



ماهنامه علمی تخصصی پایا شهر

ISSN ۲۹۸۰-۷۷۸۶

زمان چاپ: ۱۴۰۱/۱۱/۱۰

شماره مجوز مجله: ۸۰۴۰۰

تاثیر فشار مالی شرکت بر کارایی سرمایه گذاری

سید صدرالدین صدرائی

کارشناسی علمی کاربردی حسابداری

چکیده

هدف بررسی تاثیر فشار مالی شرکت بر کارایی سرمایه گذاری است. روش توصیفی- تحلیلی و روش گردآوری اطلاعات کتابخانه ای است، ابتدا با جستجو در پایگاه ها و سایت های اینترنتی و بانک های اطلاعاتی و استنادی مانند پژوهشگاه علوم و فناوری اطلاعات ایران، SID، مگ ایران می باشد در بین منابع مختلف با توجه به موضوع انتخابی و تحقیقات انجام شده است. در این تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده شده، نوع داده ها و نحوه اجراء هم به روش کتابخانه ای است. روش در تحقیقاتی که ماهیت کتابخانه ای دارند تقریباً تمام تلاش محقق در کتابخانه ها صورت می پذیرد. حتی در تالیفات و تصنیفات نیز از این روش استفاده می شود. گام اول در مهارت تحقیق کتابخانه ای آشنایی با نحوه استفاده از کتابخانه است برای اینکار محقق باید از روش های کتابداری نحوه استفاده از برگه دان و ثبت مشخصات کتاب، نحوه جستجوی کتاب در کتابخانه و رایانه و ... اطلاع حاصل نماید. اسناد عمده در مطالعات کتابخانه ای عبارتند از: کتاب؛ مقاله ها و مجله ها؛ سایت ها، دیسک های رایانه؛ اسناد اصل؛ اسناد دولتی؛ نشریه های رسمی دولتی-اسناد شخصی و خصوصی؛ مطبوعات؛ آمار نامه ها. ابزار گردآوری اطلاعات از طریق فیش برداری از منابع بود. بدین صورت که بعد از مآخذشناسی و گردآوری منابع مطالب موردنیاز استخراج و در فیش ثبت شد. روش تجربه و تحلیل و بررسی اطلاعات به صورت توصیفی- تحلیلی می باشد.

واژگان کلیدی: فشار مالی شرکت، کارایی سرمایه گذاری



در دنیای امروز، کشورهای پیشرفته از طریق تولید دانش به ثروت می‌رسند. بنابراین، توسعه سرمایه فکری یکی از مهمترین مزیت‌های رقابتی این دوره است که منجر به ایجاد ایده‌های جدید برای تجارت، کارآفرینی و در نهایت توسعه پایدار شرکت می‌شود (مرادزاده فرد و دیگران، ۲۰۰۹). اهمیت سرمایه فکری به حدی است که در جوامع امروزی بازگشت سرمایه فکری مورد استفاده بسیار بیشتر از بازده سرمایه مالی است. به عبارت دیگر، در مقایسه با سرمایه فکری، از نقش و اهمیت سرمایه مالی در تعیین سودآوری به میزان قابل توجهی کاسته شده است. بنابراین، بین میزان دارایی‌های نامشهود و دانش فکری بنگاه‌ها و ارزش واقعی سرمایه فکری رابطه مستقیمی وجود دارد (انوری رستمی و سراجی، ۲۰۰۵). بنابراین، می‌توان انتظار داشت که سرمایه فکری با بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری، منجر به کارآیی سرمایه‌گذاری‌ها و در نهایت افزایش ارزش شرکت شود.

یحیی زاده فر، علیقلی و ذبیحی (۱۹۹۹) رابطه بین نقدینگی بازار سهام و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری‌ها را با توجه به محدودیت‌های مالی و ریسک عملیاتی برای یک نمونه از ۱۳۰ شرکت در یک دوره ۵ ساله بین ۲۰۱۱ و ۲۰۱۱ بررسی کردند. نتایج تحقیقات آنها نشان داد که نقدینگی سهام با سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه مثبت دارد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که نقدینگی می‌تواند با کاهش هزینه‌ها و راحتی مالی، از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر استفاده کرده و از کارایی سرمایه‌گذاری‌ها بکاهد. از طرف دیگر، نتایج نشان داد که نقدینگی می‌تواند حساسیت بین کارایی سرمایه‌گذاری و فرصت سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. به عبارت دیگر، هرچه نقدینگی بیشتر باشد، بازده سرمایه‌گذاری نیز بالاتر خواهد بود (حتی در صورت کمبود فرصت‌های سرمایه‌گذاری). سرانجام مشخص شد که در شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی و ریسک عملیاتی روبرو هستند، نقدینگی تأثیر بیشتری بر سرمایه‌گذاری خواهد داشت.

آرونکلایی و همکاران (۲۰۱۵) عوامل مالی موثر بر بهبودی مالی یا بهبودی از ناتوانی جنسی را توضیح داد. از ۵۴ متغیر برای توضیح عوامل مالی موثر در بهبود مالی با مرور مقالات مختلف استفاده شد. اطلاعات ۲۰۰ ساله - جامعه بی‌قدرت از سالهای ۱۳۸۰-۱۳۹۶ از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از پریشانی مالی رهایی یافته بودند استخراج شد. روش‌های آماری مناسب برای فرآیند تصفیه متغیر با استفاده از آزمون مقایسه دو به دو معنی و همچنین تجزیه و تحلیل عامل اکتشافی با استفاده از اجزای اصلی اجرا شد. سپس، با فیلتر کردن متغیرها با استفاده از تجزیه و تحلیل حساسیتی و به عنوان ترکیب‌های خطی، توابع حساسیتی شکل گرفت. نتایج نشان داد که نسبت‌های مالی بدهی‌های جاری به کل دارایی‌ها، سود خالص به فروش و فروش به دارایی‌های جاری بیشترین قدرت را برای توضیح خروج از ناتوانی دارند.

رضایی و علیپور (۱۳۹۸) در تحقیقات خود رابطه بین توسعه مالی، محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری‌ها را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۵-۱۳۹۵ بررسی کردند. در این راستا، به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، از روش رگرسیون چند متغیره و همچنین داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که در شرکت‌های ذکر شده، رابطه مثبت و معناداری بین توسعه مالی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد، در حالی که بین محدودیت‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.



ماهنامه علمی تخصصی پایا شهر

ISSN ۲۹۸۰-۷۷۸۶

پور علیرضا و همکاران (۲۰۱۷) مطالعه ای در مورد رابطه بین محدودیت های مالی با بهره وری سرمایه گذاری و استراتژی سرمایه در گردش انجام داد. برای این منظور، داده های ۱۷۱ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تجزیه و تحلیل نشان داد که محدودیت های مالی تأثیر مثبت و معنی داری بر ناکارآمدی سرمایه گذاری ها دارند. از طرف دیگر، مشخص شد که هیچ رابطه معنی داری بین محدودیت های مالی و سیاست های سرمایه در گردش انتخابی وجود ندارد. همچنین نتایج نشان داد که بین محدودیت های مالی و سرمایه گذاری ناکارآمد در شرکت هایی که استراتژی جسورانه ای را در پیش گرفته اند رابطه مثبت وجود دارد. سرانجام، نتایج نشان داد که هیچ محدودیتی بین محدودیت های مالی و ناکارآمدی سرمایه گذاری در شرکت هایی که یک استراتژی محافظه کارانه اتخاذ کرده اند وجود ندارد.

چالاک، منصورفر و کرمی (۲۰۱۵) در مطالعه خود به طور آزمایشی نقش واسطه ای انعطاف پذیری مالی را برای توضیح رابطه بین ظرفیت مدیریت و پریشانی مالی ۱۰۴ شرکت ذکر شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۲۰۱۵-۲۰۱۶ مورد مطالعه قرار دادند. برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون داده ترکیبی و رگرسیون لجستیک و برای شناسایی نقش واسطه ای از آزمون سوبل استفاده شد. نتایج نشان داد که بین ظرفیت مدیریت و انعطاف پذیری مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که بین توانایی مدیریت و انعطاف پذیری مالی با رنج اقتصادی شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد و نتایج آزمون سوبل نشان می دهد که انعطاف پذیری مالی نقش واسطه ای در توضیح رابطه بین ظرفیت مدیریتی و مالی ندارد. پریشانی به عبارت دیگر، اگرچه انعطاف پذیری مالی یکی از عناصر مهم بوده و عملکرد مالی شرکت ها را تحت تأثیر قرار می دهد، اما نمی تواند رابطه بین ظرفیت مدیریت و مشکلات مالی را دآوری کند.

نوری فرد و شهبازی (۱۳۹۷)، در مطالعه خود، رابطه بین روش های اندازه گیری سرمایه فکری و اثربخشی سرمایه گذاری ها را بررسی کردند. فرضیه های این تحقیق بر اساس اطلاعات جمع آوری شده از ۱۴۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۹ مورد آزمایش قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه نشان می دهد که بین سرمایه فکری محاسبه شده با روش ارزش استاندارد و کارایی سرمایه گذاری رابطه معنی داری وجود ندارد و بین سرمایه فکری محاسبه شده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. توسط ضریب سیاست ارزش افزوده محاسبه شده با ضریب نامشهود. ارزش و وجود سرمایه: سرمایه فکری محاسبه شده با روش ضریب ارزش افزوده فکری و محاسبه شده با روش ارزش نامشهود در سرمایه گذاری کم معنادار و منفی بود.

ابراهیمی و سربازی آزاد (۲۰۱۶)، در یک مطالعه، اثر تعاملی سرمایه فکری و بهره وری سرمایه گذاری بر ارزش مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. برای این منظور، اطلاعات ۱۰۵ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار طی سالهای ۱۳۹۳-۱۳۸۹ به عنوان نمونه انتخاب شد. نتایج نشان داد که بین ارزش افزوده سرمایه فکری و ارزش شرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد. سرانجام، نتایج نشان داد که بین تأثیر تعاملی ارزش افزوده سرمایه فکری و مولفه های آن، از جمله کارایی ارتباطات و سرمایه ساختاری و کارایی سرمایه گذاری ها، بر روی ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.



ماهنامه علمی تخصصی پایا شهر

ISSN ۲۹۸۰-۷۷۸۶

ژانگ و همکاران (۲۰۲۰) در مطالعه ای در مورد رابطه بین نقدینگی شرکت ها و محدودیت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین طی دوره ۲۰۱۴-۲۰۰۹. این مطالعه بر تناقضات تجاری مانند محدودیت های مالی، اندازه تجاری و سود سهام نقدی متمرکز است و سازوکاری را ذخیره می کند که از طریق آن حساسیت جریان نقدی کسب و کار به صورت نقدی ذخیره می شود. نتایج این مطالعه نشان داد که جریان وجوه نقد تأثیر بسزایی در حساسیت جریان وجه نقد دارد. از طرف دیگر، مشخص شده است که سرمایه در گردش بر نگهداری وجه نقد شرکت تأثیر می گذارد. سرانجام، نتایج نشان داد که بین جریان نقدی شرکت ها و محدودیت های مالی آنها رابطه معنی داری وجود دارد. Slimming and Changang (۲۰۱۹) پژوهشی در مورد سرمایه گذاری در گردش و محدودیت های مالی با تمرکز بر عملکرد تجاری انجام دادند. این تحقیق روی پانل بزرگی از شرکتهای چینی پذیرفته شده طی دوره ۲۰۱۵-۲۰۰۵ با استفاده از روش GMM انجام شده است. نتایج نشان داد که رابطه معکوس بین سرمایه در گردش و عملکرد تجاری و شواهد مشابهی برای مشاغل با محدودیت های مالی وجود دارد. از طرف دیگر، مشخص شد که به دلیل گرانی سرمایه خارجی و سهمیه بدهی، سطح بهینه سرمایه در گردش شرکت هایی که با محدودیت های مالی روبرو هستند نسبتاً پایین است. از طرف دیگر، وی نشان داد که محدودیت های مالی در شرکت های دارای Q-Tobin بیشتر از ۱ کمتر از محدودیت در شرکت های دارای Q-Tobin برابر با ۱ است. Altaf and Shah (۲۰۱۸) تحقیقی در مورد سرمایه گذاری ها و محدودیت های مالی در شرکت های هندی با توجه به نقش سرمایه در گردش انجام دادند. در این مطالعه، داده های مالی ۲۵۴ شرکت تولیدی هندی از پایگاه داده سرمایه جمع آوری و طی یک دوره ۱۰ ساله مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این مطالعه نشان داد که سرمایه در گردش نسبت به بحران های جریان نقدی حساسیت بیشتری دارد. علاوه بر این، مشخص شده است که سرمایه گذاری های ثابت و سرمایه در گردش در شرکت هایی که فعالیت قانونی دارند نسبت به شرکت های غیرقانونی حساسیت بیشتری نسبت به بحران های جریان نقدی دارند. سرانجام، مشاهده شده است که محدودیت های مالی و سرمایه گذاری شرکت ها ارتباط تنگاتنگی با یکدیگر دارند. Garcia-Ependini (۲۰۱۸) رابطه بین پریشانی مالی و سرمایه گذاری رقبا را بررسی کرد. بر اساس نتایج، مشخص شد که شرکت های بی قدرت مالی با افزایش هزینه های اعتبار در بخش و محدود کردن دسترسی به اعتبار و سرمایه گذاری، هزینه های غیرمستقیم را به رقبا تحمیل می کنند. این متوسط تأثیرات منفی در غیاب رکود صنعت همچنان ادامه دارد و موقتی است. با این حال، اثرات منفی برای شرکت هایی که ترازنامه قوی تری دارند یا در بازارهای متمرکز فعال هستند، کاهش می یابد. Do و Lai (۲۰۱۸)، در تحقیقات خود، پریشانی مالی، فرصت های سرمایه گذاری و اثر مسری حسابرسی با کیفیت پایین را بررسی کردند. برای این منظور، داده های حاصل از ۷۸۸۷ مشاهدات شرکت های بورسی چین در بازه زمانی ۲۰۰۷-۲۰۰۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. بر اساس نتایج، می توان گفت که پریشانی مالی اثر مسری کیفیت پایین حسابرسی را تقویت می کند. از طرف دیگر، فرصت سرمایه گذاری همچنین اثر مسری کیفیت پایین حسابرسی را تقویت می کند. سرانجام مشخص شد که بین پریشانی مالی و فرصت های سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.



ساردو و سیراکوریو (۲۰۱۷) مطالعه ای در مورد رابطه بین سرمایه فکری شرکت ها ، عملکرد مالی و ارزش بازار در اروپا انجام دادند. در این مطالعه ، نمونه بزرگی از شرکتهای غیر مالی از ۱۴ کشور اروپای غربی طی دوره ۲۰۰۴-۲۰۰۵ با استفاده از سنسور دینامیک سیستم GMM و تأثیر سایر متغیرها بر عملکرد مالی و ارزش بازار مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که سرمایه فکری شرکت منبع مهمی در ایجاد ارزش برای شرکت ها است. سرمایه انسانی یکی از عوامل اصلی ثروت شرکت ها است. طبق نتایج ، بهره وری سرمایه به کار گرفته شده در کوتاه مدت تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی شرکت دارد. همچنین مشخص شده است که سرمایه ساختاری در بلندمدت تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی شرکت ها دارد. سرانجام ، نتایج نشان داد که تمرکز مالکیت و مشارکت مدیریتی مالکان ، عملکرد سرمایه فکری شرکت ها را محدود می کند.

جین ، ویاس و روی (۲۰۱۷) در یک مطالعه نقش واسطه ای سرمایه فکری و مزیت رقابتی در رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد مالی شرکت های کوچک و متوسط را بررسی کردند. برای آزمایش فرضیه های این مطالعه ، از نظرسنجی از ۳۸۴ شرکت در ایالت راجستان استفاده شد. علاوه بر این ، از روش مدل معادلات ساختاری برای اعتبار سنجی مدل اندازه گیری استفاده شد. نتایج نشان داد که بین مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد مالی رابطه ضعیفی وجود دارد. از طرف دیگر ، داده ها نشان داده اند که سرمایه فکری تأثیر مهمی در رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد مالی دارد ، اما نقش میانجیگری مزیت رقابتی در رابطه فوق تأیید نشده است.

محدودیت های مالی

به دنبال بحران های مالی اخیر در سراسر جهان، موضوع تامین مالی شرکت ها به یکی از موضوعات اصلی تبدیل شده است، به طوری که اکثر شرکت ها تامین مالی خود را با مشکل مواجه می کنند. وجود این بحران ها باعث شده است که مسئله تامین مالی و محدودیت های مالی شرکت ها به یکی از مهم ترین سوالات در ادبیات مالی تبدیل شود (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۴). اصطلاح محدودیت مالی اولین بار توسط هابارد و پترسن (۱۹۸۸) ابداع شد (کادریموتی، ۲۰۰۸).

در مواجهه با محدودیت های تامین مالی، شرکت ها ممکن است از پذیرش و تکمیل پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت به دلیل هزینه های بالای تامین مالی خودداری کنند که منجر به سرمایه گذاری کم می شود (لاری دشت بیاد و همکاران، ۱۳۹۷). در بازار ایران به دلیل محدودیت منابع سرمایه گذاران و مدیران و عدم رونق اقتصادی برخی شرکت ها با مشکل تامین مالی مواجه هستند. بنابراین شناسایی متغیرهای موثر در بورس اوراق بهادار تهران به منظور اطلاع از نوع محدودیت ها و همچنین شناسایی متغیرهای رفع اثرات محدودیت های مالی بیش از پیش احساس می شود و به دلیل کمبود منابع، مدیران سرمایه گذاری. مجبور به استفاده از منابع هستند. در نتیجه احتمال از دست دادن برخی سرمایه گذاری ها به دلیل محدودیت منابع مالی را تجربه خواهند کرد (خورشیدزاده حقیقی، ۱۳۹۶)



اصطلاح محدودیت مالی به این معناست که مانعی برای تامین مالی همه سرمایه گذاری های مطلوب وجود دارد. اما محدودیت های مالی نمی توانند مترادف با فشار مالی یا فشار اقتصادی یا خطر ورشکستگی باشند، اگرچه این اصطلاحات با محدودیت های مالی نیز مرتبط هستند (حقیقت و زرگر فوجی، ۲۰۱۳). کمبودهای موجود در بازار سرمایه ایران، با ایجاد شکاف هزینه ای بین تامین مالی داخلی و خارجی، می تواند شرکت ها را از دستیابی به منابع مالی مورد نیاز خود باز دارد و موانعی نیز وجود دارد که آنها را از تامین منابع مالی برای سرمایه گذاری های مطلوب باز می دارد. ناتوانی در جمع آوری وجوه برای سرمایه گذاری ممکن است به دلیل اعتبار ضعیف و ناتوانی در اخذ وام یا عدم امکان انتشار سهام جدید و یا وجود دارایی های غیر پولی و در نتیجه محدودیت های مالی برای شرکت ها باشد (خورشیدزاده حقیقی، ۱۳۹۶).

شرکت هایی که دارای محدودیت های مالی هستند، می توانند وجه نقد کمتری را با هزینه های بالاتر جذب کنند. به عبارت دیگر، هزینه تامین مالی برای شرکت هایی با محدودیت های مالی بیشتر است. وجود محدودیت های مالی بلندمدت می تواند بر سودآوری، رشد و به تبع آن وضعیت مالی و بازدهی بازار سهام شرکت تأثیر منفی بگذارد و باعث عقب ماندن شرکت، رقابت و حتی حذف آن از بازار شود. (نیکر، ۲۰۰۶)

مفروضات جامع بازار بیان می کند که سرمایه گذاران و مدیران به اطلاعات با کیفیت یکسانی در مورد فعالیت های مالی یک شرکت دسترسی دارند و این سرمایه گذاری ها صرفاً توسط فرصت های سرمایه گذاری تعیین می شود. اما در بازار واقعی با وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت ها و اعتباردهندگان یا به عبارتی بین مدیران و ذینفعان، ممکن است هزینه تامین مالی خارجی بیشتر از هزینه تامین مالی داخلی باشد که می تواند ظرفیت سرمایه گذاری را محدود کند. از شرکت ها یک سیستم مدیریت بهتر ممکن است میزان نقش سهامداران کنترل کننده در تملک (مصادره) را کاهش دهد و در نتیجه محدودیت های مالی شرکت را کاهش دهد (رحیمیان و جان فدا، ۲۰۱۴)

اصطلاح محدودیت مالی به معنای وجود مانعی برای تامین مالی سرمایه گذاری های مطلوب است. ناتوانی در تامین مالی سرمایه گذاری ها ممکن است به دلیل شرایط بد اعتباری و عدم امکان اخذ وام، عدم توانایی در انتشار سهام جدید و وجود دارایی های غیر پولی باشد. با این حال، محدودیت های مالی نمی تواند مترادف با فشار مالی یا فشار اقتصادی یا خطر ورشکستگی باشد، اگرچه این اصطلاحات با محدودیت های مالی نیز همراه هستند (کنانی امیری، ۱۳۸۶).

اولین بحث در مورد محدودیت های مالی به کینز (۱۹۳۶) در نظریه کلی اشتغال، بهره و پول باز می گردد. او استدلال می کند که به دلیل اصطکاک در بازارهای مالی، شرکت ها برای مقابله با محدودیت های مالی احتمالی آینده، پول نقد نگهداری می کنند. بنابراین، مقدار وجه نقد نگهداری شده توسط مشاغل به طور مثبت با مقدار محدودیت های مالی که انتظار دارند در آینده با آن مواجه شوند، مرتبط است. اپلر و همکاران (۱۹۹۹) نیز پیش بینی های کینز را تأیید کردند و نشان دادند که نقدینگی موجود در شرکت ها را می توان تا حد زیادی با میزان دسترسی شرکت ها به بازارهای سرمایه توضیح داد. به خصوص زمانی که مدیران فکر می کنند با محدودیت های مالی بیشتری مواجه خواهند شد، باید پول نقد بیشتری را نگه دارند.



اگر محدودیت های مالی وجود داشته باشد، اگر شرکت خریداری کننده دسترسی کافی به منابع داخلی یا به بازارهای پولی و مالی داشته باشد و به شرکت مورد نظر اجازه دهد تعداد زیادی سرمایه گذاری با ارزش خالص فعلی مثبت انجام دهد، استراتژی خرید بالقوه می تواند کاهش دهد. این محدودیت ها (Almedia, Campello and Wiesbach, 2007) در نتیجه، برخی استدلال می کنند که از آنجایی که شرکت های خریدار هم جریان نقدی داخلی و هم ظرفیت بیشتری برای تامین مالی بازارهای پول و سرمایه دارند، به طور کلی بهتر می توانند شرکت های هدف را مدیریت کنند، که اغلب فاقد ظرفیت تامین مالی بازار پول و سرمایه هستند. چنین امکاناتی وجود ندارد (ارل و همکاران، ۲۰۱۲)

فزاری و همکاران (۱۹۸۸) حساسیت سرمایه گذاری یک شرکت به جریان های نقدی آن را به عنوان معیاری از محدودیت های مالی شرکت معرفی کردند. در صورت وجود محدودیت های مالی، شرکت باید از بین پروژه های موجود یکی را انتخاب کند و در صورت داشتن منابع بیشتر یا افزایش جریان نقدی می تواند پروژه های بیشتری را اجرا کند.

بکر و سیواداسان (۲۰۱۰) رابطه بین توسعه مالی در کشورها و محدودیت های مالی شرکت های فعال در آن کشورها را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که کشورهایی که بازارهای مالی توسعه یافته تری دارند، حساسیت سرمایه گذاری کمتری به جریان ها دارند.

یک رویکرد جایگزین برای اندازه گیری محدودیت های مالی توسط Almedia و همکاران (۲۰۰۴) پیشنهاد شده است. معیاری که آنها ارائه کردند بر اساس تمایل شرکت ها به پس انداز و حفظ بخشی از جریان نقدی دوره است. بخشی از جریان نقدی برای هر دوره که توسط شرکت نگهداری می شود، دیدگاه مدیریت را در مورد محدودیت های مالی که ممکن است در آینده با آن مواجه شود، منعکس می کند. بنابراین، معیار حساسیت سرمایه گذاری ها به جریان های نقدی، تأثیر محدودیت های تأمین مالی بر سرمایه گذاری های جاری را نشان می دهد، در حالی که معیار حساسیت جریان های نقدی، ارزیابی های مدیریت از محدودیت های مالی آتی را منعکس می کند.

استرس مالی یکی از متغیرهایی است که برخی از محققان معتقدند نشان دهنده بعد سیستماتیک ریسک است. این محدودیت ناشی از کمبودهای موجود در بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی است و باعث می شود تامین مالی از منابع خارج از سازمان مانند استقراض یا صدور بدهی، هزینه بیشتری نسبت به تامین مالی درون سازمانی یعنی استفاده از سود انباشته داشته باشد (Young, 2015). به طور کلی شرکت های دارای محدودیت مالی شرکت هایی هستند که منابع مالی کافی برای تامین مالی پروژه های سودآور را ندارند و اگر از منابع خارجی تامین مالی شوند، باید هزینه های بالایی را متحمل شوند (اسپینوزا، ۲۰۱۵). علاوه بر این، این شرکت ها فاقد توانایی انجام اقدام موثر برای تغییر میزان و زمان جریان نقدی بوده و قادر به پاسخگویی مناسب به رویدادها و فرصت های پیش بینی نشده نیستند. در نتیجه، شرکت هایی که محدودیت های مالی دارند بیشتر در معرض خطر هستند.



مطالعات مختلف تأثیر محدودیت‌های مالی بر بازده سهام را بررسی کرده‌اند و شواهد زیادی وجود دارد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در ازای ریسک محدودیت‌های مالی انتظار بازدهی بالاتری دارند. (کنانی امیری، ۱۳۸۶؛ نژادی کلاریجانی، ۱۳۹۳). اگر ریسک محدودیت‌های مالی رایج و سیستماتیک باشد. شرکت‌هایی که محدودیت‌های مالی بالایی دارند باید تغییرات رایج و یکنواخت‌تری در بازده سهام خود داشته باشند.

به عنوان مثال، زمانی که یک سیاست پولی محدودکننده، تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی قوی دشوار می‌کند و این شرکت‌ها نمی‌توانند جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی خود را تامین کنند، قیمت سهام آنها به طور همزمان کاهش می‌یابد.

بعلاوه، اگر محدودیت مالی یک بعد سیستماتیک از ریسک را نشان دهد و منبع مستقلی از تغییرات در بازده را نسبت به عوامل موجود در مدل‌های ارزش‌گذاری حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری کند. افزودن این عامل به مدل‌های ارزش‌گذاری سهام باید توانایی توضیح بازده سهام این مدل‌ها را افزایش دهد. زیرا او قادر است تغییرات رایج در بازده سهام گروهی از شرکت‌ها را توضیح دهد. (Lamont, Polk and Sa-Requiju, 2001)

مدیران شرکت‌های هدف، پس از خرید، سیاست‌های خود را به گونه‌ای تغییر می‌دهند که به نظر می‌رسد با محدودیت‌های مالی کمتری روبرو هستند. به این معنا که آنها پول نقد کمتری را پس از اکتساب نگه می‌دارند، در ازای ورودی‌های نقدی در هر دوره کمتر پس‌انداز می‌کنند، سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها با جریان‌های نقدی داخلی‌شان همبستگی کمتری دارد، و سرمایه‌گذاری‌شان معمولاً پس از اکتساب افزایش می‌یابد. این اثرات برای شرکت‌هایی که قبل از خرید محدودیت‌های مالی بیشتری داشتند بیشتر خواهد بود. جریان نقدی ملی و دسترسی به پول و بازارهای مالی برای شرکت‌های خریدار احتمالاً به شرکت‌های هدف اجازه می‌دهد تا با امنیت مالی بیشتری کار کنند (راوید، ۲۰۰۷)

معیارهای مورد استفاده برای اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی شرکت‌ها، یعنی نسبت وجه نقد نگهداری شده به کل دارایی‌ها، حساسیت سرمایه‌گذاری‌ها به جریان‌های نقدی، و حساسیت وجه نقد نگهداری شده به وجه نقد، معیارهایی هستند که به این صورت استفاده می‌شوند. تقریباً در همه موارد برابر است. کشورها و برای همه انواع معتبر هستند و امکان بررسی محدودیت‌های مالی آنها را فراهم می‌کنند.

مطالعات نظری و تجربی متعددی ارتباط قوی بین محدودیت‌های مالی و تصمیمات ضعیف سرمایه‌گذاری را به‌ویژه در شرکت‌های محروم تأیید کرده‌اند (آلمیدا و کاملپلو، ۲۰۰۷؛ هواکمیان، ۲۰۰۹). این مطالعات ادعا می‌کنند که علی‌رغم مشکلات نمایندگی در کنترل مدیریت، سرمایه‌گذاران به عنوان پاداشی برای هزینه‌های نظارتی، بازدهی بالاتری را از سرمایه خود طلب می‌کنند. این امر دسترسی مدیران اجرایی به منابع مالی خارجی را محدود می‌کند و آنها را مجبور می‌کند تا به منابع داخلی محدود و همچنین توانایی آنها برای پذیرش طرح‌های خالص ارزش فعلی مثبت اتکا کنند.



بر حسب منبع، تعاریف مختلفی از سرمایه فکری وجود دارد، اما آنچه همه محققین بر آن اتفاق نظر دارند این است که سرمایه فکری شکلی از دانش است که مزیت رقابتی ایجاد می کند و ارزش ناملموس سازمان را به نمایش می گذارد. اما هنوز بر سر تعریف دقیقی به توافق نرسیده اند، اما، با این وجود، ترکیب مشخصی بین جنبه نظری و کاربرد عملی سرمایه فکری وجود ندارد. بیشتر صاحب نظران سرمایه فکری را به سه دسته تقسیم می کنند: سرمایه مشتری، سرمایه انسانی و سرمایه ساختاری. با استفاده از محققان مختلف، گروهی از مفاهیم مشابه از کلمات و ساختارهایی مانند شهود، دانش و ارزش آفرینی پدید می آیند. توسط کارکنان و شرکت ارائه می شود و مزیت رقابتی ایجاد می کند یا به عبارت دیگر سرمایه فکری مواد فکری مانند دانش، اطلاعات، دارایی و تجربه فکری است که شرکت ها می توانند به وسیله آن مزیت ایجاد کنند تا مزیت ایجاد کنند.

سرمایه فکری از دیدگاه بروکینگ: سرمایه فکری ترکیبی از چهار جزء اصلی شامل دارایی های بازار، دارایی های انسانی، دارایی های مالکیت فکری و دارایی های زیرساختی است (خیرخواه، ۱۳۹۰)

سرمایه فکری از دیدگاه ادینسون و مالون: ادینسون و مالون سرمایه فکری را به عنوان اطلاعات و دانشی که برای ایجاد ارزش استفاده می شود تعریف می کنند (دستگیر و محمدی، ۱۳۸۸)

سرمایه فکری از دیدگاه بونتیس: بونتیس سرمایه فکری را مجموعه ای از دارایی های نامشهود (منابع، ظرفیت ها و رقابت) تعریف می کند که از عملکرد سازمانی و خلق ارزش به دست می آید (قلیچ لی و مشبکی، ۲۰۰۶)

سرمایه فکری از دیدگاه استوارت: استوارت معتقد بود که سرمایه فکری مجموعه ای از دانش، اطلاعات، مهارت ها، توانایی ها و تجربه در فناوری اطلاعات است که می توان از آن برای خلق ثروت استفاده کرد و منبع مهم مزیت رقابتی و محرک اصلی سودآوری است. در واقع سرمایه فکری دانش سازمان شامل کلیه کارکنان و ظرفیت آنها در ایجاد ارزش افزوده می شود و مزیت های رقابتی مستمر را در پی دارد (خیرخواه، ۱۳۹۰)

سرمایه فکری از دیدگاه بونتیس، گاو و ریچاردسون: بونتیس و همکاران در مقاله خود در سال ۲۰۰۲ سرمایه فکری را اینگونه تعریف می کنند: سرمایه فکری ذخیره ای از دانش است که در یک زمان معین در یک سازمان وجود دارد. در این تعریف، رابطه بین سرمایه فکری و یادگیری سازمانی مورد توجه قرار گرفته است (دستگیر و محمدی، ۱۳۸۸)

سرمایه فکری از دیدگاه شیر: سرمایه فکری منبع سود (ارزش) آتی است که با نوآوری، طراحی های منحصر به فرد سازمانی و تجارب منابع انسانی تولید می شود (بطحایی، ۱۳۸۵)



مدل های زیادی در زمینه طبقه بندی مولفه های سرمایه فکری ارائه شده است. هر یک از این مدل ها مؤلفه های سرمایه فکری را به نحوی توضیح می دهند. در ادامه تعدادی از این مدل ها ارائه شده است. البته لازم به ذکر است که تمامی این تعاریف و طبقه بندی ها بر این اصل استوار است که سرمایه فکری عبارت است از مجموع دارایی های نامشهود سازمان شامل دانش، سرمایه انسانی، سرمایه ساختاری، سرمایه ارتباطی، سرمایه سازمانی، سرمایه ملی و سرمایه خارجی

مدل سرمایه فکری بونتیس (۱۹۹۸)

بونتیس (۱۹۹۸) ابتدا به سه نوع سرمایه انسانی ساختاری، مشتری اشاره کرد و در سال ۲۰۰۰ طبقه بندی خود را به سرمایه انسانی، سرمایه ساختاری، سرمایه ارتباطی و دارایی یا مالکیت معنوی تغییر داد. به گفته بونتیس، سرمایه انسانی سطح دانش فردی است که کارکنان یک سازمان در اختیار دارند و این دانش معمولاً ضمنی است. سرمایه ساختاری به تمام دارایی های غیر انسانی یا ظرفیت های سازمانی اطلاق می شود که برای رفع نیازهای بازار استفاده می شود. سرمایه ارتباطی به کلیه دانش موجود در روابط یک سازمان با محیط خود اعم از مشتریان، تامین کنندگان، شرکت های علمی و غیره اطلاق می شود که به گفته وی مهمترین جزء سرمایه ارتباطی، سرمایه مشتری است. از آنجا که موفقیت یک سازمان به سرمایه و مالکیت معنوی مشتری آن بستگی دارد، به این معنی است که بخشی از دارایی های نامشهود تحت حمایت قانون قرار می گیرد و به رسمیت شناخته می شود، مانند حق چاپ، حق اختراع و حق اختراع. (خیرخواه، ۱۳۹۰)

به گفته بونتیس، در میان این دارایی های فکری، سرمایه انسانی از اهمیت بیشتری برخوردار است، زیرا منبعی از نوآوری و بازسازی استراتژیک است که از یک جلسه طوفان فکری یا رویا در دفتر یا از طریق بهبود مهارت ها، شخصی و غیره ناشی می شود. بونتیس (۱۹۹۸) نیز به وجود یک سری روابط متقابل بین اجزای سرمایه فکری معتقد است، به طوری که حتی اگر سازمانی سرمایه انسانی کافی داشته باشد اما سرمایه ساختاری کافی نداشته باشد، نمی تواند از دانش نهفته در افراد خود استفاده کند. و بنابراین نمی تواند به سرمایه موکل خود پاسخ مثبت بدهد (همتی و محرایی، ۱۳۹۰).

اسیوبی در سال ۱۹۹۷ چارچوب مفهومی سرمایه فکری را ارائه کرد. بر اساس این چارچوب، سرمایه فکری به سه زیربخش به شرح زیر تقسیم می شود:

اری سرمایه ساختاری خارجی: این سرمایه شامل عواملی مانند برندها و مشتریان، مشتریان و روابط تامین کننده می شود.

سرمایه ساختاری داخلی: این سرمایه همچنین شامل عواملی مانند سازمان، شایستگی است که خود شامل تحصیلات و تجربه می شود.

سرمایه مربوط به شایستگی و شایستگی فردی: این سرمایه همانطور که از نامش پیداست شامل عوامل مرتبط با مهارت های فردی کارکنان سازمان است که مهمترین سنگ بنای آن آموزش و تجربه آنهاست.



بسته به طبقه‌بندی، اثربخشی عوامل مرتبط با ساختار داخلی یا کارایی عملیاتی سازمان از لحاظ تاریخی در بسیاری از مقیاس‌های اندازه‌گیری سنتی لحاظ می‌شود، در حالی که دو گروه دیگر از دارایی‌های نامشهود در مدل آن کمتر در صورت‌حساب‌های حسابداری سنتی مورد بحث قرار می‌گیرند (مهرابی)، (۲۰۱۰).

۳- ادوینسون و مالون^۱ (۱۹۹۷)

این دو نفر در طرح ارزش اسکاندیا^۲ خود، سرمایه فکری را به دو جزء سرمایه انسانی و سرمایه ساختاری ارائه کرده‌اند که به شرح زیر است.

۴- چن و همکاران^۳ (۲۰۰۴)

چن و همکاران (۲۰۰۴) معتقد هستند که سرمایه فکری از چهار طبقه و عنصر زیر تشکیل شده است:

۱. سرمایه انسانی
۲. سرمایه مشتری
۳. سرمایه نوآوری
۴. سرمایه ساختاری

ولی آن‌ها معتقد هستند که این ساختار و اجزاء سرمایه فکری بسیار ضعیف و شکننده است، مگر اینکه با یکسری روابط مستمر و به هم پیوسته‌ای حمایت شوند در واقع آن‌ها بر روابط بین اجزاء سرمایه فکری تأکید بیشتری دارند تا بر اجزاء آن (خیرخواه، ۱۳۹۰).

چن و همکاران در این طبقه بندی به سرمایه انسانی اشاره می‌کنند که در واقع اساس سرمایه فکری، دانش، مهارت‌ها، توانایی‌ها و نگرش کارکنان نسبت به کسب و کار است. به عقیده آنها در واقع این سرمایه انسانی است که می‌تواند دانش را به ثروت تبدیل کند و از سوی دیگر این سرمایه انسانی است که شکل‌های عملیاتی سه سرمایه دیگر را تعیین می‌کند. سرمایه فکری به گفته چن و همکاران: .

¹ Edvinsson & Malone

² Skandian

³ Chen et al.



ماهنامه علمی تخصصی پایا شهر

ISSN ۲۹۸۰-۷۷۸۶

جمع بندی

الف) سرمایه انسانی نشان دهنده دانش ضمنی آموخته شده در ذهن و افکار کارکنان است. سرمایه انسانی منبع مهم نوآوری و بازآفرینی یک کسب و کار است و به عنوان ترکیبی از مهارت ها، تفکر و خلاقیت کارکنان تعریف می شود. مهارت ها و استعداد های کارکنان یعنی دانش، دانش فنی و تحصیلی و مهارت های کارکنان در واقع توانایی انجام وظایف و وظایف عملی کارکنان است که با تمرین به دست می آید و بخشی از اینها از طریق آموزش به دست می آید. جزء نرم افزاری سرمایه فکری که شامل انگیزه شغلی و رضایت شغلی است و در واقع پیش نیازی برای نشان دادن «مهارت» کارکنان به حساب می آید. خلاقیت کارکنان آنها را قادر می سازد تا از دانش خود استفاده کنند و دائماً نوآوری کنند. عامل مهمی در گسترش و ایجاد سرمایه فکری یک شرکت است.

ب) سرمایه ساختاری به سیستم ها و ساختارهای یک موسسه مربوط می شود و در واقع رویه ها و روال یک کسب و کار است. موسسه ای با سرمایه ساختاری قوی می تواند شرایط مساعدی را برای استفاده و بهره برداری از سرمایه انسانی ایجاد کند و سرمایه انسانی را برای استفاده از پتانسیل خود توانمند سازد و در نتیجه سرمایه نوآوری و توسعه مشتری را افزایش دهد. سرمایه ساختاری را می توان به فرهنگ، ساختار سازمانی، یادگیری سازمانی، فرآیندهای کسب و کار و سیستم های اطلاعاتی تقسیم کرد. برای مثال، تأثیرگذاری بر آنها و بالعکس، یک فرهنگ قوی می تواند عامل مهمی در انگیزش کارکنان باشد.

ج) سرمایه نوآوری به ترکیب جدیدی از عوامل حیاتی و ضروری تولید در یک سیستم تولید اطلاق می شود. این سرمایه می تواند شامل محصولات جدید، فناوری های جدید، بازارهای جدید، مواد جدید و ترکیبات جدید باشد. با اهمیت روزافزون دانش، سرمایه نوآوری جزء مهمی از سرمایه فکری می شود و این سرمایه را می توان به سه جزء موفقیت های نوآوری، مکانیسم های نوآوری و فرهنگ نوآوری تقسیم کرد.

د) از دیدگاه Bontis، سرمایه مشتری به ارزش دانش نهفته در کانال های بازاریابی یک سازمان اشاره دارد که یک سازمان از طریق فعالیت های خود ایجاد می کند. این سرمایه در مقایسه با سه سرمایه دیگر، تأثیر مستقیم بیشتری بر تحقق ارزش شرکت دارد و به طور فزاینده ای به یک عامل مهم در شرکت ها تبدیل شده است (نور حسینی، ۱۳۹۲)

منابع و مآخذ

محمودآبادی، حمید و غیوری مقدم، علی (۱۳۹۰). رتبه بندی اعتباری توان مالی پرداخت اصل و فرع بدهی ها با استفاده از تحلیل پوششی داده ها، دانش حسابداری، دوره ۲، شماره ۴، ۱۴۳-۱۲۵.

مدرس، احمد و حصارزاده، رضا (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۱، شماره ۲، ۱۱۶-۸۵.

مرادزاده فرد، مهدی؛ ناظمی اردکانی، مهدی؛ غلامی، رضا و فرزانی، حجت الله (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۵، ۸۵-۹۸.



ماهنامه علمی تخصصی پایا شهر



ISSN ۲۹۸۰-۷۷۸۶

منصورفر، غلامرضا؛ غیور، فرزاد؛ لطفی، بهنار (۱۳۹۲). ترکیب اجزای جریان نقد و پیش‌بینی در ماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۱۸، ۷۴-۸۷.

نوری‌فرد، یدالله و شهبازی، عبدالرضا (۱۳۹۷). رابطه بین روش‌های اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری و کارایی سرمایه‌گذاری، پژوهشنامه اقتصاد و کسب‌وکار، دوره ۹، شماره ۱۹، ۷-۲۲.

هارونکلایی، کاظم؛ نبوی چاشمی، سیدعلی؛ برزگر، قدرت‌الله؛ داداشی، ایمان (۱۳۹۹). تبیین عوامل مالی موثر بر خروج از در ماندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی، دوره ۱۴، شماره ۵۰، ۱۰۳-۱۲۹.

همتی، حسن؛ معین‌الدین، محمود و مظفری شمسی، مریم (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاری و ارزش بازار و عملکرد مالی شرکت‌های غیرمالی، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۷، ۲۳-۴۸.

یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ علیقلی، منصوره؛ ذبیحی، فاطمه (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین نقدشوندگی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۵، ۵-۲۲.

Altaf, N., & Shah, F. A. (2018). Investment and financial constraints in Indian firms: Does working capital smoothen fixed investment?. *Decision*, 45(1), 43-58.

Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.

Chauhan, G. S., & Banerjee, P. (2018). Financial constraints and optimal working capital—evidence from an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*.

Ding, S., Guariglia, A., & Knight, J. (2013). Investment and financing constraints in China: does working capital management make a difference?. *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1490-1507.

Du, X., & Lai, S. (2018). Financial distress, investment opportunity, and the contagion effect of low audit quality: Evidence from china. *Journal of Business Ethics*, 147(3), 565-593.