل لزوماً تنها متکی بر ویژگی‌های فردی یا سازمانی مدیران نیستند، بلکه می‌توانند تحت تأثیر رفتار همتایان شکل بگیرند (زاکارون و شفاج<sup>۲۰</sup>، ۲۰۲۰). عواملی همچون رقابت صنعت، انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری نیز بر الگوبرداری از همتایان تأثیر دارد. در شرایط رقابتی، شرکت‌ها برای کاهش ریسک تصمیم‌گیری، به الگوهای رفتاری همتایان خود توجه بیشتری نشان می‌دهند؛ زیرا رفتار همتایان می‌تواند بازتابی از نشانه‌های محیطی و تغییرات کلان اقتصادی باشد. انعطاف‌پذیری مالی که بیانگر توانایی شرکت در دسترسی به منابع مالی در مواجهه با تغییرات محیطی است نیز می‌تواند بر مالی‌شدن شرکت‌ها و تأثیر همتایان بر آن تأثیرگذار باشد. بدین صورت که ویژگی انعطاف‌پذیری مالی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد راحت‌تر و سریع‌تر از رفتار همتایان الگوبرداری کنند. ریسک‌پذیری شرکت نیز می‌تواند نقش مهمی در شدت تأثیرپذیری از رفتار همتایان ایفا کند. شرکت‌هایی با سطح بالای ریسک‌پذیری، به دلیل نگاه فرصت‌طلبانه‌تر و رویکرد تهاجمی‌تر به تصمیم‌گیری، تمایل بیشتری برای تقلید از همتایان خود دارند (ژانگ و همکاران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۲۴).

با وجود آنکه، بر اساس مطالعات داخلی (نظیر اخگر و همکاران، ۱۴۰۲)، سطح مالی‌سازی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پایین است، بررسی این پدیده در بستر ایران همچنان دارای اهمیت نظری و تجربی است. ساختار اقتصاد ایران با نوسانات کلان، محدودیت‌های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی و محیط نهادی پرریسک همراه است؛ شرایطی که موجب می‌شود حتی

سطوح محدود مالی‌سازی نیز پیامدهای معناداری برای تصمیمات مالی و عملکرد شرکت‌ها داشته باشد. در چنین محیطی، الگوبرداری از همتایان به‌عنوان سازوکاری برای کاهش عدم‌اطمینان تقویت می‌شود و تغییرات رفتاری شرکت‌های هم‌صنعت می‌تواند نقش مهمی در شکل‌دهی سیاست‌های مالی ایفا کند. از این‌رو، مطالعه مالی‌سازی و اثر همتایان در ایران، با وجود تفاوت‌های ساختاری با سایر کشورها، از منظر رفتار شرکتی و سازوکارهای نهادی دارای اهمیت است.

بر اساس مطالب فوق، پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا مالی‌شدن همتایان تأثیر مستقیم و معناداری بر مالی‌شدن شرکت‌ها دارد و نقش عوامل رقابت بازار، انعطاف‌پذیری مالی و عدم‌اطمینان سیاست‌های نظارتی بر این رابطه چگونه است. در مطالعات داخلی پژوهش‌های صورت گرفته در حوزه مالی‌شدن اغلب به بررسی ابعاد مختلف مالی‌شدن در سطح کلان و یا از دیدگاه‌های داخلی شرکت‌ها پرداخته‌اند، اما تحلیل اثرات همتایان و تعاملات میان شرکت‌ها در فرآیند مالی‌شدن به‌عنوان یک عامل خارجی مورد بررسی قرار نگرفته که پژوهش حاضر از لحاظ موضوع، دارای نوآوری است. همچنین، این مطالعه با بررسی موضوعات فوق، به گسترش ادبیات حوزه مالی‌شدن و شرکت‌های هم‌تا کمک می‌کند. به علاوه، با توجه به شرایط خاص اقتصاد ایران از جمله محدودیت‌های تأمین مالی، نوسانات محیطی و عدم‌اطمینان سیاستی، درک این تعاملات می‌تواند به شناسایی الگوهای رفتاری شرکت‌ها کمک شایانی نماید. یافته‌های پژوهش برای سیاست‌گذاران، مدیران شرکت‌ها و تحلیلگران بازار سرمایه، در جهت تصمیم‌گیری، سیاست‌گذاری و تحلیل دقیق‌تر رفتار شرکت‌ها، حائز اهمیت خواهد بود. در ادامه مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش بیان شده است. سپس روش پژوهش و یافته‌ها ارائه شده و در پایان نتیجه‌گیری و پیشنهادات پژوهش بیان شده است.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در دهه‌های اخیر، مالی‌شدن به‌عنوان یک تحول ساختاری در اقتصاد جهانی مطرح شده است. این پدیده نه‌تنها بر عملکرد بخش مالی تأثیر گذاشته، بلکه رفتار شرکت‌های غیرمالی را نیز به‌طور چشمگیری دگرگون کرده است. گرچه تعریف واحدی از مالی‌شدن وجود ندارد، اما پژوهشگران در مورد نقش روزافزون امور مالی در فرآیند تصمیم‌گیری شرکت‌ها، تخصیص منابع، و سودآوری اجماع دارند (کریپنر<sup>۲۲</sup>، ۲۰۰۵؛ دیویس و کیم، ۲۰۱۵). به‌طور سنتی، کریپنر (۲۰۰۵) مالی‌شدن را به‌عنوان یک الگوی انباشت سرمایه تعریف می‌کند که در آن سودآوری نه از طریق تولید کالا و

خدمات، بلکه عمدتاً از کانال‌های مالی مانند بهره، سود سهام و سود سرمایه‌ای (سود ناشی از افزایش ارزش دارایی در زمان فروش) حاصل می‌شود. به بیان دیگر، در ساختار مالی‌شده، شرکت‌ها با کاهش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های واقعی و افزایش نگهداری دارایی‌های مالی، به دنبال کسب بازدهی از بازارهای مالی هستند. این تغییر رفتار به‌ویژه از دهه ۱۹۸۰ به بعد و در پاسخ به فشارهای بازار سرمایه، عدم قطعیت اقتصادی، و تغییر در سیاست‌های کلان‌مالی شدت یافته است. همچنین، طبق یافته‌های پژوهش اورهنگازی (۲۰۰۸)، این تحول اغلب با کاهش سرمایه‌گذاری مولد، افزایش خرید دارایی‌های مالی، بازخرید سهام و تمرکز بر بازده کوتاه‌مدت همراه بوده است.

دیویس و کیم (۲۰۱۵)، با مرور تحولات ساختاری در اقتصاد آمریکا، سه سطح از مالی‌شدن را شناسایی کرده‌اند: در سطح کلان، رشد سهم بخش مالی در تولید ناخالص داخلی و اشتغال؛ در سطح صنعتی، افزایش اتکای بنگاه‌ها به دارایی‌های مالی؛ و در سطح خرد، تغییر در رفتار شرکت‌ها نسبت به سرمایه‌گذاری و سودآوری. آن‌ها همچنین تأکید دارند که مالی‌شدن نه فقط پدیده‌ای اقتصادی، بلکه فرآیندی اجتماعی و نهادی است که با تغییر در ساختار حاکمیت شرکتی و منطق ارزش‌گذاری بازار همراه است. بر اساس یافته‌های دیویس (۲۰۱۶)، می‌توان سه تحول اصلی در صورت وضعیت مالی شرکت‌های غیرمالی آمریکایی پس از ۱۹۸۰ را به‌عنوان شاخص‌های مالی‌شدن برشمرد: نخست، افزایش قابل‌توجه سهم دارایی‌های مالی نسبت به سرمایه‌های ثابت؛ دوم، افزایش بدهی و بازخرید سهام در شرکت‌های بزرگ؛ و سوم، کاهش اهرم مالی در شرکت‌های کوچک، که بیانگر تفاوت در دسترسی به منابع مالی است. این روند با کاهش سودآوری تولید صنعتی، افزایش عدم قطعیت در بازار، و تغییر الگوی کسب‌وکار شرکت‌ها از «سرمایه‌گذاری و نگه‌داری» به «کوچک‌سازی و توزیع» همراه بوده است.

مطالعات مختلف، از جمله پژوهش اورهنگازی (۲۰۰۸)، نشان داده‌اند که مالی‌شدن از دو مسیر اصلی می‌تواند بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها اثر منفی بگذارد: نخست، سرریز سرمایه به بازارهای مالی که موجب می‌شود منابع شرکت‌ها به‌جای سرمایه‌گذاری مولد، صرف دارایی‌های مالی شود؛ و دوم، افزایش پرداخت‌های مالی نظیر سود سهام، بهره و بازخرید سهام که باعث کاهش منابع داخلی شرکت و کوتاه‌تر شدن افق زمانی تصمیم‌گیری مدیران می‌گردد. در همین راستا، پژوهش حاجی و همکاران (۱۴۰۲) در نمونه‌ای از شرکت‌های غیرمالی نیز این یافته‌ها را تأیید می‌کند؛ به‌گونه‌ای که افزایش درآمدها و هزینه‌های مالی، به‌طور معناداری موجب کاهش سرمایه‌گذاری واقعی شده و شرکت‌ها را از فعالیت‌های مولد به سمت نگهداری دارایی‌های مالی

سوق می‌دهد. احمدی حاجی‌آبادی (۱۴۰۱) نشان می‌دهد که مالی‌شدن اثر دوگانه‌ای بر رشد شرکت‌ها دارد؛ به‌گونه‌ای که افزایش پرداخت‌های مالی موجب رشد شرکت‌ها و افزایش درآمدهای مالی منجر به کاهش رشد می‌شود. این یافته‌ها تأکید می‌کند که اگرچه پرداخت‌های مالی می‌تواند به‌عنوان نشانه‌ای از اعتبار شرکت عمل کند، وابستگی به درآمدهای مالی می‌تواند انگیزه سرمایه‌گذاری‌های واقعی را کاهش دهد و در بلندمدت باعث تضعیف رشد شود. در سطح بین‌المللی، بررسی مالی‌شدن در کشورهای در حال توسعه نیز ابعاد تازه‌ای از این پدیده را آشکار می‌سازد. دمیر (۲۰۰۹)، با تحلیل داده‌های شرکت‌های ترکیه، آرژانتین و مکزیک نشان می‌دهد که در بستر آزادسازی مالی، شرکت‌ها به‌دلیل نرخ‌های بالای بهره، بازدهی بالاتر دارایی‌های مالی و سطح بالای عدم قطعیت، گرایش بیشتری به نگهداری دارایی‌های نقدشونده و مالی پیدا کرده‌اند و مالی‌شدن در این کشورها ممکن است به «سنت‌زدایی صنعتی» منجر شود؛ به این معنا که سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد کاهش یافته و به تبع آن، توان تولیدی اقتصاد تضعیف می‌شود.

افزون بر این شواهد تجربی، تبیین‌های نظری متعددی نیز برای تحلیل مالی‌شدن شرکت‌ها ارائه شده است. تفاوت در چارچوب‌های نظری، موجب شکل‌گیری رویکردهایی متنوع برای درک انگیزه‌ها، زمینه‌ها و پیامدهای مالی‌شدن شرکت‌ها شده است. در میان این رویکردها، چهار دیدگاه اصلی برجسته‌اند که عبارت‌اند از: دیدگاه مارکسیستی<sup>۲۳</sup>، نظریه پرتفوی<sup>۲۴</sup>، دیدگاه نهادگرایان<sup>۲۵</sup> و مدل‌های اقتصادی پساکینزی<sup>۲۶</sup>. در ادامه، هریک از این دیدگاه‌ها به همراه بنیان‌های نظری و منشأ آن‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

نخست، دیدگاه مارکسیستی ریشه در سنت اقتصاد سیاسی چپ‌گرا دارد و مالی‌شدن را پیامد بحران ساختاری در نظام سرمایه‌داری می‌داند (دویس و کیم، ۲۰۱۵). فاستر<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۷) تصریح می‌کند که مالی‌شدن نتیجه بحران در بخش واقعی اقتصاد و کاهش نرخ سود در تولید است. به باور وی، سرمایه‌داران برای حفظ نرخ بازده، سرمایه خود را به سمت فعالیت‌های مالی سوق می‌دهند، که ذاتاً غیرمولد هستند. در نقطه مقابل، نظریه پرتفوی که از سنت اقتصاد نئوکلاسیکی سرچشمه گرفته، مالی‌شدن را نتیجه تصمیم‌گیری عقلایی شرکت‌ها برای تخصیص بهینه منابع میان دارایی‌های مختلف می‌داند. طبق این دیدگاه، شرکت‌ها همانند سرمایه‌گذاران، به‌دنبال ترکیبی از دارایی‌های واقعی و مالی هستند که بازده مورد انتظار را حداکثر و ریسک را حداقل کند. در شرایطی که بازدهی دارایی‌های مالی بیشتر از سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی باشد، یا ریسک آن‌ها پایین‌تر ارزیابی شود، شرکت‌ها به‌صورت طبیعی منابع خود را به سمت دارایی‌های مالی سوق

می‌دهند (توبین<sup>۲۸</sup>، ۱۹۶۵). در این چارچوب، مالی‌شدن رفتاری منطقی و بازارمحور است. دیدگاه نهادگرایان که برگرفته از سنت نهادگرایی جدید در اقتصاد و جامعه‌شناسی سازمانی است، مالی‌شدن را پیامد تحول در ساختارهای نهادی می‌داند؛ به‌ویژه در ساختار حاکمیت شرکتی، مالکیت سهام، و نظام‌های پاداش‌دهی مدیریتی. بر اساس این دیدگاه، فشارهای ترکیبی ناشی از رقابت شدید در بازار محصول و تمرکز فزاینده‌ی سرمایه‌گذاران نهادی بر سود کوتاه‌مدت، شرکت‌ها را به‌سوی رفتارهای مالی‌شده سوق داده است. مدیران در این فضا مجبورند به‌جای تمرکز بر توسعه بلندمدت، به بازده فوری برای بازار سرمایه پاسخ دهند (کروتی<sup>۲۹</sup>، ۲۰۰۵). بنابراین، مالی‌شدن نه از تصمیمات فردی، بلکه از درون ساختار نهادی بازار سرمایه و روابط قدرت میان مدیران و سهام‌داران ناشی می‌شود. در نهایت، مدل‌های اقتصادی پساکینزی با تأکید بر عوامل کلان و ناپایداری‌های نهادی، مالی‌شدن را پیامد ترکیبی از کاهش سودآوری در بخش واقعی، افزایش عدم قطعیت در اقتصاد کلان، و فشار سرمایه‌گذاران برای سود کوتاه‌مدت می‌دانند. این رویکرد برخلاف دیدگاه نئوکلاسیکی، شرکت را در بستری نهادی و اقتصاد کلان تحلیل می‌کند (دیویس، ۲۰۱۶). در مجموع، یافته‌های نظری و تجربی موجود نشان می‌دهند که مالی‌شدن شرکت‌ها پدیده‌ای چندعلتی و چندلایه است که از تعامل میان فشارهای بازار سرمایه، ساختار نهادی بنگاه، سیاست‌های اقتصادی و ویژگی‌های محیطی شکل گرفته و توسعه یافته است.

در تکمیل مباحث پیش‌گفته، یکی از حوزه‌های نوظهور در ادبیات مالی‌شدن شرکت‌ها، تأثیر همتایان بر تصمیمات مالی و جهت‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. شرکت‌های مشابه، موسوم به همتایان، در شکل‌دهی رفتارها و تصمیم‌گیری‌های سایر شرکت‌ها ایفا می‌کنند. همتایان، به شرکت‌هایی اطلاق می‌شود که از نظر ویژگی‌هایی نظیر صنعت، اندازه، موقعیت جغرافیایی، ساختار مالکیت و دیگر خصوصیات سازمانی با یکدیگر شباهت دارند. این شباهت‌ها زمینه را برای مقایسه، الگوبرداری و هماهنگی تصمیمات راهبردی میان شرکت‌ها فراهم می‌سازد (علی‌رایند و همکاران<sup>۳۰</sup>، ۲۰۲۳). اثر همتایان به تأثیر رفتار دیگر شرکت‌ها یا افراد در موقعیت مشابه بر تصمیم‌گیری یک شرکت یا فرد اشاره دارد. در چنین شرایطی، شرکت‌ها ممکن است تصمیماتی مانند ساختار سرمایه، میزان نگهداری وجه نقد، یا سرمایه‌گذاری را نه فقط بر مبنای شرایط درونی شرکت، بلکه با توجه به رفتار شرکت‌های مشابه اتخاذ کنند (علی‌رایند و همکاران، ۲۰۲۳؛ لیری و رابرتز، ۲۰۱۴ و گائو و وانگ<sup>۳۱</sup>، ۲۰۱۱). به‌عنوان نمونه، لیری و رابرتز (۲۰۱۴) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که سیاست‌های مالی شرکت‌ها، عمدتاً در پاسخ به سیاست‌های مشابه همتایان

آن‌ها اتخاذ می‌شود؛ پاسخی که در بسیاری از موارد، حتی از ویژگی‌های درون‌شرکتی تأثیرگذارتر است.

به‌ویژه در محیط‌هایی که شرکت‌ها با عدم تقارن اطلاعاتی، عدم قطعیت بالا یا فشارهای عملکرد نسبی روبه‌رو هستند، تأثیر همتایان تشدید می‌شود. در چنین شرایطی، مدیران برای کاهش ریسک تصمیم‌گیری و بهره‌برداری از اطلاعات ضمنی نهفته در رفتار سایر شرکت‌ها، به الگوبرداری از همتایان خود روی می‌آورند (دونو و ولچ<sup>۳۲</sup>، ۱۹۹۶؛ رومر<sup>۳۳</sup>، ۱۹۹۲ و علی‌رایند و همکاران، ۲۰۲۳). در تبیین نظری این پدیده، چندین چارچوب تحلیلی ارائه شده است:

نخست، نظریه همگرایی سازمانی<sup>۳۴</sup> توسط دی‌مگیو و پاول<sup>۳۵</sup> (۱۹۸۳) ارائه شده است. طبق این نظریه، سازمان‌ها در مواجهه با فشارهای محیطی، گرایش به تقلید از سایر سازمان‌های موفق دارند تا مشروعیت، پایداری یا مشروعیت نهادی خود را حفظ کنند. این همگرایی می‌تواند از نوع اجباری، تقلیدی یا هنجاری باشد (علی‌رایند و همکاران، ۲۰۲۳ و دی‌مگیو و پاول، ۱۹۸۳). دوم، مطابق با نظریه یادگیری اجتماعی<sup>۳۶</sup> که توسط بندورا و والترز<sup>۳۷</sup> (۱۹۷۷) بنیان‌گذاری شد، افراد و مدیران از طریق مشاهده رفتار دیگران و پیامدهای آن، الگو می‌گیرند و تصمیمات خود را تطبیق می‌دهند. در این رویکرد، تقلید نه صرفاً یک واکنش منفعلانه، بلکه بخشی از فرآیند یادگیری فعال سازمانی است (علی‌رایند و همکاران، ۲۰۲۳؛ بندورا، ۱۹۷۷). سوم، مدل‌های تقلید عقلانی<sup>۳۸</sup> که براساس آن حتی در شرایطی که مدیران از لحاظ اطلاعاتی مستقل هستند، ممکن است به دلیل فشارهای بیرونی نظیر رقابت، انتظارات بازار یا انگیزه‌های شغلی از رفتار دیگران پیروی کنند. در چنین حالتی، تقلید رفتاری می‌تواند حتی عقلانی به‌نظر برسد، چرا که از مواجهه با ریسک‌های فردی و پیامدهای احتمالی تصمیمات متفاوت، جلوگیری می‌شود (علی‌رایند و همکاران، ۲۰۲۳؛ دونو و ولچ، ۱۹۹۶؛ شارفشتاین و استین<sup>۳۹</sup>، ۱۹۹۰؛ راجان<sup>۴۰</sup>، ۱۹۹۴).

در مجموع، می‌توان گفت که همتایان و اثر آن‌ها نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری تصمیمات مالی شرکت‌ها ایفا می‌کنند؛ به‌ویژه در محیط‌های پرریسک و ناپایدار، که در آن‌ها الگوبرداری رفتاری می‌تواند نوعی استراتژی تطبیقی و کاهش‌دهنده عدم قطعیت محسوب شود (علی‌رایند و همکاران، ۲۰۲۳). در مطالعات داخلی نیز، شواهدی از وجود اثرات هم‌تای مستند شده است. یافته‌های مطالعه حمیدیان و فتاحی‌نافچی (۱۴۰۴) نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که سطح نگهداشت وجه نقد کمتر از میانگین سطح نگهداشت وجه نقد همتایان است، ارزش‌نهایی نگهداشت وجه نقد بیشتر است. هم‌چنین در شرکت‌های بزرگ‌تر و دارای رقابت بازار پایین‌تر

اثرگذاری همتایان بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد بیشتر است. فرج زاده دهکردی و دهقان دهنوی (۱۴۰۴) با بررسی تأثیر شرکت‌های همتا بر زمانبندی انتشار صورت‌های مالی نشان دادند شرکت‌های همتا در رقابت برای جلب توجه بازار و به تقلید از یکدیگر، زمانبندی انتشار صورت‌های مالی حساس‌تری نشده خود را تعیین می‌کنند. صفرزاده و همکاران (۱۴۰۳) دریافتند که افشای اطلاعات توسط همتایان تأثیر مثبت و معناداری بر افشای اطلاعات سایر شرکت‌ها دارد. فروغی و همکاران (۱۴۰۳) نشان دادند که لحن خوش‌بینانه گزارشگری مالی همتایان موجب افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شود. همچنین کیفیت بالای افشا و شفافیت اطلاعاتی همتایان، اعتبار لحن خوش‌بینانه آن‌ها را تقویت کرده و اعتماد مدیران را افزایش می‌دهد. فتاحی نافچی و همکاران (۱۴۰۳) با بررسی اطلاعات ۳۲ شرکت بورسی فعال در صنعت پتروشیمی فعال در منطقه ویژه اقتصادی انرژی پارس دریافتند تقلب در گزارشگری مالی شرکت‌های همتای فعال در یک منطقه جغرافیایی همسان با تقلب در گزارشگری مالی شرکت رابطه مثبت و معنادار دارد. جودکی و همکاران (۱۴۰۲) نیز یافته‌هایی مشابه ارائه دادند. آنها دریافتند که شرکت‌ها برای برآورد استراتژی و میزان سرمایه‌گذاری، رفتار سرمایه‌گذاری همتایان خود را الگوبرداری می‌کنند و از این طریق از هزینه‌های اضافی ناشی از تکرار اشتباهات مشابه جلوگیری می‌کنند. علاوه بر این، یافته‌ها نشان می‌دهد که حضور شرکت‌های رهبر در صنعت اثر مثبت عملکرد همتایان بر سرمایه‌گذاری را تقویت می‌کند، در حالی که حضور شرکت‌های جوان چنین اثری ندارد. این پژوهش اهمیت ساختار صنعت و جایگاه شرکت‌ها را در شدت اثرگذاری همتایان برجسته می‌سازد.

با وجود رشد چشمگیر مطالعات مرتبط با مالی شدن شرکت‌ها، بخش قابل توجهی از این پژوهش‌ها تمرکز خود را بر ویژگی‌های سطح شرکت و عوامل کلان اقتصادی معطوف کرده‌اند. به‌عنوان نمونه، دینگ و لی<sup>۴۱</sup> (۲۰۱۹)، سئو<sup>۴۲</sup> (۲۰۲۱)، ما و همکاران<sup>۴۳</sup> (۲۰۲۳) و ژانگ و همکاران<sup>۴۴</sup> (۲۰۱۸) به بررسی متغیرهایی نظیر بازده دارایی، نرخ سود، اندازه بنگاه، سیاست‌های پولی و فضای کلان اقتصادی به‌عنوان محرک‌های مالی شدن پرداخته‌اند. در مطالعات داخلی، ابوذری و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی وقوع پدیده مالی شدن در اقتصاد ایران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۳ پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که رشد بازار سرمایه اثر معنی‌داری بر رشد اقتصادی کشور دارد. در بلندمدت رشد بازار سرمایه اثر مستقیمی بر رشد اقتصادی داشته اما از ابتدای سال ۱۳۹۲ تأثیر آن معکوس می‌شود؛ به عبارت دیگر اقتصاد ایران در سال ۱۳۹۲ با پدیده مالی شدن روبرو بوده است. یافته‌های مطالعه حاجی و همکاران (۱۴۰۲) نیز نشان می‌دهد مالی شدن تأثیر منفی و

معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. سیدنژاد فهیم (۱۴۰۴) دریافت که برخلاف شواهد پیشین، بین مالی‌سازی و استفاده بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت رابطه معناداری وجود ندارد. با این حال، نتایج تفکیک شرکت‌ها نشان داد که در شرکت‌های بزرگ مالی‌سازی تأثیر مثبت بر استفاده بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت دارد، در حالی که این اثر در شرکت‌های کوچک مشاهده نمی‌شود. یافته‌ها بیان می‌کند که مالی‌سازی باعث کاهش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مولد شده و شرکت‌های مالی‌شده کمتر به تأمین مالی داخلی اتکا می‌کنند.

مرور ادبیات داخلی در حوزه شرکت‌های همتا و مالی‌شدن نشان می‌دهد که نقش همتایان صنعتی و منطقه‌ای در شکل‌دهی رفتارهای مالی شرکت‌ها تا حد زیادی نادیده گرفته شده است. در سال‌های اخیر، به سازوکارهایی که از طریق آن‌ها شرکت‌های همتا می‌توانند رفتار مالی سایر بنگاه‌ها را تحت تأثیر قرار دهند، توجه محدودی شده است. این در حالی است که اطلاعات مربوط به عملکرد همتایان، می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های راهبردی مدیران، نقشی حیاتی ایفا کند (رن و همکاران<sup>۴۵</sup>، ۲۰۲۳). مدیران شرکت‌ها در کنار تحلیل ویژگی‌های درونی، به بررسی و مقایسه با عوامل خارجی همچون شرکت‌های رقیب، هم‌صنعت، نهادهای مجاور و شرکت‌های منطقه‌ای نیز می‌پردازند (آهرن و همکاران<sup>۴۶</sup>، ۲۰۱۴؛ جرناس و همکاران<sup>۴۷</sup>، ۲۰۱۸). یافته‌های پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) نشان می‌دهد افزایش سطح مالی‌شدن در میان همتایان صنعتی و منطقه‌ای، به‌طور معناداری احتمال مالی‌شدن شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. این تأثیر از طریق تغییر در ادراک مدیران نسبت به ریسک و عدم قطعیت محیطی و تمایل به هم‌راستایی با رفتار غالب بازار، منتقل می‌شود. همچنین اثر همتایان در مالی‌شدن، هم در سطح صنعت و هم در سطح منطقه‌ای قابل مشاهده است و تأثیرگذاری آن مستقل از ویژگی‌های درونی شرکت است. در ادبیات داخلی تاکنون مطالعات مستقلی مشاهده نشده است که به بررسی تأثیر مالی‌شدن همتایان بر مالی‌شدن شرکت‌ها پرداخته باشند. این در حالی است که شواهد نظری و تجربی بین‌المللی، به‌ویژه در بسترهای مشابه بازارهای نوظهور، بر اهمیت این اثر تأکید دارند و خلأ این حوزه می‌تواند زمینه‌ساز توسعه درک دقیق‌تر از رفتار مالی شرکت‌ها در ایران باشد. بنابراین، بر اساس مبانی نظری، شواهد تجربی و با توجه به خلأ پژوهشی موجود، فرضیه اول این پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

**فرضیه اول:** مالی‌شدن همتایان تأثیر مثبتی بر مالی‌شدن شرکت دارد.

شرکت‌هایی که در صنایع و موقعیت‌های بسیار رقابتی فعالیت می‌کنند، برای جلوگیری از هزینه‌های تکراری و کاهش ریسک شکست در تصمیمات مدیریتی و حفظ ارزش شرکت، به تقلید

و الگوبرداری از الگوهای استراتژیک همتایان خود می‌پردازند. به عنوان مثال، میتاس و همکاران<sup>۴۸</sup> (۲۰۱۳) نشان دادند که محیط رقابتی صنعت دیجیتال می‌تواند بر موقعیت استراتژیک و میزان مشارکت شرکت‌های کانونی (اصلی) در این صنعت در تمامی شیوه‌های کسب و کار دیجیتال تأثیر بگذارد. آنها دریافتند برخی شرکت‌ها در ابتدا در پذیرش یک روش و استراتژی پرهزینه دیجیتال، مانند ارائه خدمات و میزبانی وب رایگان، تردید داشتند. اما زمانی که رقبا این خدمات را ارائه کردند، برخی از این شرکت‌ها نیز به این روش روی آوردند. آکدوگو و مک‌کی<sup>۴۹</sup> (۲۰۱۲) بیان کردند که در صنایع رقابتی و در شرایطی که هیچ فرآیندی برای انتقال اطلاعات یا یادگیری در شرکت وجود ندارد، شرکت کانونی (اصلی) تلاش می‌کند با اتخاذ استراتژی تقلید از رقبا، آثار منفی ناشی تصمیمات مربوط به نگهداشت وجه نقد بر بازار محصول به تبع آن عقب افتادگی از بازار و کاهش سودآوری را کاهش دهد. لیری و رابرتز (۲۰۱۴) نیز دریافتند که شرکت‌های فعال در صنایع رقابتی برای کاهش عدم قطعیت، تمایل دارند از استراتژی‌های رقبا و همتایان خود تقلید کنند. لی و لین<sup>۵۰</sup> (۲۰۲۲) همچنین استدلال کردند که در بازارهای رقابتی، شرکت‌ها برای غلبه بر ضعف تحلیلی و عدم تقارن اطلاعاتی خود نسبت به رقبا در شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، به اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاری شرکت‌های همتا تکیه می‌کنند (چو و همکاران<sup>۵۱</sup>، ۲۰۲۳). نظریه‌های مبتنی بر رقابت بیان می‌کنند که شرکت‌ها به منظور کاهش رقابت و حفظ موقعیت نسبی خود در بازار، از یکدیگر تقلید می‌کنند. در صورتی که مدیران تمایل به پذیرش ریسک نداشته باشند، می‌توان استراتژی پیروی از رهبر را به عنوان روشی برای کاهش ریسک به کار گرفت. به این ترتیب، تعامل اطلاعاتی میان اعضای گروه همتا قابل استنباط است.

همچنین، یافته‌های پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) بیان می‌کند که شرکت‌ها در شرایط عدم اطمینان بالا، از جمله رقابت صنعتی تمایل بیشتری به الگوبرداری از رفتار سایر شرکت‌ها دارند. در نتیجه، اثر همتایان در شرایطی که محیط اقتصادی و سیاستی پیچیده است، افزایش می‌یابد، چرا که شرکت‌ها تلاش می‌کنند ریسک تصمیم‌گیری خود را کاهش دهند و از منابع اطلاعاتی در دسترس دیگر شرکت‌ها بهره‌مند شوند. همچنین، این پژوهش نشان می‌دهد که زمانی که شرکت‌ها با شرایط مبهم و ناپایدار مواجه می‌شوند (به‌ویژه در تصمیمات مربوط به مالی‌شدن)، بیشتر از رفتار همتایان خود پیروی می‌کنند. رقابت صنعتی که یکی از مهم‌ترین منابع عدم اطمینان است می‌تواند تأثیر زیادی بر تصمیمات مالی شرکت‌ها بگذارد. عدم اطمینان رقابت صنعتی به‌ویژه در محیط‌هایی با تغییرات سریع و پیش‌بینی‌ناپذیر، باعث می‌شود که شرکت‌ها تصمیمات مالی خود را نه تنها بر

اساس تحلیل‌های داخلی، بلکه بر اساس رفتارهای مشابه شرکت‌های همتای خود تنظیم کنند. به‌عنوان مثال، اگر یک شرکت در شرایط رقابتی شدید قرار گیرد و نتواند به‌درستی تصمیم‌گیری کند، ممکن است به الگوبرداری از همتایان خود تمایل پیدا کند تا ریسک خود را کاهش دهد. در این زمینه، ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) به‌طور خاص ذکر می‌کنند که ادراک از عدم‌اطمینان در رقابت صنعت، تصمیمات مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد و اثر همتایان در مالی‌شدن را تقویت می‌کند. این موضوع به این معنا است که افزایش عدم‌اطمینان رقابتی در صنعت، می‌تواند اثر همتایان را در شکل‌دهی به مالی‌شدن شرکت‌ها تقویت کند (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۴). همچنین، پژوهش گلنیز و لندزمن<sup>۵۲</sup> (۲۰۲۱) به این نکته اشاره دارند که در چنین شرایطی، رقابت زیاد باعث می‌شود که شرکت‌ها برای حفظ جایگاه خود در بازار، به رفتار سایر شرکت‌ها در صنعت توجه کنند. در شرایط رقابتی و پرریسک، شرکت‌ها برای کاهش ریسک تصمیم‌گیری، به الگوهای رفتاری همتایان خود توجه بیشتری نشان می‌دهند؛ زیرا رفتار همتایان می‌تواند بازتابی از علامت‌های محیطی و تغییرات کلان اقتصادی باشد (علی‌رند و همکاران، ۲۰۲۳؛ تانگ و همکاران<sup>۵۳</sup>، ۲۰۱۹). بر این اساس، فرضیه دوم به شرح زیر تدوین می‌شود:

**فرضیه دوم:** رقابت صنعت اثرگذاری مالی‌شدن همتایان بر مالی‌شدن شرکت را افزایش می‌دهد. انعطاف‌پذیری مالی به‌عنوان یکی از ویژگی‌های کلیدی در مدیریت مالی شرکت‌ها شناخته می‌شود و به توانایی شرکت در تطبیق با تغییرات محیطی و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرایط مختلف اقتصادی اشاره دارد. مطابق با نظریه منابع<sup>۵۴</sup>، شرکت‌هایی که منابع در دسترس بیشتری دارند، نه‌تنها توانایی اجرای استراتژی‌های جدید را دارند، بلکه آمادگی بیشتری برای واکنش به تغییرات محیطی یا رقابتی از خود نشان می‌دهند (بارنی<sup>۵۵</sup>، ۱۹۹۷). در چارچوب مالی‌سازی شرکتی این مفهوم اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کند، زیرا شرکت‌ها با داشتن انعطاف‌پذیری مالی می‌توانند در برابر عدم قطعیت‌های اقتصادی و مالی مقاومت کرده و منابع خود را به‌طور مؤثری تخصیص دهند. در شرایط اقتصادی ناپایدار، شرکت‌ها به‌ویژه برای مقابله با بحران‌های مالی و افزایش رقابت در بازارهای مالی نیاز دارند که منابع خود را به شیوه‌ای مدیریت کنند که انعطاف‌پذیری بالایی را در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری ایجاد کند (وانگ و همکاران<sup>۵۶</sup>، ۲۰۲۵). از این رو، انعطاف‌پذیری مالی در تعامل با عدم قطعیت‌های اقتصادی، به‌ویژه در زمان بحران‌ها و شوک‌های اقتصادی، به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد که از نوسانات بازار عبور کنند و در شرایط غیرقابل پیش‌بینی به بهینه‌ترین شکل ممکن منابع خود را تخصیص دهند (دوچین و همکاران<sup>۵۷</sup>،

(۲۰۱۷).

انعطاف‌پذیری مالی به‌عنوان یک استراتژی مهم در زمان‌های بحران شناخته می‌شود که می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا منابع خود را در مواجهه با شوک‌های اقتصادی به‌طور مؤثری تخصیص دهند و از بروز مشکلات نقدینگی و انحراف از اهداف اصلی خود جلوگیری کنند (سو و لو<sup>۵۸</sup>، ۲۰۲۳؛ هانگ و همکاران<sup>۵۹</sup>، ۲۰۲۱). در نهایت، باتوجه به یافته‌های پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۲۵)، انعطاف‌پذیری مالی یکی از مهمترین عوامل تأثیرگذار بر مالی‌شدن شرکت‌ها است. در پژوهشی دیگر، ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) از نسبت انعطاف‌پذیری مالی به‌عنوان شاخص عدم اطمینان سیاست‌های پولی استفاده کردند. طبق یافته‌های این پژوهش زمانی که سیاست‌های پولی به‌طور مکرر تغییر می‌کند یا از پیش‌بینی‌ها دور می‌شود، شرکت‌ها برای کاهش ریسک و بهینه‌سازی تصمیمات مالی خود، به رفتار همتایان خود در بازار توجه می‌کنند. همچنین، آن‌ها اشاره کردند که عدم اطمینان سیاست‌های پولی نه تنها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد بلکه اثر همتایان در مالی‌شدن را نیز تقویت می‌کند. اخبار و اطلاعات حاصل از رفتار شرکت‌های همتا می‌تواند در شرایط ناپایدار به‌عنوان منابعی برای جهت‌دهی تصمیمات سرمایه‌گذاری عمل کرده و شرکت‌هایی با انعطاف‌پذیری مالی بالا را به الگوبرداری فعالانه‌تر از همتاها ترغیب کنند (علی‌رند و همکاران، ۲۰۲۳؛ لی و همکاران<sup>۶۰</sup>، ۲۰۲۳). علاوه بر این، شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بیشتر، نسبت به ریسک‌های احتمالی حاصل از تقلید از رفتار همتایان حساسیت کمتری دارند، زیرا ابزارها و منابع کافی برای جبران شکست‌های احتمالی در اختیار دارند. بنابراین، این عامل به‌عنوان تعدیل‌گر می‌تواند اثر رفتار مالی‌شده همتایان را بر مالی‌شدن خود شرکت تشدید کند (دنيس و مک‌کیون<sup>۶۱</sup>، ۲۰۱۲). باتوجه به موارد فوق، فرضیه سوم به شرح زیر است:

**فرضیه سوم:** انعطاف‌پذیری مالی، اثرگذاری مالی‌شدن همتایان بر مالی‌شدن شرکت را افزایش می‌دهد.

ریسک عاملی تعیین‌کننده در رابطه با عملکرد شرکت‌ها است (هاتکینسون و همکاران<sup>۶۲</sup>، ۲۰۱۳). ریسک‌پذیری شرکت به‌عنوان یکی از ویژگی‌های بنیادین راهبردی، می‌تواند نقش مهمی در شدت تأثیرپذیری از رفتار همتایان ایفا کند. ریسک‌پذیری بیانگر میزان تمایل شرکت به درگیر شدن در فعالیت‌های دارای عدم اطمینان بالا و پذیرش پیامدهای ناشی از تصمیمات جسورانه است (فاچیو و همکاران<sup>۶۳</sup>، ۲۰۱۱). پورتر<sup>۶۴</sup> (۱۹۸۰) استدلال می‌کند که یکی از وظایف ضروری مدیران

مواجه با ریسک‌های سیستماتیک شرکت است. تغییر در ریسک در نتیجه تغییر در مزایای رقابتی شرکت به راحتی قابل توجیه است. برای نمونه بازده شرکتی که قدرت بازار آن بسیار موثر بوده و کسب و کار آن در مقابل عدم قطعیت‌های اقتصادی ایمن است، از تغییرات سطح بازار تأثیر نمی‌پذیرد (نجوین<sup>۶۵</sup>، ۲۰۱۱). با این تفسیر ریسک سرمایه‌گذاری در چنین شرکتی تنها شامل ریسک‌های سیستماتیک شرکت است. به این ترتیب با توجه به افزایش عملکرد در نتیجه مزایای رقابتی، می‌توان بیان داشت که رابطه مثبتی بین عملکرد شرکت و ریسک‌های سیستماتیک آن وجود دارد (نجوین، ۲۰۱۱). نتایج مطالعات نشان می‌دهد که شرکت‌های با رشد بالا (فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالا) ریسک بالاتری دارند (کمپل و همکاران<sup>۶۶</sup>، ۲۰۰۱؛ ژو و مالکیل<sup>۶۷</sup>، ۲۰۰۳). در همین زمینه، نتایج مطالعه اخگر و همکاران (۱۴۰۲) نشان می‌دهد که افزایش عدم قطعیت سیاست‌های اقتصادی به‌طور معناداری باعث افزایش ریسک‌پذیری شرکت‌ها می‌شود؛ با این حال، نقش متغیرهایی چون رقابت بازار محصول، اصطکاک مالی و مالی شدن به‌عنوان عوامل تعدیل‌گر یا میانجی‌گر در این رابطه تأیید نشد. همچنین، یافته‌های پژوهش وانگ و ما<sup>۶۸</sup> (۲۰۲۲) نشان می‌دهد که مالی شدن شرکت‌های غیرمالی تأثیر منفی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها دارد. طبق یافته‌های این مطالعه افزایش مالی شدن، به‌ویژه از طریق سرمایه‌گذاری‌های مالی کوتاه‌مدت، انگیزه شرکت‌ها را برای پیگیری پروژه‌های پرریسک و بلندمدت که نیازمند سرمایه‌گذاری‌های سنگین هستند، تضعیف می‌کند. بدین معنا که منابع مالی بیشتر به سمت دارایی‌های مالی سوق داده می‌شود و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های فیزیکی و نوآورانه کاهش می‌یابد. علاوه‌براین، تأثیر منفی مالی شدن بر ریسک‌پذیری در شرکت‌های دولتی و همچنین شرکت‌هایی با مالکیت نهادی پایین‌تر بیشتر مشاهده می‌شود. در این شرکت‌ها، مدیران به دلیل انگیزه‌های کوتاه‌مدت مالی و مشکلات مدیریتی مانند منافع شخصی، تمایل دارند به جای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت و پرریسک، بر روی دارایی‌های مالی کوتاه‌مدت تمرکز کنند. این امر باعث می‌شود که شرکت‌ها نتوانند به درستی در پروژه‌های نوآورانه و بلندمدت سرمایه‌گذاری کنند و در نتیجه رشد و عملکرد بلندمدت آن‌ها کاهش یابد.

از منظر نظریه نهادی<sup>۶۹</sup>، بنگاه‌ها تحت فشارهای محیطی شامل فشارهای تقلیدی، هنجاری و قهری قرار دارند که آن‌ها را به هماهنگی با رفتارهای رایج در صنعت سوق می‌دهد (دی‌مگیو و پاول، ۱۹۸۳). شرکت‌های ریسک‌پذیر که انعطاف‌پذیری بالاتری دارند، معمولاً زودتر و با شدت بیشتری به این فشارها پاسخ می‌دهند و در نتیجه بیشتر از همتایان خود تأثیر می‌پذیرند. این

موضوع در مطالعات تجربی نیز مورد تأیید قرار گرفته است. برای مثال، دو و همکاران (۲۰۲۲) نشان دادند شرکت‌هایی که ریسک‌پذیرتر هستند، در مواجهه با تغییرات رفتاری همتایان خود، به‌ویژه در حوزه‌های مالی و سرمایه‌گذاری واکنش سریع‌تر و شدیدتری از خود نشان می‌دهند. ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی با استفاده از نرخ بازده دارایی‌ها به عنوان شاخصی برای سنجش ریسک‌پذیری شرکت و اندازه‌گیری عدم اطمینان سیاست‌نظارتی دریافتند زمانی که شرکت‌ها با عدم اطمینان ناشی از سیاست‌های نظارتی روبه‌رو هستند، برای کاهش ریسک‌ها و جبران عدم اطمینان‌های نظارتی، تمایل دارند تصمیمات خود را با رفتار همتایان خود هم‌راستا کنند. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که عدم اطمینان در سیاست‌های نظارتی اثر همتایان در مالی‌شدن را تشدید می‌کند، چرا که شرکت‌ها رفتار خود را بر اساس اقدامات سایر شرکت‌ها در شرایط مشابه تطبیق می‌دهند. علاوه‌براین در محیط‌هایی با بازده‌های غیرقابل پیش‌بینی و ریسک‌های بالا، اثرات رفتاری همتایان می‌تواند به شکل‌گیری نگرش مدیران نسبت به ریسک‌پذیری و تنظیم تصمیمات مالی آنها منجر شود (آهرن و همکاران ۲۰۱۴؛ سئو، ۲۰۲۱). بنابراین، فرضیه چهارم عبارت است از:

**فرضیه چهارم:** ریسک‌پذیری شرکت اثرگذاری مالی‌شدن همتایان بر مالی‌شدن شرکت را افزایش می‌دهد.

### ۳. روش پژوهش

مطالعه حاضر، نوعی پژوهش کاربردی و توصیفی-همبستگی است. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از الگوهای رگرسیونی به روش داده‌های ترکیبی با کنترل اثرات سال و صنعت و استفاده از نرم‌افزارهای Eviews12 و Stata15 بهره گرفته شده است. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۲ است که دارای این شرایط باشند: قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و در دوره زمانی پژوهش از بورس خارج نشده باشند. برای همگن شدن نمونه، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان ماه اسفند باشد. به دلیل ماهیت متفاوت عملیات، جزء شرکت‌های صنایع واسطه‌گری مالی مانند بانک‌ها، بیمه‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نباشند. داده‌های مورد نیاز پژوهش موجود و در دسترس باشد. در بازه زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداده باشند. حداقل پنج شرکت در هر صنعت وجود داشته باشد. بر اساس شرایط مذکور تعداد ۱۴۳ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۲ انتخاب شده است.

## ۳-۱. الگوهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از مطالعه ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) از الگوهای رگرسیونی زیر استفاده شده است. برای آزمون فرضیه اول از رابطه رگرسیونی (۱) استفاده شده است.

$$\text{Fin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PeersFin}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{Ins}_{i,t} + \beta_5 \text{WCT}_{i,t} + \beta_6 \text{Growth}_{i,t} + \beta_7 \text{PeersSize}_{i,t} + \beta_8 \text{PeersLev}_{i,t} + \beta_9 \text{PeerIns}_{i,t} + \beta_{10} \text{PeerWCT}_{i,t} + \beta_{11} \text{PeerGrowth}_{i,t} + \beta_{11} \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن  $\text{Fin}$  میزان مالی شدن شرکت،  $\text{PeersFin}$  مالی شدن هم‌تایان در صنعت شرکت  $i$  در سال  $t$  به‌استثنای شرکت  $i$ ،  $\text{Size}$ : اندازه شرکت،  $\text{Lev}$ : اهرم مالی،  $\text{Ins}$ : نسبت سهامداران نهادی،  $\text{WCT}$ : نسبت گردش سرمایه در گردش،  $\text{Growth}$ : نرخ رشد سود عملیاتی،  $\text{PeersSize}$ : اندازه هم‌تایان،  $\text{PeersLev}$ : اهرم مالی هم‌تایان،  $\text{PeersIns}$ : درصد سهامداران نهادی هم‌تایان،  $\text{PeerWC}$ : نسبت گردش سرمایه در گردش هم‌تایان،  $\text{PeerGrowth}$ : نرخ رشد سود عملیاتی هم‌تایان،  $\text{Year}$ : اثر سال و  $\varepsilon$ : مقادیر باقیمانده الگو

برای آزمون فرضیه اول از ضریب  $\beta_1$  استفاده می‌شود. اگر این ضریب در سطح اطمینان ۹۵٪ مثبت و معنادار باشد، فرضیه اول رد نمی‌شود. برای آزمون فرضیه دوم از رابطه رگرسیونی (۲) استفاده شده است.

$$\text{Fin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PeersFin}_{i,t} + \beta_2 \text{HHI}_{i,t} + \beta_3 \text{PeersFin}_{i,t} * \text{HHI}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{Ins}_{i,t} + \beta_7 \text{WCT}_{i,t} + \beta_8 \text{Growth}_{i,t} + \beta_9 \text{PeersSize}_{i,t} + \beta_{10} \text{PeersLev}_{i,t} + \beta_{11} \text{PeerIns}_{i,t} + \beta_{12} \text{PeerWCT}_{i,t} + \beta_{13} \text{PeerGrowth}_{i,t} + \beta_{14} \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در آن  $\text{HHI}$  شاخص رقابت صنعت است و مابقی متغیرها همانند رابطه (۱) است. برای آزمون فرضیه دوم از ضریب  $\beta_3$  استفاده می‌شود. اگر این ضریب در سطح اطمینان ۹۵٪ مثبت و معنادار باشد، فرضیه دوم رد نمی‌شود. برای آزمون فرضیه سوم از رابطه رگرسیونی (۳) استفاده شده است.

$$\text{Fin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PeersFin}_{i,t} + \beta_2 \text{FinFlex}_{i,t} + \beta_3 \text{PeersFin}_{i,t} * \text{FinFlex}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{Ins}_{i,t} + \beta_7 \text{WCT}_{i,t} + \beta_8 \text{Growth}_{i,t} + \beta_9 \text{PeersSize}_{i,t} + \beta_{10} \text{PeersLev}_{i,t} + \beta_{11} \text{PeerIns}_{i,t} + \beta_{12} \text{PeerWCT}_{i,t} + \beta_{13} \text{PeerGrowth}_{i,t} + \beta_{14} \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در آن FinFlex شاخص انعطاف‌پذیری مالی است و مابقی متغیرها همانند رابطه (۱) است. برای آزمون فرضیه سوم از ضریب  $\beta_3$  استفاده می‌شود. اگر این ضریب در سطح اطمینان ۹۵٪ مثبت و معنادار باشد، فرضیه سوم رد نمی‌شود. برای آزمون فرضیه چهارم از رابطه رگرسیونی (۴) استفاده شده است.

$$\text{Fin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PeersFin}_{i,t} + \beta_2 \text{ROAV}_{i,t} + \beta_3 \text{PeersFin}_{i,t} * \text{ROAV}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{Ins}_{i,t} + \beta_7 \text{WCT}_{i,t} + \beta_8 \text{Growth}_{i,t} + \beta_9 \text{PeersSize}_{i,t} + \beta_{10} \text{PeersLev}_{i,t} + \beta_{11} \text{PeerIns}_{i,t} + \beta_{12} \text{PeerWCT}_{i,t} + \beta_{13} \text{PeerGrowth}_{i,t} + \beta_{14} \text{Year} + \varepsilon_{i,t} \quad (۴)$$

که در آن ROAV نوسان نرخ بازده دارایی‌ها و شاخص ریسک‌پذیری شرکت است و مابقی متغیرها همانند رابطه (۱) است. برای آزمون فرضیه چهارم از ضریب  $\beta_3$  استفاده می‌شود. اگر این ضریب در سطح اطمینان ۹۵٪ مثبت و معنادار باشد، فرضیه چهارم رد نمی‌شود.

### ۲-۳. نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

متغیرهای این مطالعه شامل متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیلگر و کنترلی است که به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) انتخاب و محاسبه شدند.

#### ۱-۲-۳. متغیر وابسته:

در این پژوهش متغیر وابسته مالی شدن شرکت (Fin) است که در این پژوهش برای اندازه‌گیری آن به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) و اخگر و همکاران (۱۴۰۲)، از تقسیم دارایی‌های مالی بر جمع کل دارایی‌ها استفاده شده است. دارایی‌های مالی شامل سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاری‌های نگهداری شده تا سررسید، دارایی‌های مالی در دسترس برای فروش، سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، سود سهام دریافتنی، بهره‌های دریافتنی و مشتقات مالی است.

#### ۲-۲-۳. متغیر مستقل:

در این مطالعه متغیر مستقل مالی شدن شرکت‌های همتا (PeerFin) است. شرکت‌های همتا در این مطالعه بر اساس طبقه‌بندی صنعت تعیین شده‌اند. برای اندازه‌گیری متغیر مالی شدن شرکت‌های همتا از متغیر مالی شدن شرکت‌های موجود در یک صنعت به‌استثنای شرکت i میانگین گرفته شده است.

## ۳-۲-۳. متغیرهای تعدیلگر:

در این پژوهش، رقابت صنعت، انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری شرکت به‌عنوان متغیرهای تعدیلگر در نظر گرفته شده‌اند که در ادامه نحوه محاسبه هر یک توضیح داده شده است.

**رقابت صنعت (HHI):** برای محاسبه این متغیر، به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۴)، از شاخص هیرفیندال - هیرشمن (HHI) به شرح رابطه (۵) استفاده شده است.

$$HHI_{it} = \sum_{i=1}^N X_i^2 \quad \text{رابطه (۵)}$$

HHI: رقابت در بازار،  $X_i^2$ : توان دوم سهم بازار شرکت  $i$  در صنعت مورد نظر. سهم بازار برابر است با نسبت فروش شرکت به کل فروش صنعت. هر چه میزان HHI کمتر باشد، رقابت در صنعت بیشتر است. از این‌رو، شاخص HHI در منفی یک ضرب شده است تا شاخص مستقیمی از رقابت صنعت بدست آید.

**انعطاف‌پذیری مالی (FinFlex):** انعطاف‌پذیری مالی بیانگر توانایی شرکت در دسترسی سریع و کارآمد به منابع مالی و مدیریت ساختار سرمایه است به نحوی که بتواند به نیازها و فرصت‌های غیرمنتظره واکنش نشان دهد. به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) انعطاف‌پذیری مالی از مجموع انعطاف‌پذیری وجه نقد و انعطاف‌پذیری تامین‌مالی بدهی محاسبه شده است. انعطاف‌پذیری وجه نقد به شرح رابطه (۶) محاسبه شده است:

رابطه (۶)

میانگین صنعت نسبت نگهداشت وجه نقد - نسبت نگهداشت وجه نقد = انعطاف‌پذیری وجه نقد

نسبت نگهداشت وجه نقد از تقسیم تغییرات وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به جمع کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

برای محاسبه انعطاف‌پذیری تامین‌مالی بدهی ابتدا از میانگین اهرم مالی صنعت، اهرم مالی شرکت کسر شده است، اگر عدد بدست آمده مثبت باشد (بدین مفهوم است که اهرم مالی شرکت کمتر از اهرم مالی صنعت است و انعطاف‌پذیری تامین‌مالی بدهی شرکت بالا است)، برای انعطاف‌پذیری تامین‌مالی بدهی همان عدد لحاظ شده است و اگر عدد بدست آمده منفی باشد (بدین مفهوم است که اهرم مالی شرکت بیشتر از اهرم مالی صنعت است و انعطاف‌پذیری تامین‌مالی بدهی شرکت پایین است)، انعطاف‌پذیری تامین‌مالی بدهی صفر لحاظ شده است (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۴).

ریسک‌پذیری شرکت (ROAV): ریسک‌پذیری بیانگر میزان تمایل شرکت به درگیر شدن در فعالیت‌های دارای عدم اطمینان بالا و پذیرش پیامدهای ناشی از تصمیمات جسورانه است (فاجیو و همکاران، ۲۰۱۱). در مطالعه حاضر به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۴)، برای اندازه‌گیری ریسک‌پذیری شرکت از نوسان نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) استفاده شده است. نوسان نرخ بازده دارایی‌ها از طریق انحراف معیار نرخ بازده دارایی‌ها در طی سه سال قبل (t-1 تا t-3) محاسبه شده است. نرخ بازده دارایی‌ها نیز از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات بر جمع کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

#### ۴-۲-۳. متغیرهای کنترلی:

برای کنترل عواملی که ممکن است بر مالی شدن شرکت تأثیرگذار باشند، به پیروی از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۴)، دیویس (۲۰۱۶) و دمیر (۲۰۰۹)، متغیرهای کنترلی زیر در دو دسته سطح شرکت و سطح صنعت نظر گرفته شدند.

#### الف) متغیرهای سطح شرکت:

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال.  
 اهرم مالی بازاری (Lev): نسبت کل بدهی‌ها به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.  
 نسبت سهامداران نهادی (Ins): برابر با نسبت تعداد سهام سهامداران بالای پنج درصد به کل تعداد سهام شرکت است.  
 نسبت گردش سرمایه در گردش (WC): نسبت گردش سرمایه در گردش از طریق رابطه (Y) محاسبه شده است.

$$WC = \frac{\text{فروش}}{\text{بدهی جاری-دارایی جاری}} \quad \text{رابطه (Y)}$$

نرخ رشد سود عملیاتی (Growth): از تفاوت تغییرات فروش سال جاری با فروش سال قبل، تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه شده است.

#### ب) متغیرهای سطح صنعت:

متغیرهای کنترلی سطح صنعت برابر با اندازه همتایان (PeersSize)، اهرم مالی همتایان (PeersLev)، نسبت سهامداران نهادی همتایان (PeerIns)، گردش سرمایه در گردش همتایان (PeerWC) و نرخ رشد سود عملیاتی همتایان (PeerGrowth) است. برای اندازه‌گیری این

متغیرها، میانگین متغیرهای کنترلی سطح شرکت در سطح شرکت‌های همتا (هم‌صنعت) به استثنای شرکت A محاسبه شده است.

#### ۴. یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) و سپس نتایج آزمون فرضیه‌ها ارائه شده است.

#### نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	نماد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
مالی شدن شرکت	Fin	۰/۰۰۰۰	۰/۸۲۳۴	۰/۰۳۸۷	۰/۰۹۴۰
مالی شدن همتایان	PeerFin	۰/۰۰۰۰	۰/۲۳۸۶	۰/۰۳۸۱	۰/۰۴۵۳
رقابت صنعت	HHI	-۰/۴۸۱۶	-۰/۰۶۷۳	-۰/۲۴۷۱	۰/۱۳۱۵
انعطاف‌پذیری مالی	FinFlex	-۰/۵۵۷۲	۰/۸۰۳۹	۰/۰۸۰۱	۰/۱۳۰۶
ریسک‌پذیری شرکت	ROAV	۰/۰۰۱۴	۰/۳۵۶۵	۰/۰۶۷۹	۰/۰۵۱۰
اندازه	Size	۱۱/۱۱۶۰	۲۱/۸۹۹۴	۱۵/۴۹۳۲	۱/۸۱۵۷
اهرم مالی	Lev	۰/۰۰۷۰	۰/۸۷۱۲	۰/۲۸۵۵	۰/۱۸۸۷
نسبت سهامداران نهادی	Ins	۰/۰۰۰۰	۰/۹۹۹۹	۰/۶۸۸۲	۰/۱۸۶۶
نسبت گردش سرمایه در گردش	WCT	-۱۴/۲۰۰۰	۳۳/۳۶۱۹	۴/۷۴۹۰	۱۰/۰۶۹۷
نرخ رشد سود عملیاتی	Growth	-۰/۴۲۶۲	۲/۳۱۱۳	۰/۴۰۳۶	۰/۴۷۲۷
اندازه همتایان	PeerSize	۱۳/۲۸۸۱	۱۹/۸۰۷۸	۱۵/۴۸۶۱	۱/۲۵۱۱
اهرم مالی همتایان	PeerLev	۰/۰۲۹۶	۰/۵۷۵۵	۰/۲۸۵۱	۰/۱۳۴۷
نسبت سهامداران نهادی همتایان	PeerIns	۰/۴۹۰۸	۰/۹۰۸۶	۰/۶۸۷۴	۰/۰۷۶۶
نسبت گردش سرمایه در گردش همتایان	PeerWCT	-۲۳/۶۱۰۵	۲۷/۹۷۷۳	۴/۶۸۱۴	۱۱/۲۲۵۷
نرخ رشد سود عملیاتی همتایان	PeerGrowth	-۰/۲۲۹۶	۱/۳۰۶۵	۰/۴۰۸۷	۰/۳۳۹۰

منبع: یافته‌های پژوهش

در این پژوهش، متغیر وابسته مالی شدن شرکت (Fin) است که آن برابر با ۰/۰۳۸۷ و انحراف معیار آن برابر با ۰/۰۹۴۰ است که نشان‌دهنده سطح نسبتاً پایین مالی شدن در بین شرکت‌های نمونه است. حداکثر مقدار این متغیر معادل ۰/۸۲۳۴ و حداقل آن صفر است که نشان‌دهنده وجود تفاوت قابل ملاحظه در سطح مالی شدن میان شرکت‌ها است. آماره‌های توصیفی برای متغیر

مالی‌شدن با پژوهش اخگر و همکاران (۱۴۰۲) همخوانی دارد. متغیر مستقل مالی‌شده همتایان (PeerFin) است که میانگین آن نیز با مقدار ۰/۰۳۸۱ بسیار نزدیک به میانگین مالی‌شدن شرکت‌ها است، اما با دامنه‌ای محدودتر (مقدار حداکثر ۰/۲۳۸۶) که مطابق با انتظار است؛ زیرا این متغیر به صورت میانگین مالی‌شدن سایر شرکت‌های هم‌صنعت به استثنای شرکت ۱ محاسبه شده و ماهیتاً هموارتر از داده‌های سطح شرکت است. برای سنجش رقابت صنعت از شاخص (HHI) استفاده شده که در آن مقادیر در یک عدد منفی ضرب شده‌اند تا شاخصی مستقیم از رقابت به‌دست آید؛ به‌عبارت دیگر، مقدار بالاتر HHI به معنای رقابت بیشتر و مقدار پایین‌تر به معنای رقابت کمتر (تمرکز بالاتر بازار) است. میانگین رقابت صنعت (HHI) برابر با ۰/۲۴۷۱ و انحراف معیار آن ۰/۱۳۱۵ است. این اعداد نشان می‌دهد که در سطح کلی، صنایع نمونه از میزان رقابت نسبتاً مناسبی برخوردار هستند، ولی تفاوت محسوسی نیز بین صنایع بر اساس مقادیر حداکثر و حداقل وجود دارد. متغیر ریسک‌پذیری شرکت (ROAV)، با میانگین ۰/۰۶۷۹ و انحراف معیار ۰/۰۵۱۰ نشان می‌دهد که نوسان بازده دارایی‌ها به‌عنوان شاخصی برای ریسک‌پذیری، در سطح نسبتاً پایین و متعادلی بین شرکت‌ها قرار دارد. از نظر ویژگی‌های کنترلی، متغیر اندازه شرکت (Size) دارای میانگین ۱۵/۴۹ و انحراف معیار ۱/۸۱ است که تنوع مناسبی را در بین شرکت‌های مورد بررسی نشان می‌دهد. اهرم مالی (Lev) نیز با میانگین ۰/۲۸۵۵ نمایانگر استفاده متوسط شرکت‌ها از بدهی در ساختار سرمایه است. نسبت سهامداران نهادی (Ins) با میانگین نسبتاً بالای ۰/۶۸۸۲ حاکی از نفوذ بالای سرمایه‌گذاران نهادی در بازار بورس اوراق بهادار تهران است.

الگوهای رگرسیونی در این پژوهش به روش داده‌های ترکیبی با کنترل اثرات سال تخمین زده شده است. در این مطالعه، اثر صنعت به‌صورت مجزا کنترل نشده است. زیرا متغیر مالی‌شدن همتایان به‌طور مستقیم میانگین رفتار شرکت‌های هم‌صنعت (به‌جز شرکت هدف) را در بر می‌گیرد و در نتیجه، کنترل مجدد اثر صنعت می‌تواند به ایجاد هم‌خطی و کاهش قدرت توضیح‌دهندگی متغیر مالی‌شدن همتایان منجر شود. در برخی مطالعات انجام شده در حوزه شرکت‌های همتا، نظیر لیری و رابرتز (۲۰۱۴)، ژوانگ و همکاران<sup>۷۱</sup> (۲۰۲۲)، کو و چئونگ<sup>۷۲</sup> (۲۰۲۴) اثر صنعت کنترل نشده است. برای بررسی همسانی واریانس و خودهمبستگی به ترتیب از آزمون LR و ولدریج استفاده شده است. در تمامی الگوهای رگرسیونی معناداری آماره LR و آماره ولدریج از سطح خطای ۵ درصد کمتر و بیانگر وجود مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی است که برای تخفیف اثرات آنها از روش GLS و مقاوم‌سازی به روش تصحیح خوشه‌ای استفاده شده است.

همچنین نتایج آزمون VIF برای بررسی هم‌خطی نشان داد که مقدار این آماره برای متغیرهای پژوهش کمتر از ۱۰ می‌باشد و بین متغیرهای توضیحی مشکل هم‌خطی وجود ندارد.

#### ۴-۱. نتایج آزمون فرضیه اول

مطابق با فرضیه اول مالی شدن هم‌تایان تأثیر مثبتی بر مالی شدن شرکت دارد. برای آزمون این فرضیه از رابطه رگرسیونی (۱) استفاده شده که نتایج تخمین آن در نگاره (۲) ارائه شده است.

#### نگاره ۲: نتایج تخمین رابطه رگرسیونی (۱)

$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PeersFin_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Ins_{i,t} + \beta_5 WCT_{i,t} + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 PeersSize_{i,t} + \beta_8 PeersLev_{i,t} + \beta_9 PeerIns_{i,t} + \beta_{10} PeerWCT_{i,t} + \beta_{11} PeerGrowth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۰/۰۱۴۰	۰/۰۰۸۲	۱/۶۹۶۳	۰/۰۹۲
مالی شدن هم‌تایان	PeerFin	۰/۲۶۸۴	۰/۰۵۵۰	۴/۸۷۴۴	۰/۰۰۰
اندازه	Size	۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۰۶	۲/۸۲۶۵	۰/۰۰۵
اهرم مالی	Lev	-۰/۰۳۷۸	۰/۰۰۵۸	-۶/۴۹۰۶	۰/۰۰۰
نسبت سهامداران نهادی	Ins	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۴۲	۰/۳۷۷۳	۰/۷۰۶
نسبت گردش سرمایه در گردش	WCT	-۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۰۰۰۳	-۲/۰۷۱۶	۰/۰۴۰
نرخ رشد سود عملیاتی	Growth	۰/۰۰۰۰۶	۰/۰۰۱۰	۰/۵۵۷۹	۰/۵۷۷
اندازه هم‌تایان	PeerSize	-۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۰۶	-۲/۹۰۰۹	۰/۰۰۴
اهرم مالی هم‌تایان	PeerLev	-۰/۰۰۵۳	۰/۰۱۱۱	-۰/۴۸۰۷	۰/۶۳۱
نسبت سهامداران نهادی هم‌تایان	PeerIns	۰/۰۱۴۴	۰/۰۱۰۴	۱/۳۸۰۵	۰/۱۶۹
نسبت گردش سرمایه در گردش هم‌تایان	PeerWCT	-۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۵	-۲/۰۳۵۶	۰/۰۴۳
نرخ رشد سود عملیاتی هم‌تایان	PeerGrowth	-۰/۰۰۰۲۷	۰/۰۰۰۲۳	-۱/۱۵۲۱	۰/۲۵۱
کنترل شد					اثرات سال
آماره F فیشر (احتمال آماره)		۱۳/۶۰۶۹ (۰/۰۰۰۰)		R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۱۵۲۷

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نگاره (۲) احتمال آماره F فیشر کمتر از ۵ درصد است و الگوی رگرسیونی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل‌شده نیز برابر با ۰/۱۵۲۷ است که نشان می‌دهد حدود ۱۵ درصد تغییرات متغیر مالی شدن شرکت از طریق متغیرهای توضیحی در الگوی رگرسیونی توضیح داده شده است. ضریب متغیر مالی شدن همتایان مثبت و برابر ۰/۲۶۸۴ و سطح معناداری آن برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین می‌توان گفت مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد و فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. به عبارت دیگر هر چه همتایان بیشتر به سمت مالی شدن گام بردارند، سایر شرکت‌های آن صنعت نیز به سمت مالی شدن حرکت می‌کنند.

#### ۲-۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

مطابق با فرضیه دوم رقابت صنعت اثرگذاری مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت را افزایش می‌دهد. برای آزمون این فرضیه از رابطه رگرسیونی (۲) استفاده شده که نتایج تخمین آن در نگاره (۳) ارائه شده است.

#### نگاره ۳: نتایج تخمین رابطه رگرسیونی (۲)

$\text{Fin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PeersFin}_{i,t} + \beta_2 \text{HHI}_{i,t} + \beta_3 \text{PeersFin}_{i,t} * \text{HHI}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{Ins}_{i,t} + \beta_7 \text{WCT}_{i,t} + \beta_8 \text{Growth}_{i,t} + \beta_9 \text{PeersSize}_{i,t} + \beta_{10} \text{PeersLev}_{i,t} + \beta_{11} \text{PeerIns}_{i,t} + \beta_{12} \text{PeerWCT}_{i,t} + \beta_{13} \text{PeerGrowth}_{i,t} + \beta_{14} \text{Year} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۰/۰۰۴۳	۰/۰۱۴۹	-۰/۲۸۷۹	۰/۷۷۳
مالی شدن همتایان	PeerFin	۰/۲۹۳۶	۰/۰۷۳۰	۴/۰۲۲۴	۰/۰۰۰
رقابت صنعت	HHI	-۰/۰۱۶۲	۰/۰۰۶۹	-۲/۳۵۹۹	۰/۰۱۸
رقابت صنعت * مالی شدن همتایان	PeerFin* HHI	۰/۱۵۷۰	۰/۲۶۲۶	۰/۵۹۷۷	۰/۵۵۰
اندازه	Size	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۰۴	۳/۵۵۱۲	۰/۰۰۰
اهرم مالی	Lev	-۰/۰۳۶۹	۰/۰۰۴۰	-۹/۱۲۱۶	۰/۰۰۰
نسبت سهامداران نهادی	Ins	-۰/۰۰۳۰	۰/۰۰۲۷	۱/۱۲۷۲	۰/۲۵۹
نسبت گردش سرمایه در گردش	WCT	-۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۰۰۰۳	-۲/۴۶۱۶	۰/۰۱۴

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
نرخ رشد سود عملیاتی	Growth	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۱۱	۰/۵۵۴۹	۰/۵۷۹
اندازه همتایان	PeerSize	-۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۱۰	-۱/۳۷۰۶	۰/۳۰۴
اهرم مالی همتایان	PeerLev	-۰/۰۲۶۲	۰/۰۱۲۷	-۲/۰۵۴۳	۰/۰۴۰
نسبت سهامداران نهادی همتایان	PeerIns	۰/۰۲۷۶	۰/۰۰۹۳	۲/۹۷۰۲	۰/۰۰۳
نسبت گردش سرمایه در گردش همتایان	PeerWCT	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۵	-۱/۸۶۷۲	۰/۰۶۲
نرخ رشد سود عملیاتی همتایان	PeerGrowth	-۰/۰۰۴۰	۰/۰۰۲۲	-۱/۷۶۴۸	۰/۰۷۷
کنترل شد					اثرات سال
آماره F فیشر (احتمال آماره)		۱۱/۶۰۳۴ (۰/۰۰۰۰)		R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۱۴۳۸

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نگاره (۳)، احتمال آماره F فیشر کمتر از ۵ درصد بوده که بیانگر آن است که الگوی رگرسیونی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۱۴۳۸ است که نشان می‌دهد که حدود ۱۴/۴ درصد از تغییرات در متغیر وابسته از طریق متغیرهای الگو توضیح داده شده است. برای بررسی تأثیر رقابت صنعت بر اثرگذاری مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت از ضریب متغیر  $PeerFin* HHI$  استفاده شده است. ضریب این متغیر ۰/۱۵۷۰ و سطح معناداری آماره t برای آن برابر با ۰/۵۵۰ می‌باشد که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است؛ بنابراین، ضریب تعاملی مربوطه در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست. بنابراین، رقابت صنعت اثرگذاری مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت را تعدیل نمی‌کند و فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود.

### ۳-۴. نتایج آزمون فرضیه سوم

مطابق با فرضیه سوم انعطاف‌پذیری مالی، اثرگذاری مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت را افزایش می‌دهد. برای آزمون این فرضیه از رابطه رگرسیونی (۳) استفاده شده که نتایج تخمین آن در نگاره (۴) ارائه شده است.

## نگاره ۴: نتایج تخمین رابطه رگرسیونی (۳)

$$\text{Fin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{PeersFin}_{i,t} + \beta_2 \text{FinFlex}_{i,t} + \beta_3 \text{PeersFin}_{i,t} * \text{FinFlex}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Lev}_{i,t} + \beta_6 \text{Ins}_{i,t} + \beta_7 \text{WCT}_{i,t} + \beta_8 \text{Growth}_{i,t} + \beta_9 \text{PeersSize}_{i,t} + \beta_{10} \text{PeersLev}_{i,t} + \beta_{11} \text{PeerIns}_{i,t} + \beta_{12} \text{PeerWCT}_{i,t} + \beta_{13} \text{PeerGrowth}_{i,t} + \beta_{14} \text{Year} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	$\beta_0$	۰/۰۱۰۳	۰/۰۰۴۵	۲/۲۵۷۲	۰/۰۵۰
مالی شدن همتایان	PeerFin	۰/۱۵۶۵	۰/۰۲۱۳	۷/۳۳۴۳	۰/۰۰۰
انعطاف‌پذیری مالی	FinFlex	۰/۰۳۸۸	۰/۰۱۱۲	۳/۴۳۸۴	۰/۰۰۷
انعطاف‌پذیری مالی * مالی شدن همتایان	PeerFin* FinFlex	۳/۴۳۳۴	۰/۲۴۲۶	۱۴/۱۵۰۰	۰/۰۰۰
اندازه	Size	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۵	۰/۵۵۲۷	۰/۵۹۳
اهرم مالی	Lev	-۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۵۴	-۰/۲۱۵۳	۰/۸۳۴
نسبت سهامداران نهادی	Ins	۰/۰۰۸۲	۰/۰۰۱۹	۴/۲۵۶۸	۰/۰۰۲
نسبت گردش سرمایه در گردش	WCT	-۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۰۰۰۲	-۲/۹۹۲۰	۰/۰۱۵
نرخ رشد سود عملیاتی	Growth	-۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۸	-۱/۵۶۲۰	۰/۱۵۲
اندازه همتایان	PeerSize	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۲	-۱/۵۷۳۵	۰/۱۵۰
اهرم مالی همتایان	PeerLev	-۰/۰۰۳۹۴	۰/۰۰۸۱	-۴/۸۳۳۸	۰/۰۰۰
نسبت سهامداران نهادی همتایان	PeerIns	۰/۰۰۷۴	۰/۰۰۸۲	۰/۸۹۷۷	۰/۳۹۲
نسبت گردش سرمایه در گردش همتایان	PeerWCT	-۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۴	-۲/۴۱۸۳	۰/۰۳۸
نرخ رشد سود عملیاتی همتایان	PeerGrowth	-۰/۰۰۰۱۵	۰/۰۰۰۳۳	-۰/۴۵۹۶	۰/۶۵۶
اثرات سال	کنترل شد				
آماره F فیشر (احتمال آماره)	۲۷/۵۹۹۱ (۰/۰۰۰۰)		R <sup>2</sup> تعدیل شده		۰/۳۹۵۰

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نگاره (۴)، کمتر بودن احتمال آماره F فیشر از ۵ درصد بیانگر آن است که الگوی رگرسیونی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. برای بررسی تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر اثرگذاری مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت از ضریب متغیر PeerFin\* FinFlex استفاده

شده است. ضریب این متغیر مثبت و برابر با  $3/43334$  و سطح معناداری آماره  $t$  برای آن برابر با  $0/000$  می‌باشد که کمتر از سطح خطای  $5$  درصد است؛ بنابراین، ضریب تعاملی مربوطه در سطح اطمینان  $95$  درصد معنادار است. با توجه به تأثیر مثبت مالی شدن هم‌تایان بر مالی شدن شرکت و همچنین ضریب مثبت متغیر تعاملی  $PeerFin * FinFlex$ ، می‌توان گفت انعطاف‌پذیری مالی اثرگذاری مالی شدن هم‌تایان بر مالی شدن شرکت را افزایش داده است و فرضیه سوم پژوهش رد نمی‌شود. به عبارت دیگر، هرچه انعطاف‌پذیری شرکت بیشتر باشد، مالی شدن هم‌تایان تأثیر بیشتری بر مالی شدن شرکت دارد.

#### ۴-۴. نتایج آزمون فرضیه چهارم

مطابق با فرضیه چهارم ریسک‌پذیری شرکت اثرگذاری مالی شدن هم‌تایان بر مالی شدن شرکت را افزایش می‌دهد. برای آزمون این فرضیه از رابطه رگرسیونی (۴) استفاده شده که نتایج تخمین آن در نگاره (۵) ارائه شده است.

#### نگاره ۵: نتایج تخمین رابطه رگرسیونی (۴)

$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PeersFin_{i,t} + \beta_2 ROAV_{i,t} + \beta_3 PeersFin_{i,t} * ROAV_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Ins_{i,t} + \beta_7 WCT_{i,t} + \beta_8 Growth_{i,t} + \beta_9 PeersSize_{i,t} + \beta_{10} PeersLev_{i,t} + \beta_{11} PeerIns_{i,t} + \beta_{12} PeerWCT_{i,t} + \beta_{13} PeerGrowth_{i,t} + \beta_{14} Year + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره $t$	سطح معناداری
عرض از مبدأ	$\beta_0$	$0/0168$	$0/0042$	$3/9408$	$0/003$
مالی شدن هم‌تایان	PeerFin	$0/1766$	$0/0255$	$6/9121$	$0/000$
ریسک‌پذیری	ROAV	$0/0200$	$0/0077$	$2/5877$	$0/029$
ریسک‌پذیری * مالی شدن هم‌تایان	PeerFin* ROAV	$1/4801$	$0/4709$	$3/1426$	$0/011$
اندازه	Size	$0/0013$	$0/0005$	$2/4224$	$0/038$
اهرم مالی	Lev	$-0/0343$	$0/0062$	$-5/4613$	$0/000$
نسبت سهامداران نهادی	Ins	$0/0013$	$0/0013$	$0/9714$	$0/356$
نسبت گردش سرمایه در گردش	WCT	$-0/0006$	$0/0002$	$-2/6655$	$0/025$
نرخ رشد سود عملیاتی	Growth	$0/0007$	$0/0009$	$0/7466$	$0/474$
اندازه هم‌تایان	PeerSize	$-0/0017$	$0/0003$	$-5/4425$	$0/000$

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
اهرم مالی همتایان	PeerLev	-۰/۰۰۶۱	۰/۰۰۹۹	-۰/۶۱۱۹	۰/۵۵۵
نسبت سهامداران نهادی همتایان	PeerIns	۰/۰۱۴۳	۰/۰۰۵۵	۲/۵۸۵۳	۰/۰۲۹
نسبت گردش سرمایه در گردش همتایان	PeerWCT	-۰/۰۰۰۰۹	۰/۰۰۰۰۴	-۲/۲۷۴۳	۰/۰۴۹
نرخ رشد سود عملیاتی همتایان	PeerGrowth	-۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۲۹	-۰/۹۶۸۸	۰/۳۵۷
اثرات سال		کنترل شد			
آماره F فیشر (احتمال آماره)		۱۳/۳۷۰۵ (۰/۰۰۰۰)		R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۱۶۳۲

منبع: یافته‌های پژوهش

در نگاره (۵) نتایج اثر تعاملی ریسک‌پذیری شرکت بر ارتباط بین مالی شدن همتایان و مالی شدن شرکت ارائه شده است. برای بررسی تأثیر ریسک‌پذیری شرکت بر اثرگذاری مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت از ضریب متغیر ROAV\* PeerFin\* استفاده شده است. ضریب این متغیر تعاملی مثبت و برابر با ۱/۴۸۰۱ و سطح معناداری آماره t برای آن برابر با ۰/۰۱۱ می‌باشد که از سطح خطای ۵ درصد کمتر و معنادار است. با توجه به تأثیر مثبت مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت و همچنین ضریب مثبت متغیر تعاملی ROAV\* PeerFin\*، می‌توان گفت ریسک‌پذیری شرکت اثرگذاری مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت را افزایش داده است و فرضیه چهارم پژوهش رد نمی‌شود. به بیان دیگر، هرچه ریسک‌پذیری شرکت بیشتر باشد، مالی شدن همتایان تأثیر بیشتری بر مالی شدن شرکت دارد.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر به بررسی مالی شدن شرکت‌ها با تمرکز بر نقش اثرات همتایان پرداخته و تلاش کرده است تا با تلفیق رویکردهای نظری و تجربی، درک عمیق‌تری از چگونگی تأثیرپذیری شرکت‌ها از رفتارهای مالی همتایان خود ارائه دهد. در این چارچوب، عواملی نظیر رقابت بازار محصول، انعطاف‌پذیری مالی و عدم اطمینان سیاستی به‌عنوان متغیرهای تعدیل‌گر مورد توجه قرار گرفته‌اند تا سازوکارهای مؤثر بر گرایش شرکت‌ها به سرمایه‌گذاری مالی بهتر تبیین شود.

یافته‌های فرضیه اول نشان داد که مالی‌شدن همتایان تأثیر مثبت و معناداری بر مالی‌شدن شرکت دارد؛ این نتیجه نشان می‌دهد که شرکت‌ها با مشاهده و الگوبرداری از رفتار مالی همتایان خود، به‌ویژه در محیط‌های ناپایدار، جهت‌گیری‌های مالی خود را تنظیم می‌کنند. این الگو با تبیین‌های نظری مانند نظریه همگرایی سازمانی و یادگیری اجتماعی هم‌راستا است، که بر نقش تقلید و یادگیری از رفتار سایر شرکت‌ها تأکید دارند. همچنین، بر اساس نظریه رقابت، در محیط‌های رقابتی، شرکت‌ها برای حفظ جایگاه خود در بازار، تمایل بیشتری به تبعیت از رفتار رایج صنعت دارند. از منظر نظریه اطلاعات نیز، در شرایط عدم‌تقارن اطلاعاتی، مدیران با استفاده از سیگنال‌های رفتاری همتایان، ریسک تصمیم‌گیری را کاهش داده و تصمیمات مالی خود را هم‌راستا با آن‌ها تنظیم می‌کنند. بنابراین، اثر مثبت و معنادار مالی‌شدن همتایان را می‌توان حاصل تعامل همزمان فشارهای رقابتی، مکانیزم‌های اطلاعاتی و یادگیری سازمانی دانست. نتایج فرضیه اول با پژوهش‌هایی مانند ژانگ و همکاران (۲۰۲۴)، لیری و رابرتز (۲۰۱۴)، علی‌رند و همکاران (۲۰۲۳) و جودکی و همکاران (۱۴۰۲) همخوانی دارد. این مطالعات بر اهمیت الگوبرداری از رفتار همتایان در تصمیمات مالی شرکت‌ها تأکید دارند.

نتایج فرضیه دوم نشان داد که رقابت صنعت اثرگذاری مالی‌شدن همتایان بر مالی‌شدن شرکت را تعدیل نمی‌کند؛ این نتیجه با مبانی نظری و یافته‌های پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) همخوانی ندارد. این نتایج از چند جهت می‌تواند تفسیر شود: اول، واکنش شرکت‌ها به رقابت الزاماً یکنواخت نیست؛ برخی شرکت‌ها با منابع بیشتر یا ساختارهای مالکیتی خاص ممکن است مستقل از سطح رقابت به مالی‌شدن گرایش داشته یا از آن دوری کنند، و بنابراین اثر رقابت در سطح کل نمونه بی‌معنا ظاهر شود. دوم، رقابت واقعی میان شرکت‌ها ممکن است به‌دلایل نهادی، تمرکز بازار یا مداخلات دولتی، از شدت و کارایی لازم برای ایجاد فشارهای راهبردی برخوردار نباشد. در نتیجه، شرکت‌ها حتی در صنایع به‌ظاهر رقابتی، لزوماً رفتار همتایان را به‌مثابه تهدید یا فشار رقابتی درک نمی‌کنند و بر این اساس، واکنش هماهنگ نسبت به مالی‌شدن همتایان از مسیر رقابت شکل نمی‌گیرد که در این صورت نظریه‌های نهادی و همگرایی سازمانی (دی‌مگیو و پاول، ۱۹۸۳) تبیین بهتری نسبت به نظریه‌های رقابتی برای رفتار شرکت‌ها فراهم می‌کنند. طبق این نظریه‌ها، در محیط‌های نهادی ضعیف یا با شفافیت پایین، شرکت‌ها برای کاهش عدم‌اطمینان و کسب مشروعیت، رفتار همتایان را تقلید می‌کنند؛ تقلیدی که بیشتر ناشی از فشارهای نهادی است تا رقابت بازار. بنابراین، عدم معناداری نقش رقابت صنعت می‌تواند بیانگر آن باشد که هم‌راستایی در

مالی شدن شرکت‌ها بیشتر از جنس هم‌ریختی نهادی است، نه واکنشی به تهدیدهای رقابتی. بر اساس یافته‌های فرضیه سوم انعطاف‌پذیری مالی، اثرگذاری مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت را افزایش می‌دهد. از منظر مبانی نظری، بر اساس نظریه منابع (بارنی، ۱۹۹۷)، شرکت‌هایی که انعطاف‌پذیری مالی بالاتری دارند، توانایی بیشتری برای واکنش به تغییرات محیطی و عدم قطعیت‌های اقتصادی دارند و می‌توانند منابع خود را به‌طور مؤثرتری تخصیص دهند. در شرایط ناپایدار، شرکت‌های دارای انعطاف‌پذیری مالی بالا، با بهره‌گیری از اطلاعات و رفتار همتایان، تصمیمات مالی بهتری اتخاذ می‌کنند (وانگ و همکاران، ۲۰۲۵؛ علی‌رند و همکاران، ۲۰۲۳). همچنین، شرکت‌هایی که منابع مالی کافی دارند، کمتر از ریسک تقلید می‌ترسند و این باعث تشدید اثر رفتار مالی شده همتایان بر شرکت می‌شود (دنیس و مک‌کیون، ۲۰۱۲). این نتایج با پژوهش‌های مذکور همخوانی داشته و اهمیت انعطاف‌پذیری مالی را در تقویت تأثیر رفتار همتایان بر مالی شدن شرکت‌ها تأیید می‌کند.

یافته‌های فرضیه چهارم نشان داد که ریسک‌پذیری شرکت، اثرگذاری مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت را افزایش می‌دهد. مطابق با مبانی نظری، شرکت‌های ریسک‌پذیر تمایل بیشتری به پذیرش عدم قطعیت و فعالیت‌های جسورانه دارند و به همین دلیل حساس‌تر به رفتار و تصمیمات همتایان خود هستند (فاچیو و همکاران، ۲۰۱۱؛ دو و همکاران، ۲۰۲۲). نظریه نهادی نیز بیان می‌کند که تحت فشارهای محیطی، شرکت‌های با ریسک‌پذیری بالاتر زودتر و شدیدتر از رفتار همتایان تأثیر می‌پذیرند (دی‌مگیو و پاول، ۱۹۸۳). همچنین، در شرایط عدم قطعیت بالا، تمایل به هماهنگی با رفتار شرکت‌های مشابه افزایش می‌یابد تا ریسک تصمیم‌گیری کاهش یابد (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۴). این یافته‌ها با نتایج مطالعات پیشین همسو است و نشان می‌دهد که ریسک‌پذیری به عنوان یک عامل تعدیل‌گر، نقش مهمی در تشدید تأثیر مالی شدن همتایان بر مالی شدن شرکت‌ها ایفا می‌کند.

## ۶. پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش

یافته‌های این پژوهش کاربردهای عملی مهمی برای مدیران، سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران دارد. برای مدیران شرکت‌ها، نتایج نشان می‌دهد که رصد مستمر و الگوبرداری هوشمندانه از رفتار مالی همتایان، می‌تواند به کاهش ریسک تصمیم‌گیری و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری کمک کند. مدیران با تحلیل دقیق رفتار همتایان، می‌توانند فرصت‌های بازار را شناسایی کرده و تصمیمات مالی

خود را به شکلی راهبردی اتخاذ کنند، بدون آنکه صرفاً تحت تأثیر تقلید نامناسب قرار گیرند. همچنین، تقویت انعطاف‌پذیری مالی از طریق بهینه‌سازی ساختار سرمایه، افزایش نقدینگی و دسترسی به منابع تأمین مالی داخلی و خارجی، شرکت‌ها را قادر می‌سازد در شرایط ناپایدار اقتصادی سریع‌تر و مؤثرتر واکنش نشان دهند و فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور را از دست ندهند. مدیریت هوشمند ریسک‌پذیری نیز از اهمیت بالایی برخوردار است؛ شرکت‌هایی که سطح ریسک‌پذیری خود را متناسب با اهداف راهبردی تنظیم می‌کنند، بهتر می‌توانند از فشارهای محیطی و رفتار مالی هم‌تایان بهره ببرند، در حالی که از پیامدهای منفی تقلید نابجا جلوگیری می‌کنند.

از منظر سیاست‌گذاران و نهادهای ناظر، یافته‌ها بر اهمیت ایجاد چارچوب‌های نظارتی شفاف و حمایت از ثبات مالی تأکید دارد. شفافیت اطلاعاتی و کاهش عدم قطعیت‌های نهادی، رفتار تقلیدی نامناسب را محدود کرده و زمینه تصمیم‌گیری‌های مالی منطقی و پایدار را فراهم می‌کند. سیاست‌گذاران همچنین می‌توانند با طراحی ابزارها و سیاست‌های حمایتی برای تقویت انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها، از جمله تسهیل دسترسی به منابع مالی و کاهش هزینه‌های تأمین مالی، به سلامت بازار و رشد اقتصادی کمک کنند. علاوه بر این، توسعه سیستم‌های اطلاعاتی دقیق و پایش رفتار هم‌تایان، امکان پیش‌بینی و مدیریت نوسانات مالی را فراهم کرده و تصمیم‌گیری شرکت‌ها را در شرایط عدم قطعیت تقویت می‌کند. به‌طور کلی، ترکیب تصمیم‌گیری هوشمند مدیران با سیاست‌گذاری نهادی مناسب، می‌تواند اثرات مثبت مالی شدن هم‌تایان را به شکلی بهینه و پایدار در اقتصاد و بازار سرمایه منعکس کند.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود علاوه بر تحلیل وضعیت مالی داخلی شرکت‌ها، توجه به رفتار مالی هم‌تایان و روندهای صنعت را نیز مورد توجه قرار دهند. پایش رفتار هم‌تایان و ارزیابی نقش انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها می‌تواند ریسک تقلید نامناسب یا تصمیمات پرریسک را کاهش دهد و انتخاب سرمایه‌گذاری‌های کم‌ریسک‌تر و با بازده بالقوه بالاتر را ممکن سازد. در شرایط ناپایدار اقتصادی، تحلیل هم‌زمان وضعیت شرکت و رفتار هم‌تایان به سرمایه‌گذاران به مدیریت بهتر پرتفوی سرمایه‌گذاری کمک می‌کند.

بر این اساس، پژوهشگران می‌توانند در پژوهش‌های آتی با بهره‌گیری از داده‌های بلندمدت و پوشش دوره‌های زمانی متنوع، پویایی مالی شدن هم‌تایان و واکنش شرکت‌ها به تغییرات محیطی و اقتصادی را به شکلی دقیق‌تر بررسی کنند. تحلیل مقایسه‌ای صنایع مختلف با ویژگی‌های رقابتی و

ساختاری متفاوت، می‌تواند نشان دهد که شدت و نحوه تقلید از رفتار مالی همتایان چگونه بسته به شرایط بازار و نوع صنعت تغییر می‌کند. علاوه بر این، توجه به ویژگی‌های نهادی و ساختاری بازار سرمایه ایران، مانند شفافیت اطلاعات، تمرکز مالکیتی و مقررات نظارتی، می‌تواند تبیین بهتری از مکانیزم‌های تقلید و همگرایی در تصمیمات مالی ارائه دهد و نقش فشارهای نهادی در رفتار شرکت‌ها را روشن کند. مطالعات آتی همچنین می‌توانند جنبه‌های رفتاری و کیفی تصمیم‌گیری مدیران را با روش‌های مصاحبه، پرسشنامه و تحلیل کیفی داده‌ها بررسی کنند تا اثرات شناختی، روانشناختی و سازمانی تقلید از همتایان مشخص‌تر شود. این رویکردها علاوه بر تعمیق درک علمی، امکان تعمیم نتایج پژوهش به شرایط متنوع، صنایع مختلف و محیط‌های نهادی متفاوت را فراهم می‌کند و می‌تواند راهنمایی ارزشمند برای مدیران و سیاست‌گذاران در جهت اتخاذ تصمیم‌های مالی هوشمندانه و کاهش ریسک تقلید نامناسب باشد.

این پژوهش با وجود ارائه یافته‌های مهم درباره تأثیر مالی‌شدن همتایان و نقش تعدیل‌گر رقابت صنعت، انعطاف‌پذیری مالی و ریسک‌پذیری، محدودیت‌هایی نیز دارد که باید مورد توجه قرار گیرد. اول، عوامل محیطی و نهادی دیگری مانند سیاست‌های کلان اقتصادی، نوسانات نرخ بهره و تورم، مقررات مالیاتی و ساختار مالکیت که می‌توانند بر گرایش شرکت‌ها به مالی‌شدن تأثیرگذار باشند، در این مطالعه مورد بررسی قرار نگرفته‌اند که لحاظ کردن آنها می‌تواند منجر به نتایج متفاوتی نسبت به مطالعه حاضر شود. دوم، تحلیل حاضر مبتنی بر داده‌های کمی بوده و جنبه‌های رفتاری و کیفی تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها که می‌تواند بر تقلید از رفتار همتایان اثرگذار باشد، لحاظ نشده است. سوم، داده‌های مورد استفاده محدود به یک بازه زمانی معین و تعداد مشخصی از شرکت‌ها است و تغییرات اقتصادی مهم مانند نوسانات بازار و شوک‌های اقتصادی ممکن است اثرات مستقلى بر رفتار مالی شرکت‌ها داشته باشند، بنابراین در تعمیم نتایج به دوره‌های زمانی دیگر باید احتیاط شود.

#### یادداشت‌ها

- |                       |                      |
|-----------------------|----------------------|
| 1. August & Walks     | 2. Davis & Kim       |
| 3. Philippon & Reshef | 4. Epstein           |
| 5. Financialization   | 6. Demir             |
| 7. Peer effects       | 8. Li et al.         |
| 9. Husted et al.      | 10. Goodstein et al. |
| 11. Cao et al.        | 12. Chen et al.      |
| 13. Ouimet & Tate     | 14. Leary & Roberts  |

15. Foucault & Fresard
17. Zhang et al.
19. Orhangazi
21. Zhang et al.
23. Marxist Perspective
25. Institutional Perspective
27. Foster
29. Crotty
31. Gao & Wang
33. Romer
35. DiMaggio & Powell
37. Bandura & Walters
39. Scharfstein & Stein
41. Ding & Li
43. Ma et al.
45. Ren et al.
47. Gerrans et al.
49. Akdoğan & MacKay
51. Cho et al.
53. Tang et al.
55. Barney
57. Duchin et al.
59. Huang et al.
61. Denis & McKeon
63. Faccio et al.
65. Nguyen
67. Xu & Malkiel
69. Institutional Theory
71. Zhuang et al.
16. Duong et al.
18. Duchin et al.
20. Zaccaron & Xhafaj
22. Krippner
24. Portfolio Theory
26. Post Keynesian economic models
28. Tobin
30. Ali-Rind et al.
32. Devenow & Welch
34. Organizational Isomorphism
36. Social Learning Theory
38. Rational Herding Models
40. Rajan
42. Seo
44. Zhang et al.
46. Ahern et al.
48. Mithas et al.
50. Li & Lin
52. Glaeser & Landsman
54. Resource-Based View
56. Wang et al.
58. Su & Lu
60. Li et al.
62. Hutchinson et al.
64. Porter
66. Campbell et al.
68. Wang & Mao
70. Do et al.
72. Khoo & Cheung

### منابع

#### الف. فارسی

- ابوذری، ایوب، شهیکی تاش، محمدنبی و کرانی، عبدالرضا. (۱۳۹۷). بررسی پدیده مالی شدن در اقتصاد ایران. *سیاست‌های راهبردی و کلان*، ۶(۲۲)، ۶۱-۸۰.
- احمدی حاجی آبادی، سید روح‌الله. (۱۴۰۱). تغییرات پدیده مالی سازی و اثر آن بر رشد بنگاه های غیرمالی

فعال در بازار بورس تهران. *فصلنامه راهبرد اقتصادی*، (۴۱)، ۹۳-۱۱۸.

اخگر، محمدمید، سجادی، زانیار و رسولی کردستانی، نادر. (۱۴۰۲). عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک‌پذیری شرکت: نقش رقابت بازار محصول، اصطکاک مالی و مالی شدن. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۰ (۴)، ۱-۲۰.

جودکی، محمد، خلیلی، یاسمن و رحمتی، لطافت. (۱۴۰۲). بررسی اثر تعدیلگری شرکت‌های رهبر و جوان در صنعت بر رابطه عملکرد شرکت‌های همتا با سرمایه‌گذاری شرکت بر مبنای تئوری‌های نقص اطلاعاتی و رقابت‌پذیری. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۵ (۲)، ۱۰۴-۷۱.

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

حمیدیان، نرگس و فتاحی نافچی، حسن. (۱۴۰۴). تأثیر شرکت‌های همتا بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد: نقش تعدیلی اندازه شرکت و رقابت بازار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، آماده انتشار.

سید نژاد فهیم، سید رضا. (۱۴۰۴). بررسی رابطه بین مالی‌سازی و استفاده بلندمدت از بدهی‌های کوتاه‌مدت. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۱۳ (۳)، ۷۷-۹۴.

صفرزاده، محمد حسین؛ اثنی عشری، حمیده؛ پناه علی پور، علیرضا. (۱۴۰۳). آثار شرکت‌های همتا بر تصمیم‌های افشای شرکتی. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۶ (۱)، ۸۶-۵۱.

فرج زاده دهکردی، حسن. (۱۴۰۱). تأثیر گزارشگری مالی فرصت طلبانه بر کارایی عملیاتی شرکت‌های همتا. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۵ (۵۹)، ۱۹۹-۲۲۰.

فرج زاده دهکردی، حسن؛ دهقان دهنوی، افسانه. (۱۴۰۴). تأثیر شرکت‌های همتا بر زمان‌بندی انتشار صورت‌های مالی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۲۲ (۸۵)، ۲۳۶-۲۰۷.

فروغی، داریوش، حمیدیان، نرگس و اسدی امیرآبادی، نگین. (۱۴۰۳). تأثیر لحن گزارشگری مالی شرکت‌های همتا بر سرمایه‌گذاری شرکت: نقش تعدیلی کیفیت افشای اطلاعات و رقابت در صنعت. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۶ (۲)، ۱۶۹-۲۱۰.

فتاحی نافچی، حسن، جودکی، محمد و قنبری، سارا. (۱۴۰۳). رابطه تقلب در گزارشگری مالی شرکت‌های همتای فعال در یک منطقه جغرافیایی همسان با تقلب در گزارشگری مالی شرکت؛ نقش تعدیلی رقابت صنعت. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۴ (۲)، ۱۰۳-۱۲۴.

### ب. انگلیسی

Abuzary, A., Shahiki Tash, M. N. and Korani, A. (2018). The Investigation of Financialization Phenomenon in Iran's economy. *Quarterly Journal of The Macro and Strategic Policies*, 6(22), 61-80. (In Persian)

- Ahern, K. R., Duchin, R., & Shumway, T. (2014). Peer effects in risk aversion and trust. *The Review of Financial Studies*, 27(11), 3213–3240. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu042>
- Ahmadi hajiabadi, S. (2022). Financialization Phenomenon Trend and its Impact on the Non-Financial Firms' Growth in Tehran Stock Exchange. *Economic Strategy*, 11(41), 93-118. (In Persian)
- Akdoğan, E., & MacKay, P. (2012). Product markets and corporate investment: *Theory and evidence. Journal of Banking & Finance*, 36(2), 439–453. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.08.002>
- Akhgar, M. O., Sajjadi, Z. and Rasooli kordestani, N. (2023). Uncertainty in Economic Policy and Corporate Risk-taking: Product Market Competition, Financial Friction, and Financialization. *Accounting and Auditing Review*, 30(4), 614-658. (In Persian)
- Ali-Rind, A., Boubaker, S., & Jarjir, S. L. (2023). Peer effects in financial economics: A literature survey. *Research in International Business and Finance*, 64, 101873. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101873>
- August, M., & Walks, A. (2018). Gentrification, suburban decline, and the financialization of multi-family rental housing: The case of Toronto. *Geoforum*, 89, 124–136. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2017.04.011>
- Bandura, A., & Walters, R. H. (1977). *Social learning theory* (Vol. 1, pp. 141–154). Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G., & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *The Journal of Finance*, 56(1), 1–43. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00318>
- Cao, J., Liang, H., & Zhan, X. (2019). Peer effects of corporate social responsibility. *Management Science*, 65(12), 5487–5503. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3100>
- Chen, Y. W., Chan, K., & Chang, Y. (2019). Peer effects on corporate cash holdings. *International Review of Economics & Finance*, 61, 213–227. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.02.008>
- Cho, H., Choi, A., & Jung, T. (2023). Peer effects in investment: Evidence from early-tenure CEOs. *European Accounting Review*, 23, 1–47. <https://doi.org/10.1080/09638180.2022.2057842>
- Crotty, J. (2003). The neoliberal paradox: The impact of destructive product

- market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. *Review of Radical Political Economics*, 35(3), 271–279. <https://doi.org/10.1177/0486613403255533>
- Davis, G. F., & Kim, S. (2015). Financialization of the economy. *Annual Review of Sociology*, 41(1), 203–221. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-073014-112402>
- Davis, L. E. (2016). Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets. *Journal of Post Keynesian Economics*, 39(1), 115–141. <https://doi.org/10.1080/01603477.2015.1116370>
- Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314–324. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>
- Denis, D. J., & McKeon, S. B. (2012). Debt financing and financial flexibility: Evidence from proactive leverage increases. *The Review of Financial Studies*, 25(6), 1897–1929. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs005>
- Devenow, A., & Welch, I. (1996). Rational herding in financial economics. *European Economic Review*, 40(3–5), 603–615. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00073-9](https://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00073-9)
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160. <https://doi.org/10.1515/9780691229270-005>
- Ding, A. W., & Li, S. (2019). Herding in the consumption and purchase of digital goods and moderators of the herding bias. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 47(3), 460–478. <https://B2n.ir/wj6508>
- Do, T., Zhang, H., & Zuo, L. (2022). Rocking the boat: How relative performance evaluation affects corporate risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 73(1), 101425. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101425>
- Duchin, R., Gilbert, T., Harford, J., & Hrdlicka, C. (2017). Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash. *The Journal of Finance*, 72(2), 793–852. <https://doi.org/10.1111/jofi.12490>
- Duong, H. K., Ngo, A. D., & McGowan, C. B. (2015). Industry peer effect and the maturity structure of corporate debt. *Managerial Finance*, 41(7), 714–733. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2014-0050>
- Epstein, G. A. (Ed.). (2005). *Financialization and the world economy*. Edward

- Elgar Publishing.
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *The Review of Financial Studies*, 24(11), 3601–3641. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr065>
- Farajzadeh Dehkordi, H. (2022). The effect of opportunistic financial reporting on the operational efficiency of peer firms. *Quarterly Journal of the Stock Exchange*, 15(59), 199–220. (In Persian)
- Farajzadeh, H. and Dehghan Dehnavi, A. (2025). Peer Effects in the Disclosure Timing of Financial Statements. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 22(85), 207-236. (In Persian)
- Fattahi Nafchi, H., Joodaki, M. and Ghanbari, S. (2024). The Relationship between Fraud in Financial Reporting of Peer Firms in the Same Geographical Region and Fraud in Company Financial Reporting: The Moderating Role of Industry Competition. *Journal of Accounting and Social Interests*, 14(2), 103-124. (In Persian)
- Foroghi, D., Hamidian, N. and Asadi Amirabadi, N. (2025). The Effect of Peer Firms' Financial Reporting Tone on Firm Investment: The Moderating Role of Information Disclosure Quality and Industry Competition. *Journal of Accounting Advances*, 16(2), 169-210. (In Persian)
- Foster, J. B. (2007). The financialization of capitalism. *Monthly Review*, 58(11), 1–12. <https://B2n.ir/gg1676>
- Foucault, T., & Fresard, L. (2014). Learning from peers' stock prices and corporate investment. *Journal of Financial Economics*, 111(3), 554–577. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.11.006>
- Gao, W., Ng, L., & Wang, Q. (2011). Does corporate headquarters location matter for firm capital structure? *Financial Management*, 40(1), 113–138. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01136.x>
- Gerrans, P., Moulang, C., Feng, J., & Strydom, M. (2018). Individual and peer effects in retirement savings investment choices. *Pacific-Basin Finance Journal*, 47, 150–165. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.11.001>
- Glaeser, S. A., & Landsman, W. R. (2021). Deterrent disclosure. *The Accounting Review*, 96(5), 291–315. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-1050>
- Goodstein, R., Hanouna, P., Ramirez, C. D., & Stahel, C. W. (2017). Contagion effects in strategic mortgage defaults. *Journal of Financial Intermediation*, 30, 50–60. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2016.10.001>
- Haji, M., Nasiri Aghdam, A., Mohammadi, T. and Shakeri, A. (2023). The

- Effects of Financialization on the Physical Investment of Non-Financial Companies Listed in Tehran Stock Exchange Over 1388-1398 Used Multilevel Panel Data. *Journal of Applied Economics Studies in Iran*, 12(45), 47-78. (In Persian)
- Hamidian, N. and Fattahi Nafchi, H. (2025). The Effect of Peer Firms on the Marginal Value of Cash Holdings: The Moderating Role of Firm Size and Market Competition. *Empirical Research in Accounting*, Article in Press. (In Persian)
- Huang, J., Luo, Y., & Peng, Y. (2021). Corporate financial asset holdings under economic policy uncertainty: Precautionary saving or speculating? *International Review of Economics & Finance*, 76, 1359–1378. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.11.018>
- Hutchinson, M., Seamer, M., & Chapple, L. E. (2015). Institutional investors, risk/performance and corporate governance. *The International Journal of Accounting*, 50(1), 31–52. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2014.12.004>
- Husted, B. W., Jamali, D., & Saffar, W. (2016). Near and dear? The role of location in CSR engagement. *Strategic Management Journal*, 37(10), 2050–2070. <https://doi.org/10.1002/smj.2437>
- Joodaki, M., Khalili, Y. and rahmati, L. (2023). Investigating the moderating effect of Leader and Young firms in industry on the relationship between Peer Firms and the Firm's Investment based on the theories of Information Deficit and Competitiveness. *Journal of Accounting Advances*, 15(2), 71-104. (In Persian)
- Khoo, J., & Cheung, A. (2024). Firms' organisation capital: Do peers matter? *International Review of Financial Analysis*, 96, Article 103619. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103619>
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208. <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2014). Do peer firms affect corporate financial policy? *The Journal of Finance*, 69(1), 139–178. <https://doi.org/10.1111/jofi.12094>
- Li, J., & Lin, Y. (2022). Firm-level strategic competition and peer effects in corporate investment: Evidence from Chinese listed firms. *Journal of Systems Science and Systems Engineering*, 31(2), 141–169. <https://doi.org/10.1007/s11518-022-5547-3>
- Li, J., Shi, Z., He, C., & Lv, C. (2023). Peer effects on corporate R&D investment policies: A spatial panel model approach. *Journal of Business Research*, 158, 113667. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.113667>

- Li, L., Winkelman, K. A., & D'Amico, J. R. (2014). Peer pressure on tax avoidance: A special perspective from firms' fiscal year-ends. *Journal of Accounting and Finance*, 14(6), 171.
- Ma, F., Cao, J., Wang, Y., Vigne, S. A., & Dong, D. (2025). Dissecting climate change risk and financial market instability: Implications for ecological risk management. *Risk Analysis*, 45(3), 496–522. <https://doi.org/10.1111/risa.14265>
- Mithas, S., Tafti, A., & Mitchell, W. (2013). How a firm's competitive environment and digital strategy posture influence digital business strategy. *Management Information Systems Quarterly*, 37(2), 511–536. <https://doi.org/10.25300/MISQ/2013/37.2.12>
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 278–297. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2010.12.002>
- Orhangazi, Ö. (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>
- Ouimet, P., & Tate, G. (2020). Learning from coworkers: Peer effects on individual investment decisions. *The Journal of Finance*, 75(1), 133–172. <https://doi.org/10.1111/jofi.12830>
- Philippon, T., & Reshef, A. (2013). An international look at the growth of modern finance. *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), 73–96. <https://doi.org/10.1257/jep.27.2.73>
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.
- Rajan, R. G. (1994). Why bank credit policies fluctuate: A theory and some evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 399–441. <https://doi.org/10.2307/2118468>
- Ren, X., Zeng, G., & Sun, X. (2023). The peer effect of digital transformation and corporate environmental performance: Empirical evidence from listed companies in China. *Economic Modelling*, 128, 106515. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106515>
- Romer, D. H. (1992). *Rational asset price movements without news*. <https://B2n.ir/tt6585>
- Safarzadeh, M. H., Asnaashari, H. and Panahalipour, A. (2024). Peer Effects in Corporate Disclosure Decisions Mohammad Hossein Safarzadeh\*: Associate professor of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid

- Beheshti University, Tehran, Iran. *Financial Accounting Research*, 16(1), 51-86. (In Persian)
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1990). Herd behavior and investment. *The American Economic Review*, 80(3), 465-479. <https://www.jstor.org/stable/2006678>
- Seo, H. (2021). Peer effects in corporate disclosure decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 71(1), 101364. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2020.101364>
- Seyed Nezhad Fahim, S. R. (2025). Investigating the Relationship between Financialization and Long-Term Use of Short-Term Debt. *Journal of Asset Management and Financing*, 13(3), 77-94. (In Persian)
- Su, K., & Lu, Y. (2023). The impact of corporate social responsibility on corporate financialization. *The European Journal of Finance*, 29(17), 2047-2073. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2023.2175704>
- Tang, P., Fu, S., & Yang, S. (2019). Do peer firms affect corporate social performance? *Journal of Cleaner Production*, 239, 118080. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.118080>
- Tobin, J. (1956). The interest-elasticity of transactions demand for cash. *The Review of Economics and Statistics*, 38(3), 241-247. <https://doi.org/10.2307/1925776>
- Wang, J., & Mao, N. (2022). Does financialization of non-financial corporations promote or prohibit corporate risk-taking? *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(7), 1913-1924. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1944853>
- Wang, L., Zhao, C., Gan, Y., & Ni, X. (2025). Financial flexibility, organizational resilience and corporate green innovation. *Finance Research Letters*, 63, 106917. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106917>
- Xu, Y., & Malkiel, B. G. (2003). Investigating the behavior of idiosyncratic volatility. *The Journal of Business*, 76(4), 613-645. <https://doi.org/10.1086/377033>
- Zaccaron, R., & Xhafaj, D. C. P. (2020). Knowing me, knowing you: A comparative study on the effects of anonymous and conference peer feedback on the writing of learners of English as an additional language. *System*, 95, 102367. <https://doi.org/10.1016/j.system.2020.102367>
- Zhang, A. C., Fang, J., Jacobsen, B., & Marshall, B. R. (2018). Peer effects, personal characteristics and asset allocation. *Journal of Banking & Finance*, 90, 76-95. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.03.001>
- Zhang, H., Feng, Y., Wang, Y., & Ni, J. (2024). Peer effects in corporate financialization: The role of Fintech in financial decision making.

*International Review of Financial Analysis*, 94, 103267.

<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103267>

Zhuang, Y., Nie, J., & Wu, W. (2022). Peer influence and the value of cash holdings. *Journal of Empirical Finance*, 69, 265–284.

<https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2022.10.003>