



موسسه آموزش عالی میزان

دانشکده‌ی علوم انسانی-گروه حسابداری

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد

رشته: حسابداری

عنوان:

تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی

استاد راهنما:

دکتر رسول برادران حسن زاده

نگارش:

بهرام لطفعلی نژاد

زمستان ۱۴۰۲

سپاسگزاری

منت خدای را عزّ و جلّ که طاعتش موجب قربت است و به شکراندرش مزید نعمت هر نفسی که فرو می‌رود ممدّ حیات است و چون برمی‌آید مفرّح ذات پس در هر نفسی دو نعمت موجود است و بر هر نعمتی شکری واجب.

کزعهده شکرش به درآید

از دست و زبان که برآید

وظیفه شاگردی خود می‌دانم تا مراتب سپاس و قدرانی ویژه خویش را با صمیمیت هر چه تمام تر به محضر استاد راهنمای گران مایه و بزرگوام، جناب آقای دکتر رسول برادران حسن زاده که در کنار مقام استادی برای من حکم معلم اخلاق را نیز دارند و لذت آموختن و یادگیری را در محضر پربارشان تجربه کردم.

تقدیم به:

ماحصل آموخته‌هایم را تقدیم می‌کنم به آنان که مهر آسمانی‌شان آرام‌بخش آلام زمینی ام است

به استوارترین تکیه‌گاهم، دستان پر مهر پدرم

به سبزترین نگاه زندگیم، چشمان سبز مادرم

که هرچه آموختم در مکتب عشق شما آموختم و هرچه بگوختم قطره‌ای از دریای بی‌کران مهربانیان را پاس توانم بگویم.

امروز، هستی ام به امید شماست و فردا کلید باغ بهشتم رضای شما

را آوردی گران سنگ تر از این ارزان نداشتم تا به خاک پیمان نثار کنم، باشد که حاصل تلاشم نسیم کوزه غبار حسگیتان را

بزوداید.

بوسه بردستان پر مهرتان.

چکیده

در تئوری، مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر دو سویه‌ای بر رشد اقتصادی دارد. از یک سو، شرکت‌ها می‌توانند عملکرد کوتاه‌مدت خود را از طریق شیوه‌های سرمایه‌گذاری مالی تحریک کنند و در نتیجه سودهای کوتاه‌مدت به همراه داشته باشند. از سوی دیگر، مالی‌سازی بیش از حد باعث می‌شود شرکت‌ها از کسب‌وکار اصلی خود غفلت کنند، بهره‌وری را کاهش دهند و به توسعه آن‌ها آسیب بزنند. از این رو هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر مالی‌سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این راستا، تعداد ۱۴۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۴۰۱ انتخاب گردید. هدف پژوهش کاربردی و روش‌شناسی آن از نوع پس‌رویدادی است. از رویکرد داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم افزار آماری Eviews استفاده شد. نتایج نشان داد که مالی‌سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر مثبت دارد. بدین ترتیب، مدیران از طریق فرایند مالی‌سازی به دنبال انگیزه پس‌انداز هستند که باعث می‌شود به تامین مالی پروژه‌های نوآورانه روی آورند. از سوی دیگر، نتایج نشان داد که محدودیت مالی ارتباط بین مالی‌سازی شرکت و نوآوری را تعدیل می‌کند. بدین ترتیب، زمانی که محدودیت در تامین منابع مالی بالاست، مدیران به دنبال انگیزه سوداگرانه سعی در انجام مالی‌سازی شکست هستند که چنین روندی موجب تضعیف نوآوری شرکت می‌شود.

واژگان کلیدی: مالی‌سازی شرکت، نوآوری شرکت، محدودیت مالی، انگیزه پس‌انداز، انگیزه سوداگرانه.

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۱	فصل اول: کلیات پژوهش.....
۲	۱-۱. مقدمه
۳	۲-۱. بیان مسئله
۶	۳-۱. اهمیت و ضرورت انجام پژوهش.....
۷	۴-۱. نوآوری پژوهش
۷	۵-۱. اهداف پژوهش
۸	۱-۵-۱. هدف اصلی
۸	۲-۵-۱. اهداف علمی
۸	۳-۵-۱. اهداف کاربردی
۹	۶-۱. سوال پژوهش
۹	۷-۱. فرضیه های پژوهش
۹	۸-۱. روش پژوهش
۱۰	۱-۸-۱. قلمرو مکانی پژوهش
۱۰	۲-۸-۱. قلمرو زمانی پژوهش
۱۰	۳-۸-۱. روش و ابزار گردآوری داده ها
۱۰	۹-۱. تعاریف مفهومی متغیرها.....
۱۰	۱-۹-۱. نوآوری
۱۱	۲-۹-۱. محدودیت مالی
۱۱	۳-۹-۱. مالی سازی شرکت
۱۲	۱۰-۱. ساختار کلی پژوهش.....
۱۳	فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه پژوهش.....
۱۴	۱-۲. مقدمه

۱۵	۲-۲. مبانی نظری پژوهش
۱۵	۱-۲-۲. نوآوری
۱۹	۲-۲-۲. اهمیت نوآوری
۲۱	۳-۲-۲. انواع نوآوری
۲۴	۴-۲-۲. نوآوری بالا به پایین و نوآوری پایین به بالا
۲۵	۵-۲-۲. مفهوم مالی شدن شرکت ها
۲۶	۶-۲-۲. تاریخچه مالی شدن شرکت ها
۲۹	۷-۲-۲. عوامل مالی شدن شرکت ها
۳۱	۸-۲-۲. پیامدهای اقتصادی مالی شدن شرکت ها
۳۲	۹-۲-۲. سنجش مالی شدن شرکت ها
۳۵	۱۰-۲-۲. محدودیت های مالی
۳۶	۱۱-۲-۲. مدل های اندازه گیری محدودیت مالی
۳۸	۱۲-۲-۲. معیار های وجود محدودیت های مالی
۳۹	۱۳-۲-۲. دو دیدگاه مختلف درباره وجود محدودیت مالی
۴۱	۱۴-۲-۲. معیارهای محدودیت مالی از دیدگاه کاپلان و زینگالس
۴۲	۱۵-۲-۲. انواع محدودیت مالی
۴۳	۱۶-۲-۲. چارچوب نظری پژوهش
۴۷	۳-۲. پیشینه پژوهش
۴۷	۱-۳-۲. پژوهش های خارجی
۵۱	۲-۳-۲. پژوهش های داخلی
۵۳	۵-۲. خلاصه فصل
۵۴	فصل سوم: روش شناسی پژوهش
۵۵	۱-۳. مقدمه
۵۶	۲-۳. روش انجام پژوهش

۵۶	..... ۱-۲-۳. جامعه و نمونه آماری
۵۷	..... ۲-۲-۳. روش گردآوری اطلاعات و داده ها
۵۸	..... ۳-۳. فرضیه های پژوهش
۵۸	..... ۴-۳. الگوی شماتیک پژوهش
۵۹	..... ۵-۳. متغیرهای پژوهش
۵۹	..... ۱-۵-۳. متغیر وابسته: نوآوری شرکت
۶۰	..... ۲-۵-۳. متغیر مستقل: مالی سازی شرکت
۶۱	..... ۳-۵-۳. متغیر تعدیل گر: محدودیت مالی
۶۲	..... ۴-۵-۳. متغیرهای کنترل
۶۳	..... ۶-۳. مدل های مربوط به آزمون فرضیه های پژوهش
۶۳	..... ۷-۳. روش های آماری مورد استفاده
۶۳	..... ۱-۷-۳. آمار توصیفی
۶۴	..... ۲-۷-۳. آزمون نرمال بودن داده ها
۶۵	..... ۷-۷-۳. تجزیه و تحلیل پانل دیتا
۶۶	..... ۱-۷-۷-۳. مدل اثرات مشترک
۶۷	..... ۲-۷-۷-۳. مدل اثرات ثابت
۶۷	..... ۴-۳-۷-۳. آزمون های تشخیص در پانل دیتا
۷۰	..... ۸-۳. خلاصه فصل
۷۱	..... فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها
۷۲	..... ۱-۴. مقدمه
۷۳	..... ۲-۴. یافته های توصیفی
۷۵	..... ۳-۴. آزمون نرمال سازی داده های پژوهش
۷۶	..... ۴-۴. یافته های استنباطی
۷۶	..... ۱-۴-۴. آزمون ضریب همبستگی

۷۸	..... ۲-۴-۴. آزمون F لیمر(چاو) و آزمون هاسمن
۸۰	..... ۵-۴. آزمون فرضیه های پژوهش
۸۰	..... ۱-۵-۴. آزمون فرضیه اول
۸۱	..... ۲-۵-۴. آزمون فرضیه دوم
۸۳	..... ۶-۴. خلاصه نتایج آزمون فرضیه های پژوهش
۸۳	..... ۶-۴. خلاصه فصل
۸۴	..... فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش
۸۵	..... ۱-۵. مقدمه
۸۵	..... ۲-۵. تفسیر نتایج فرضیه های پژوهش
۸۵	..... ۱-۲-۵. تفسیر فرضیه اصلی اول
۸۶	..... ۲-۲-۵. تفسیر فرضیه اصلی دوم
۸۸	..... ۳-۵. بحث و نتیجه گیری
۸۹	..... ۴-۵. محدودیت های پژوهش
۹۰	..... ۵-۵. پیشنهادهای پژوهش
۹۰	..... ۱-۵-۵. پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش
۹۰	..... ۲-۵-۵. پیشنهاد هایی برای پژوهش های آتی
۹۲	..... منابع و مآخذ
۹۲	..... الف. منابع فارسی
۹۳	..... ب. منابع لاتین
۹۶	..... پیوست ها: جداول آماری
۱۰۳	..... چکیده انگلیسی

فصل اول:

کلیات پژوهش

رشد سرمایه مالی یکی از نیرومندترین نیروی محرکه توسعه اقتصادی مدرن است. در کنار این رشد، اقتصادهای مختلف شاهد افزایش مالی شدن هستند. در سطح اقتصاد کلان، مالی‌سازی پدیده «اهمیت فزاینده بازارهای مالی، انگیزه‌های مالی، نهادهای مالی و نخبگان مالی در عملکرد اقتصاد» است (لانزونیک^۱، ۲۰۱۲). از دیدگاه اقتصاد خرد، شو^۲ (۲۰۲۰) مالی‌سازی شرکت‌ها را به عنوان یک پدیده اقتصادی می‌بیند که در آن شرکت‌ها تمرکز خود را از تولید کالا به سرمایه‌گذاری مالی تغییر می‌دهند که بازده سرمایه‌گذاری‌های مالی به منبع اصلی سود آنها تبدیل می‌شود.

در دهه ۱۹۷۰، بحران سودآوری منجر به تغییر سرمایه‌گذاری به سمت بخش مالی شد و منجر شد تا مفهوم مالی‌سازی به موضوعی استراتژیک تبدیل شود. از یک سو، رشد سریع اقتصاد پیش‌نیاز مالی‌سازی شرکت‌ها بود؛ توسعه سریع اقتصاد بازار به بلوغ بیشتر بازارهای مالی منجر شد و شرکت‌ها را قادر ساخت تا از مزایای سرمایه‌گذاری‌های مالی در تمام حوزه‌ها بهره ببرند. فشار نزولی بر اقتصاد از سال ۲۰۲۰ با اپیدمی جدید تشدید شده است. در نتیجه این عوامل، شرکت‌های واقعی به دنبال سود، انگیزه سرمایه‌گذاری بیشتری در فعالیت‌های مالی دارند. هنگامی که مالی‌سازی شرکت به درستی اجرا شود، می‌تواند به عنوان وسیله‌ای برای شرکت‌ها برای کاهش محدودیت‌های مالی عمل کند (عیوضیان و همکاران^۳، ۲۰۰۵). علاوه بر این، داشتن دارایی‌های مالی کافی برای شرکت‌ها ضروری است، زیرا نقدینگی بالای این دارایی‌ها مشکلات مالی را کاهش می‌دهد. با این حال، مالی‌سازی بیش از حد شرکت‌ها می‌تواند بر رشد شرکت‌ها تأثیر منفی بگذارد (گانگ و همکاران^۴، ۲۰۲۲). بدین ترتیب، مشارکت در سرمایه‌گذاری مالی می‌تواند سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت را از بین ببرد و رشد بخش واقعی را کند کند. به عنوان مثال، اورهنگازی^۵ (۲۰۰۸) با استفاده از داده‌های سطح شرکت از ایالات متحده، نشان می‌دهد که مالی‌سازی بیش از حد شرکت‌ها، به طور قابل توجهی سرمایه‌گذاری شرکت‌های غیرمالی در بخش واقعی را کاهش می‌دهد. انتظار

1 . Lanzonik
 2 . Xu
 3 . Aivazian et al
 4 . Gong et al
 5 . Orhangazi

می رود که مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر گذار باشد. زیرا مالی سازی ایده های جدیدی را به بازار معرفی می کند که می تواند بر هزینه تحقیق و توسعه تاثیر گذار با این وجود، وجود محدودیت مالی ممکن است مشکلاتی را برای شرکت ها بوجود آورد.

۲-۱- بیان مسئله

معمولاً دو کانال برای انجام نوآوری برای شرکت ها وجود دارد: اول، شرکت ها ادغام ها و تحصیل را اتخاذ می کنند تا فناوری های نوظهور خریدار را در شرکت ها بگنجانند. دوم، شرکت ها فناوری های ثبت شده را از طریق تحقیق و توسعه مستقل به دست می آورند. شرکت ها از طریق دو کانال فوق برای نوآوری های تکنولوژیکی تقاضای زیادی برای سرمایه دارند. تنها تکیه بر سرمایه های داخلی برای حمایت از نوآوری های فناورانه سازمانی کافی نیست. بنابراین، شرکت ها باید از نوآوری های تکنولوژیکی از طریق تامین مالی خارجی حمایت کنند. مطالعات نشان داده اند که خطر تحقیق و توسعه نوآوری های تکنولوژیکی نسبتاً زیاد است. در مقایسه با سایر فعالیت های سرمایه گذاری شرکت ها، نوآوری فن آوری نقش برجسته تری در زمینه محدودیت های تامین مالی ایفا می کند. از یک سو، زمانی که شرکت ها از کانال های مالی سود می برند، ممکن است تا حدی محدودیت های تامین مالی شرکت ها را کاهش دهند و نقشی در مخزن سرمایه برای نوآوری فن آوری ایفا کنند. این عمدتاً در این واقعیت منعکس می شود که مالی سازی عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می دهد. دلیل اصلی هزینه بالای استفاده از وجوه خارجی در فعالیت های تحقیق و توسعه این است که سرمایه گذاران خارجی در به دست آوردن اطلاعات تحقیق و توسعه سازمانی با مشکل مواجه هستند. واحدهای تجاری در قالب سرمایه گذاری مالی در موسسات مالی خارجی شرکت می کنند که برای افشای اطلاعات تحقیق و توسعه و کاهش فشار مالی بر فعالیت های نوآورانه با موسسات مالی تماس نزدیک دارد. دوم، مالی شدن سیگنال خوبی ارسال می کند. سرمایه گذاری مالی به شرکت ها کمک می کند تا در کوتاه مدت سود قابل توجهی به دست آورند و بازده دارایی های خود را بهبود بخشند (گانگ و همکاران، ۲۰۲۳). در عین حال، ایجاد یک تصویر عمومی خوب، کسب تاییدیه تحلیلگران مالی و افزایش اعتماد

سرمایه گذاران خارجی برای شرکت ها نیز مساعد است. سوم، مالی سازی، وجوه درون زای کافی را تضمین می کند. تامین مالی داخلی یک شرکت برتر از تامین مالی خارجی است. دارایی های مالی سرمایه گذاری شده توسط شرکت ها می تواند به سرعت برای تنظیم سطح سرمایه، اطمینان از سرمایه داخلی کافی شرکت ها، بهبود موثر فشار تامین مالی خارجی و مقاومت در برابر ریسک نوآوری محقق شود (لیو و همکاران، ۲۰۲۰).

از سوی دیگر، مالی سازی شرکت ها با تشدید فشار مالی بر بنگاه ها، مانع توسعه فعالیت های نوآورانه می شود. این به طور عمده در محدودیت های سیاست منعکس شده است. در سال ۲۰۱۷، کمیسیون تنظیم مقررات اوراق بهادار چین پرسش و پاسخی در مورد الزامات نظارتی-قانونی انتشار در مورد هدایت و تنظیم رفتار مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس صادر کرد، که به وضوح بیان می کرد که «زمانی که یک شرکت غیرمالی در بورس اوراق بهادار برای تامین مالی مجدد درخواست کرد، در اصل، سرمایه گذاری مالی مانند نگهداری حجم زیادی از دارایی های مالی و دارایی های مالی با مدت زمان طولانی در پایان دوره اخیر، اعطای وام به دیگران، مدیریت ثروت سپرده شده و غیره نباید وجود داشته باشد (لی و وانگ، ۲۰۲۳). بیان شده است که وقتی شرکت ها سرمایه گذاری های مالی در مقیاس بزرگ انجام می دهند، در معرض محدودیت های تامین مالی بازار سرمایه قرار دارند. مفهوم دومی که در آن منعکس شده است، محدود به تامین مالی بانکی است. از منظر تامین مالی اعتبار بانکی، بانک ها در هنگام تایید اعتبار، توانایی بازپرداخت و هدف وام بنگاه ها را بررسی می کنند. شرکت هایی که به جای توسعه کسب و کار اصلی خود، پول زیادی را در اقتصاد مجازی سرمایه گذاری می کنند، بانک ها را به این فکر می کنند که «رونق کاذب» وجود دارد. بانک ها و سایر مؤسسات مالی وام دادن به شرکت هایی را که سرمایه گذاری مالی بیش از حد ایجاد می کنند کاهش می دهند، که باعث افزایش درجه محدودیت های تامین مالی برای شرکت ها می شود. عمیق تر شدن محدودیت های مالی که شرکت ها با آن مواجه هستند، نوآوری های فناوری و فعالیت های توسعه آن ها را کاهش می دهد (کانگ و همکاران، ۲۰۲۳).

در حال حاضر معمولاً شرکتهای سرمایه‌گذاری مالی را در روند انگیزه سود سرمایه انجام می‌دهند. هیچ اتفاق نظری در مورد تعریف مالی شدن وجود ندارد. ساویر^۱ (۲۰۱۳) اشاره کرد که مالی شدن سرمایه‌گذاری قابل توجهی در بازارهای مالی نسبت به اقتصاد واقعی است. یکی از جلوه‌های سطح خرد مالی‌سازی شرکت‌ها، افزایش سهم سود از کانال‌های مالی است که حتی برخی از شرکت‌ها برای حفظ سودآوری اساسی خود به آن‌ها تکیه می‌کنند. بنابراین، شرکت از تجارت اصلی خود غافل می‌شود. در تئوری، مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر دو سویه‌ای بر رشد اقتصادی دارد. از یک طرف، شرکت‌ها می‌توانند عملکرد کوتاه مدت خود را از طریق روش‌های سرمایه‌گذاری مالی تحریک کنند و منجر به سودهای کوتاه مدت شوند (وانگ و همکاران، ۲۰۲۱). با این حال، مالی‌سازی اغلب مستعد رفتارهای سوداگرانه است که پیامدهای اقتصادی منفی دارد. مالی‌سازی بیش از حد باعث می‌شود شرکت‌ها از کسب‌وکار اصلی خود غفلت کنند، بهره‌وری را کاهش دهند و به توسعه آن‌ها آسیب بزنند. درجه مالی شدن شرکت به طور قابل توجهی به این بستگی دارد که آیا شرکت‌ها تمایل دارند انگیزه‌های سوداگرانه یا انگیزه‌های پس‌انداز برای سرمایه‌گذاری مالی داشته باشند. مطالعه فوق بر اساس یک دیدگاه خطی برای بررسی است.

هوانگ و همکاران (۲۰۲۲) استدلال کردند که مالی شدن رابطه U شکل و غیرخطی با اقتصاد دارد. علاوه بر این، وانگ و همکاران (۲۰۲۱) نشان داد که ناهمگونی مالی‌سازی شرکت‌ها بر بهره‌وری کل عوامل شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. در عین حال و برعکس، مالی شدن اقتصاد می‌تواند باعث بیگانگی رفتار سرمایه‌گذاری مالی شود. اگرچه مالی‌سازی می‌تواند تا حدودی سرمایه‌گذاری‌های دیگر در کسب‌وکار را از بین ببرد، بلوم و همکاران (۲۰۰۷) نشان داد که رفتار سرمایه‌گذاری مالی توسط شرکت‌ها می‌تواند در برابر نوسانات قیمت و نرخ ارز محافظت کند، مشکلات تامین مالی را کاهش دهد و سرمایه‌گذاری فیزیکی را ارتقا دهد.

تغییر محیط خارجی، کشورها را مجبور کرده است در سال‌های اخیر با رکود شدید اقتصادی کنار بیایند. بسیاری از مشاغل با کمبود بودجه و کاهش درآمد برای اقتصاد واقعی مواجه هستند. از لحاظ نظری، تمایل

1. Sawyer

یک شرکت به نوآوری نه تنها به مزایای نوآوری بستگی دارد، بلکه توسط منابع سرمایه گذاری شده در نوآوری نیز محدود می شود. وقتی سرمایه گذاری در نوآوری کافی نیست و تامین مالی خارجی در دسترس نیست، مدیران اغلب به بازارهای مالی نگاه می کنند تا کمبود بودجه تحقیق و توسعه را با انگیزه سود سرمایه جبران کنند. با این حال، بازارهای مالی با مشکلات شدید بی ثباتی مواجه می شوند که تأثیر منفی را کاهش می دهد و نوآوری را در صورت مالی شدن شرکتها افزایش می دهد (لای و همکاران، ۲۰۲۰).

در حال حاضر، بیشتر تحقیقات تنها تأثیر مالی سازی بر ورودی و خروجی نوآوری را تحلیل می کنند و تعداد کمی مکانیسم‌هایی را که توسط آن مالی سازی شرکتی بر نوآوری تأثیر می گذارد، بررسی کرده‌اند. بنابراین، این مطالعه از داده‌های نمونه‌ای از شرکت‌های ایرانی فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بررسی تأثیرات مالی سازی شرکتها بر نوآوری و بررسی ناهمگونی محدودیت‌های تأمین مالی استفاده می کند.

با توجه به مطالب بالا این سوال ایجاد می شود که تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟

۳-۱- اهمیت و ضرورت انجام پژوهش

مالی سازی بنگاه‌ها به دلیل ماهیت‌های مشابه، یک عامل بسیار خرد تأثیرگذار بر نوآوری شرکت است. به طور کلی، مالی شدن به نقش رو به رشد انگیزه های مالی، بازارهای مالی، بازیگران مالی و موسسات مالی در عملکرد اقتصاد داخلی و بین المللی اشاره دارد. در حالی که در سطح خرد، مالی سازی شرکتها به معنای تمایل شرکت‌های غیرمالی به کاهش سرمایه گذاری در اقتصاد واقعی اما افزایش سرمایه گذاری در دارایی‌های مالی است، که تجلی خرد از تبدیل اقتصاد از اساسی به مجازی است. در اوایل قرن گذشته، توبین، برنده جایزه نوبل، استدلال کرد که سرمایه داری در حال ناکارآمد شدن است، زیرا به طور فزاینده ای سرمایه مازاد به جای سرمایه گذاری بلندمدت در اقتصاد واقعی، برای فعالیت‌های سوداگرانه و به سبک کازینو ریخته می شود که باعث نگرانی‌های مختلفی در مورد مالی شدن شرکتها شد.

تحقیقات نشان می‌دهد که مالی شدن شرکت ممکن است سطح ریسک پذیری و ظرفیت رشد آینده را کاهش دهد و هرچه فعالیت‌های مالی بخش‌های غیرمالی بیشتر باشد، سرمایه‌گذاری واقعی کمتر می‌شود (به عنوان مثال، ازدحام سرمایه‌گذاری دارایی‌های ثابت، که باعث نگرانی‌های بلندمدت در مورد بهره‌وری می‌شود و حتی مانع رشد اقتصادی می‌شود. با این حال، انتخاب استراتژی سرمایه‌گذاری مالی در عمل غیر منطقی نیست. صنعت مالی باید در اصل در خدمت اقتصاد واقعی باشد. و به طور کلی، شرکت‌ها کم و بیش در سرمایه‌گذاری مالی شرکت خواهند کرد. احتمالاً دو انگیزه وجود دارد. یکی رفتار پس انداز برای مقابله با ریسک نقدینگی و دیگری پیگیری بازده بالای سرمایه‌گذاری‌های مالی به دلیل بازده پایین سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی است. به ویژه، زمانی که کاهش سودآوری واقعی سرمایه‌گذاری، مقررات سختگیرانه بازار، تقاضای ضعیف‌تر مصرف‌کننده و تشدید رقابت وجود دارد، شرکت‌ها به احتمال زیاد درگیر سرمایه‌گذاری مالی می‌شوند، تا توسعه کسب‌وکار خود را متعادل کنند.

۱-۴- نوآوری پژوهش

در حال حاضر، بیشتر تحقیقات تنها تأثیر مالی‌سازی بر ورودی و خروجی نوآوری را تحلیل می‌کنند و تعداد کمی مکانیسم‌هایی را که توسط آن مالی‌سازی شرکتی بر کارایی نوآوری تأثیر می‌گذارد، بررسی کرده‌اند. بنابراین، این مقاله از داده‌های نمونه‌ای از شرکت‌های ایرانی فهرست‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بررسی تأثیرات مالی‌سازی شرکت‌ها بر کارایی نوآوری و بررسی ناهمگونی محدودیت‌های تأمین مالی استفاده می‌کند. این مقاله سعی دارد دامنه تحقیقاتی محققان قبلی را گسترش دهد و به طور جامع تأثیر مالی‌سازی بر کارایی نوآوری شرکت را در نظر بگیرد. کارایی نوآوری نشان دهنده اثربخشی ورودی نوآوری و خروجی نوآوری است. ثالثاً، این مقاله رابطه غیرخطی بین مالی‌سازی شرکت و کارایی نوآوری را مورد بحث قرار می‌دهد، محدودیت‌های تأمین مالی را در چارچوب تحقیق وارد می‌کند، و رابطه و مکانیسم غیرخطی آن را به عنوان یک متغیر آستانه و یک متغیر تعدیل‌کننده بررسی می‌کند.

۵-۱- اهداف پژوهش

در یک پژوهش می توان سه هدف پژوهشی را دنبال کرد:

۵-۱-۱- هدف اصلی پژوهش: تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی

۵-۱-۲- اهداف علمی پژوهش

تعیین تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت

تعیین تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت

۵-۱-۳- اهداف کاربردی پژوهش

تغییر محیط خارجی کشورها را مجبور کرده است در سال های اخیر با رکود شدید اقتصادی کنار بیایند. بسیاری از مشاغل با کمبود بودجه و کاهش درآمد برای اقتصاد واقعی مواجه هستند. از لحاظ نظری، تمایل یک شرکت به نوآوری نه تنها به مزایای نوآوری بستگی دارد، بلکه توسط منابع سرمایه گذاری شده در نوآوری نیز محدود می شود. وقتی سرمایه گذاری در نوآوری کافی نیست و تامین مالی خارجی در دسترس نیست، مدیران اغلب به بازارهای مالی نگاه می کنند تا کمبود بودجه تحقیق و توسعه را با انگیزه سود سرمایه جبران کنند. با این حال، بازارهای مالی با مشکلات شدید بی ثباتی مواجه هستند. از این رو، سرمایه گذاران و مدیران با نگاه به نتایج این پژوهش می تواند اطلاعات مفیدی دریافت کنند. نتایج این تحقیق می تواند برای کاربران زیر مفید باشد:

۱- سهامداران و سرمایه گذاران: سهامداران و سرمایه گذاران برای تصمیم گیری در بازار سرمایه به اطلاعاتی از قبیل نوآوری شرکت، مالی سازی شرکت، محدودیت مالی و ... نیاز دارند که برای آنها در تصمیم گیری کمک نماید از این رو در دسترس قرار دادن اطلاعات باعث تصمیم گیری آگاهانه آنان خواهد شد.

۲- اعتبار دهندگان: موسسات اعتباری برای اعطای اعتبارات به واحدهای تجاری به صورت های مالی شرکت ها از جمله صورت جریان وجه نقد توجه می نمایند. محدودیت مالی ممکن است جریان های نقد ورودی و خروجی را تحت تاثیر قرار دهد. اطلاعات مذکور می تواند آنان را در ارزیابی بهتر شرکت ها جهت ارائه تسهیلات به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کمک نماید.

۳- بورس اوراق بهادار تهران: بورس اوراق بهادار تهران می تواند از نتایج بدست آمده از این نوع پژوهش راه کارهای عملی جهت افزایش مالی سازی شرکت اتخاذ نماید. از آنجایی که تصمیم گیری در مورد ایجاد نوآوری در سازمان در شرکت ممکن است که میزان مالی سازی شرکت را تحت تاثیر قرار دهند، بنابراین سازمان بورس اوراق بهادار تهران باید رویکردهای عملی را جهت اطلاع رسانی به میزان اهمیت مالی سازی شرکت انجام دهد.

۴- دانشگاه ها و موسسات پژوهشی: نوآوری شرکت ممکن است آثار مطلوبی همچون افزایش ارزش بلندمدت شرکت و مالی سازی شرکت را دنبال داشته باشد. همچنین توجه به محدود سازی محدودیت مالی نیز می تواند در بهبود مالی سازی شرکت موثر باشد از این رو، دانشگاه ها و موسسات پژوهشی بعنوان تولیدکنندگان علم می توانند از یافته های این پژوهش جهت بستر سازی و گسترش ادبیات پژوهش استفاده نمایند.

۶-۱- سوال های پژوهش

۱. تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت چگونه است؟
۲. تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت چگونه است؟

۷-۱- فرضیه های پژوهش

- فرضیه اول: مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر دارد.
- فرضیه دوم: محدودیت مالی بر رابطه بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت تاثیر دارد.

۸-۱- روش پژوهش

این پژوهش سعی بر آن دارد که تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت را با تاکید بر محدودیت مالی را مورد بررسی قرار دهد. بنابراین پژوهش حاضر به دلیل اینکه نتایج آن می تواند در تدوین قوانین و مقررات

بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار گیرد، از نوع تحقیقات کاربردی می باشد. پژوهش کاربردی پژوهشی است که نظریه ها، قانونمندی ها، اصول و فنون را برای حل مسایل اجرایی و واقعی به کار می گیرد. همچنین با توجه به اینکه این پژوهش به دنبال یافتن ارتباط بین چندین متغیر می باشد از نوع همبستگی و روش شناسی آن از نوع پس‌رویدادی می باشد؛ بدین معنی که انجام پژوهش براساس اطلاعات گذشته انجام می شود.

۱-۸-۱- قلمرو مکانی پژوهش

محدوده مکانی این پژوهش شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

۱-۸-۲- قلمرو زمانی پژوهش

محدوده زمانی پژوهش از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ می باشد.

۱-۸-۳- روش و ابزار گردآوری داده ها

در پژوهش حاضر، به منظور گردآوری داده ها و اطلاعات از روش اسنادی و کتابخانه ای استفاده گردید. بدین گونه که اطلاعات مورد نیاز جهت ادبیات پژوهش و مبانی نظری آنها از طریق کتابها، مجلات خارجی و داخلی جمع آوری گردید. همچنین داده های آماری مورد نیاز نیز از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده است. این صورت های مالی از طریق سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران قابل مشاهده می باشد.

۱-۹- تعاریف مفهومی متغیرها

۱-۹-۱. نوآوری: امروزه نوآوری، از مهم ترین عوامل رشد اقتصادی به شمار می رود. نوآوری به فضای اجتماعی به عنوان پشتیبان کارآفرینی نیاز دارد. غالباً نوآوری های اجتماعی و نوآوری های تجاری موجد یکدیگر هستند. نوآوری زمانی رخ می دهد که ایده به صورت محصول، فرآیند یا خدمتی توسط چرخه فناوری و جویبار نوآوری بتوانند به کمک انجام دگرگونی های ناپیوسته در سازمان به امتیازهای ناشی از آن ها برسند (آلوارز و همکاران، ۲۰۱۱).

۲-۹-۱- محدودیت مالی: کامل ترین و صریح ترین تعریف در این مورد این است که شرکت ها زمانی در محدودیت تامین مالی هستند که بین مصارف داخلی و خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف رو به رو باشند. بنابراین با استفاده از این تعریف تمام شرکت ها را می توان به عنوان شرکت های با محدودیت مالی تلقی کرد اما سطوح محدودیت های مالی متفاوت است . استفاده از وجوه خارجی ، یک چارچوب مناسب برای جدا کردن شرکت ها براساس میزان محدودیت مالی آنهاست.

۳-۹-۱- مالی سازی شرکت: با ظهور مشکل اقتصاد «از واقعی به مجازی»، برخی از محققان مفهوم «مالی سازی اقتصادی» را مطرح کردند که به معنای مشارکت بیشتر و بیشتر بخش واقعی اقتصادی در سرمایه گذاری مالی است. فعالیتها و درصد بیشتری از سود حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری مالی به دست می آمد (ژانگ چنگسی و ژانگ بویو، ۲۰۱۵).

۱-۱۰- ساختار کلی پژوهش

در این فصل کلیاتی درباره پژوهش شامل مقدمه، مسئله پژوهش، اهمیت و ضرورت پژوهش، هدف پژوهش، فرضیه های پژوهش، مدل مورد استفاده در پژوهش، جامعه آماری و روش تجزیه و تحلیل داده ها، مطرح گردید. در ادامه با تعریف واژگان کلیدی پژوهش حاضر، فصل اول خاتمه یافت.

موضوع فصل دوم بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش است. در ابتدا مبانی نظری پژوهش شامل محدودیت مالی، نوآوری شرکت، مالی سازی شرکت و ... تشریح خواهد شد. سپس خلاصه ای از پژوهش های انجام شده در ارتباط با موضوع پژوهش بیان می گردد.

در فصل سوم، روش اجرای پژوهش شامل فرضیه های پژوهش، جامعه آماری مورد مطالعه و ویژگی های آن، مدل ها و روش های آماری مورد استفاده به منظور آزمون فرضیه های پژوهش، تشریح خواهد شد.

در فصل چهارم ابتدا آمار توصیفی، آزمون نرمال بودن و ضریب همبستگی بررسی می شود. سپس با استفاده از روش های آماری موجود فرضیه های پژوهش آزمون و نتایج آن تحلیل خواهد شد.

در فصل پنجم نتایج، محدودیت ها و پیشنهاد های پژوهش بیان می شود.

فصل دوم:

مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش

آزادسازی مالی ساختار اقتصاد جهانی را در دهه‌های گذشته عمیقاً تغییر داده است و افزایش سرمایه‌گذاری عاملی کلیدی در تغییرات اقتصادی در کشورهای توسعه‌یافته بوده است که بسیاری از محققان آن را «مالی‌سازی» می‌نامند. اگرچه محققان درک متفاوتی از مالی شدن، مانند تعمیق مالی، توسعه مالی و گسترش بخش مالی دارند، توافق عمومی وجود دارد که بخش مالی در حال تبدیل شدن به اهمیت فزاینده‌ای در اقتصاد ملی است. تصادفی نیست که پدیده مشابهی از «مالی‌سازی» در چین نیز پدیدار شده است. گزارش مک کینزی نشان داد که با وجود تغییر تدریجی چین به سمت بازسازی نرخ بهره، بیش از ۸۰ درصد از سود اقتصادی چین از بخش مالی حاصل می‌شود، در حالی که این میزان در ایالات متحده ۲۰ درصد است.

از زمان پیدایش مفهوم مالی‌سازی، پژوهشگران تحقیقات جامعی در مورد علل و عوامل مؤثر بر مالی‌سازی انجام داده‌اند و یافته‌های پژوهشی فراوانی را به دست آورده‌اند. دارایی‌های مالی برای اهداف مدیریت ریسک می‌تواند خطرپذیری شرکت‌ها را کاهش داده و نوسانات جریان سرمایه را کاهش دهد. کریپنر (۲۰۰۵) استدلال می‌کند که افزایش هزینه‌های نیروی کار و افزایش فشارهای رقابتی بین‌المللی در دهه ۱۹۷۰ منجر به کاهش نرخ بازگشت سرمایه برای شرکت‌ها در ایالات متحده شد که به نوبه خود منجر به خروج سرمایه از تولید و به بازارهای مالی شد. دیدگاهی که توسط داده‌های تجربی پشتیبانی می‌شود و به طور گسترده توسط محققان پذیرفته شده است (کروتی، ۲۰۰۵؛ اورهنگازی، ۲۰۰۸). بر اساس وضعیت کنونی بازار سرمایه کشورهای در حال توسعه، محققان بیشتری بر این باورند که تضعیف سود مورد انتظار شرکت‌های غیرمالی باعث تقویت سرمایه‌گذاری آنها در دارایی‌های مالی می‌شود. لازونیک و سالیوان (۲۰۰۲) پیشنهاد می‌کنند که مجموعه‌ای از تغییرات نهادی در شرکت‌های مدرن، مفهوم بیشینه‌سازی ارزش سهامداران را به طور فزاینده‌ای در شرکت‌ها غالب کرده است.

نقش فعالیت‌های نوآورانه همچون ثبت اختراع و تحقیق و توسعه در ترویج مزیت رقابتی، رشد اقتصادی و ارزش شرکت در ادبیات گذشته تا حد زیادی مورد بررسی قرار گرفته است (پاکز و شانکرمن، ۱۹۸۴؛

گریلچز و همکاران، ۱۹۸۶؛ باغی و سابرمانیان، ۲۰۱۲؛ حج و میشر، ۲۰۱۴). با این وجود، تحقیقات کمی درباره فعالیت‌های نوآورانه وجود دارد که نشان دهد این فعالیت‌ها متاثر از تغییرات مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها است.

۲-۲- مبانی نظری پژوهش

۲-۲-۱- نوآوری شرکت

«چستر کارلسون»، در سال ۱۹۳۸ میلادی، فرآیند الکتروفتوگرافی یا زیروگرافی را ابداع نمود. در ادامه در سال ۱۹۴۸ میلادی، یک دستگاه کپی روانه بازار شد، اما یک دهه به طول انجامید تا مخترعینی از شرکت هالوید-زیراکس، یک دستگاه کاربردی کپی را به بازار عرضه نمایند.

یک پرسش کلیدی پیرامون مفهوم نوآوری، این است که چرا نوآوری در سال‌های اخیر، تا این حد توجهات را به خود جلب نموده است. یکی از مهم‌ترین دلایل این پدیده، سرعت تغییرات بسیار زیادی است که جهان را تحت تأثیر خود قرار داده است. دنیا در حال گذار از عصر صنعتی به عصر دانش است و در این شرایط به شدت ناپایدار، برتری استراتژیک، در رهبری تغییرات است و نه در دنباله‌روی از تغییرات. نکته اینجاست که رهبری تغییرات در فضای کسب‌وکار نیز، از طریق نوآوری به وقوع می‌پیوندد.

تمامی شرکت‌ها، نیاز دارند که نوآور باشند، چرا که در آینده، نوآوری منبع اصلی درآمدزایی و کسب منافع خواهد بود. با وجود پذیرش نیاز به نوآوری از سوی اغلب شرکت‌ها، آنچه که در واقعیت دیده می‌شود، این است که بیشتر شرکت‌ها، خصوصاً شرکت‌های کوچک و متوسط، برایشان مشکل است که نوآوری و چگونگی مدیریت آن در فعالیت‌های خود را درک نمایند. مهم‌تر از آن، شرکت‌ها باید بدانند که نوآوری، مختص صنایع دارای فناوری‌های پیشرفته نیست و هر صنعت، هر شرکت و حتی هر فرد، می‌تواند خلاق باشد. به معنای بهتر، نوآوری یک فرآیند است و نه یک هدف (شیرازی و همکاران، ۱۳۹۸).

نوآوری، فرآیندی پیوسته است که طبق تعریف سازمان همکاری و توسعه اقتصادی «OECD» و کمیسیون اروپا، عبارت است از «پیاده‌سازی یا بهبود یک محصول، کالا، ایده و یا روش جدید بازاریابی، یا یک روش

سازمانی جدید در امور تجاری، محیط کاری و روابط خارج سازمانی». این تعریف، به خوبی دامنه وسیع نوآوری و موارد تحت پوشش را نشان می‌دهد.

فرآیند نوآوری را می‌توان متشکل از مجموعه‌ای از مفاهیم مختلف، شامل آموزش، تحقیق و توسعه، ساختارهای پشتیبانی، انتقال فناوری، مدیریت، بازاریابی و سرمایه‌گذاری دانست که عدم دقت به هر یک از حلقه‌های فوق، موجب می‌شود تا نوآوری و ایجاد یک محصول یا فناوری مبتنی بر ایده‌ای خلاقانه، با شکست مواجه شود.

حداقل الزامات برای یک نوآوری، این است که یک محصول، فرآیند، روش بازاریابی و یا روش سازمانی جدید یا کاملاً بهبودیافته، برای استفاده در کسب‌وکار ایجاد شود. ویژگی مشترک تمام نوآوری‌ها این است که حتماً به مرحله اجرا درآمده و پیاده‌سازی گردد. یک محصول جدید یا ارتقاء یافته، زمانی پیاده‌سازی می‌شود که به بازار تقاضا عرضه شده باشد. فرآیند جدید، روش سازمانی یا روش بازاریابی نیز، زمانی پیاده‌سازی می‌شود که در فرآیندهای عملیاتی شرکت، یا یک واحد سازمانی مشخص، مورد استفاده واقعی قرار گیرد (حاجی زاده و همکاران، ۱۴۰۱).

ماهیت فعالیت‌های نوآورانه، از بخشی به بخش دیگر و حتی یک واحد سازمانی به واحدی دیگر، به شدت متفاوت است. بعضی از واحدها، با پروژه‌های نوآورانه‌ای مانند طراحی و تولید یک محصول جدید درگیر هستند و در مقابل، برخی دیگر از واحدها، با هدف بهبود و ارتقاء پیوسته محصول یا فرآیندهای خود، به سمت نوآوری می‌روند. هر دوی این موارد را می‌توان ذیل فرآیند نوآوری تعریف نمود. به عبارت دیگر، نوآوری می‌تواند شامل پیاده‌سازی یک تغییر قابل ملاحظه، یا مجموعه‌ای از تغییرات کوچکی که در مجموع تغییر بزرگی را تشکیل می‌دهند، باشد.

راهنمای نوآوری «OSLO»، به منظور درک بهتر این که چه چیزی را می‌توان نوآوری دانست و چه چیزی را خیر، تغییراتی در واحد را که به عنوان نوآوری در نظر گرفته نمی‌شود، تعریف نموده است (حاجی زاده و همکاران، ۱۴۰۱):

- خرید و فروش محصول جدید یا ارتقاء یافته، برای عمده فروشان، خرده فروشان و توزیع کنندگان، نوآوری لحاظ نمی شود.
 - خرید مدل های مشابه تجهیزات نصب شده و یا توسعه جزئی و به روزرسانی نرم افزارها و تجهیزات موجود، نوآوری در فرآیند محسوب نمی شود. توسعه تجهیزات برای یک واحد، باید کاملاً جدید بوده و مشخصه های فنی تجهیزات را بهبود بخشد.
 - واحدهایی که تولید سفارشی به صورت تکی، با اجزای پیچیده و بر اساس سفارش مشتری تولید می نمایند، نوآور لحاظ نمی شوند؛ مگر این که یکی از اجزا یا ترکیبی از آنها، در مقایسه با موارد قبلی دارای ویژگی های متفاوتی باشد.
 - تغییر در قیمت محصول یا در بهره وری فرآیند که منحصراً ناشی از تغییر در قیمت عوامل تولید است، نوآوری به شمار نمی آید. برای مثال، زمانی که قیمت کامپیوتر با توجه به کاهش قیمت تراشه های مورد استفاده در آن، پایین آورده می شود، هیچ گونه نوآوری رخ نداده است.
 - توقف چیزی، حتی اگر باعث بهبود عملکرد واحد شود، نوآوری لحاظ نمی شود. به عنوان مثال، وقتی که یک تولیدکننده تلویزیون، ساخت و فروش تلویزیون و DVD Player توأم را متوقف می نماید یا یک آژانس املاک، ساخت یک دهکده برای بازنشستگان را متوقف می کند، نوآوری رخ نداده است. به طور مشابه، توقف یک روش سازمانی یا بازاریابی، نوآوری محسوب نمی شود.
 - در صنایع خاص، مانند پوشاک و کفش، تغییرات فصلی در کالاها و خدمات ارائه شده وجود دارد که ممکن است با تغییراتی در ظاهر کالا یا خدمت همراه باشد. این نوع تغییر عادی در طراحی، نوآوری در بازاریابی و محصول محسوب نمی شود. لازم به تأکید است که اگر از موقعیت تغییرات فصلی، برای تغییرات اساسی در طراحی محصول و بازاریابی (برای اولین بار) استفاده شود، این اقدام یک نوآوری خواهد بود.
- نوآوری پژوهشگران برای نوآوری تعاریف گوناگونی ارائه کرده اند. یک تعریف، نوآوری را به عنوان نخستین استفاده از دانش جدید می بیند، در حالیکه در تعریف دیگر، نوآوری به عنوان یک استراتژی جدید شناخته

شده است (سن فورد، ۲۰۰۷). تعریف دیگر، نوآوری را پذیرش یک ابزار، سیستم، سیاست، برنامه، فرایند، محصول یا خدمت جدید می داند که می تواند داخل سازمان ایجاد شود یا از بیرون خریداری شود و برای سازمان جدید باشد (هالت، کتچن و سلاتر، ۲۰۰۵). در حسابداری مدیریت، نوآوری بیشتر شامل معرفی برنامه های بهبود کیفیت و تغییرات در حسابداری مدیریت، گزارش دهی و سیستم های کنترلی است (سلشی سیسای و ژاکوب بیرنبرگ، ۲۰۱۰).

نظریه های مربوط به نوآوری (نظریه نوین یا سیستمی و نظریه یادگیری سازمانی یا سازمان یادگیرنده) بیان کننده آن هستند که نوآوری، به شرکت ها توانایی می دهد تا بهتر بتوانند به رقابت، تغییرات محیطی و تکنولوژیکی پاسخ داده و با کسب قابلیت های جدید، به عملکرد مالی بهتری دسترسی یابند (دیکولیو و تریولز، ۲۰۱۷ و پیتر، ۲۰۱۷). اما این عملکرد، بر اساس نظریه اقتضا، بستگی به عوامل مختلفی از جمله نوع صنعت نیز دارد (نمازی و نمازی، ۲۰۱۶). نظریه نوین یا سیستمی ناظر بر سازمان یا الگوی ارگانیک است که برنز و استاکر (۱۹۶۱) آن را طراحی ارگانیک یا طراحی موجود زنده نامیدند. این الگو، برای بالابردن کیفیت کالاها و خدمات، بر ابداع و نوآوری تأکید بسیاری می کند. نظریه یادگیری سازمانی یا سازمان یادگیرنده که در فرایند نظریه سیستمی به وجود آمده است، سازمان را صاحب اندیشه و زنده در نظر می گیرد. در این نظریه محور اصلی خلاقیت و نوآوری است. اگر سازمان ها و مدیران سازمان بخواهند به حیات خود ادامه داده و در بلندمدت کامیاب شوند، باید خود را به طور مستمر و پایدار با موقعیتهای جدید تطبیق دهند و اقدام به نوآوری کنند (سنگ، ۱۹۹۰). روشی را که محصولات و خدمات نظریه ها و ابعاد نوآوری به صورت زیر قابل توصیف است: نوآوری های فنی ایجاد می شوند، از طریق معرفی ابزارهای جدید تولید یا معرفی فن هایی که روش ایفای کار را تغییر می دهند، متحول می کنند (دامانپور، ۱۹۸۷). این نوآوری ها مشاهده پذیر، ملموس و آزمودنی هستند و می توان تأثیر مالی آنها را بر سازمان شامل تغییرات تعریف شده ای اندازه گیری کرد (هکرت، سیورس، نگرو، کیوهلمان و اسمیت، ۲۰۰۷). نوآوری های اجرایی هستند که در سازمان روی می دهند، این نوآوری ها با سیستم فنی یک سازمان سازگار نیستند. همچنین نوآوری اجرایی مربوط به تغییرات روش هایی است که در سازمانها مدیریت میشود (دامانپور و

اوان، ۱۹۸۴). نوآوری‌های محیطی حسابداری مدیریت می‌تواند به عنوان اصل کلی و اجرایی شناخته شود. بنابراین به شرکت فرصت میدهد تا فرایند خلاقیت را به عنوان یک نوآوری و محرک یک ایده، انتخاب، اشاعه، استنباط و طرح ریزی کند (چن‌هال، ۲۰۰۵) و رهبران را در تصمیم‌گیری برای رسیدن به اهداف سازمان یاری می‌کند. نوآوری فردی، با تشخیص مسئله و ارائه ایده‌ها یا راه‌حلهایی جدید و قابل قبول آغاز می‌شود و فرد در سازمان به دنبال حامیانی است تا ایده خود را عملی کند (اسکات و بروس، ۱۹۹۴). به کارگیری مجموعه این ابعاد نوآوری باعث بهبود عملکرد مالی شرکت می‌شود. میزان پذیرش نوآوریها توسط سازمان‌ها و صنایع، به شکل سرمایه‌گذاری در نوآوری‌های جدید توسط عوامل متعددی مانند اندازه بازار، تقاضا برای محصولات و خدمات جدید، تعداد واحدهای اقتصادی در صنعت و دوره عمر صنعت، تحقق می‌یابد (باتلر، ۱۹۸۸ و سلسی سیسای و ژاکوب بیرنبرگ، ۲۰۱۰).

۲-۲-۲- اهمیت نوآوری

نوآوری موفق، به‌شدت با عملکرد مالی در ارتباط است. نوآوری، یکی از عوامل مهم رشد اقتصادی است و منافع گسترده‌ای برای جامعه به همراه دارد. ایده‌ها و کشفیات خلاقانه، استانداردهای زندگی را بالا برده و بر بسیاری از جنبه‌ها و ابعاد زندگی بشر، اعم از ایمنی، سلامت، کیفیت محصولات، خدمات و ... اثرگذار هستند. نوآوری، باعث ارتقاء بهره‌وری در مقایسه با نسل‌های پیشین شده و حتی در برخی موارد، سبک زندگی جوامع را تغییر می‌دهد. امروزه، نوآوری و دانش به‌عنوان دو عنصر کلیدی در موفقیت جهانی، به‌ویژه در حوزه اقتصاد مطرح هستند (حاجی زاده و همکاران، ۱۴۰۱).

اگر در سطح بنگاهی به پدیده نوآوری بنگریم، می‌توان گفت که جهان به سرعت در حال تغییر کنونی، فرصت‌ها و چالش‌های فراوانی برای کسب‌وکارها فراهم آورده است. در این فضای متلاطم و سرشار از عدم قطعیت، نوآوری به کسب‌وکارها کمک نموده تا تغییراتی در نیازها و انتظارات مشتریان، رقبا، فناوری و حتی محدودیت‌های درونی و محیطی ایجاد کنند. بازار جهانی پویا و رو به رشد، فرصت‌ها را به سمت نوآوران می‌آورد. نوآوری، می‌تواند قیمت‌ها را پایین بیاورد، بازارهای جدید ایجاد کند و رقابت‌پذیری را

افزایش دهد. نوآوری، به کمک بهبود سودآوری، اشتغال‌زایی و افزایش سهم بازار، منجر به عملکرد مطلوب و پایدار برای کسب‌وکارها، به‌ویژه کسب‌وکارهای دانشی و مبتنی بر فناوری‌های پیشرفته می‌شود. اگر بخواهیم مزایا و منافع حاصل از نوآوری در سطح بنگاه را فهرست نماییم، مهم‌ترین این مزایا به شرح زیر است:

- ایجاد بازارهای جدید برای کسب‌وکار؛
- کاهش هزینه و قیمت تمام‌شده محصولات تولیدی؛
- مدیریت کارا تر کارکنان؛
- افزایش سهم بازار و رشد سبد محصولات شرکت؛
- افزایش سودآوری شرکت؛
- افزایش رقابت‌پذیری در بنگاه.

با توجه به وجود مزایای اشاره شده، بایستی به‌عنوان یک کارآفرین یا بنیان‌گذار استارت‌آپی، پرسش‌های کلیدی زیر را در ذهن مرور نماییم:

- آیا در مورد نوآوری در شرکت خود اندیشه‌اید؟
- آیا تولیدات یا خدمات شما در بازار، رقابت‌پذیر است؟
- آیا هزینه تولید، سهم زیادی از گردش مالی شما را تشکیل می‌دهد؟

علاوه بر مواردی مانند رقابت‌پذیری و کاهش هزینه، کوتاه شدن دوره عمر فناوری و جایگزینی سریع محصولات جدید، موجب شده است تا نوآوری نه یک گزینه جذاب که به یک الزام و ضرورت برای بقای کسب‌وکارهای امروزی بدل شود. شرکت مشهور سونی، سالانه ۵۰۰۰ محصول جدید روانه بازار می‌کند. عمر تخمینی یک لپ‌تاپ، به کمتر از ۲ سال رسیده است و مراحل ساخت یک داروی جدید، از ده سال به چهار سال کاهش یافته است. شرکت‌های موفق آینده، آن‌هایی هستند که نوآوری را به‌عنوان توانایی و قابلیت اصلی خود هدف قرار داده‌اند. باید توجه داشته باشید که: «اگر شما هم نوآور نباشید، ممکن است

رقیب شما نوآور باشد.» و «اگر شما نوآوری در محصول، خدمت و فرآیندهای خود نداشته باشید، فقط می‌توانید روی قیمت محصولات خود رقابت کنید» (فانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

۲-۲-۳- انواع نوآوری

نوآوری‌ها بسته به مقیاس، زمان اتمام و تأثیرات سازمانی و اجتماعی، با یکدیگر متفاوتند. با وجود همپوشانی‌های موجود بین انواع نوآوری، دسته‌بندی نوآوری‌ها می‌تواند به ایجاد درک مناسب‌تر از نوآوری و کارکردهای آن کمک نماید. بر این اساس، در این بخش، انواع مختلف نوآوری و شباهت‌ها و تفاوت‌های هر یک از آن‌ها را مورد بررسی قرار خواهیم داد.

الف) انواع نوآوری بر اساس هدف نوآوری:

راهنمای اسلو، بر مبنای هدف نوآوری، اقدام به تعریف ۴ دسته اصلی از نوآوری‌ها نموده است که به ترتیب عبارتند از: «نوآوری در محصول»، «نوآوری در فرآیند»، «نوآوری در بازاریابی» و «نوآوری سازمانی» (سلیمانی، ۱۳۹۸):

۱. **نوآوری در محصول:** نوآوری در محصول، معرفی یک خدمت یا محصول است که یا جدید باشد و یا به طور قابل ملاحظه‌ای با توجه به مشخصه‌ها و کاربری‌هایش بهبود یافته باشد. این ارتقاء عملکرد، می‌تواند در مشخصه‌های فنی، اجزاء، مواد اولیه، نرم‌افزار بکار گرفته شده، کاربرپسند بودن و یا دیگر ویژگی‌های عملکردی باشد. اولین «MP3 player»‌های قابل حمل، معرفی ترمزهای «ABS»، سیستم مکان‌یابی جهانی «GPS» و سیستم‌های مسیریابی خودرو، از نمونه‌های بارز نوآوری در محصول به حساب می‌آیند.

۲. **نوآوری در فرآیند:** نوآوری در فرآیند، پیاده‌سازی یا بهبود یک روش تحویل خدمت یا کالا است که می‌تواند شامل تغییر در تکنیک، فناوری، تجهیزات یا نرم‌افزار باشد. برای مثال، می‌توان به پیاده‌سازی تجهیزات اتوماتیک در یک خط تولید یا استفاده از طراحی به کمک رایانه برای طراحی و توسعه یک

محصول به‌عنوان روش‌های جدید تولید و معرفی بارکدخوان یا سیستم شناسایی کالا با امواج رادیویی، به‌عنوان نوآوری در روش‌های تحویل اشاره نمود (هو و همکاران، ۲۰۱۷).

۳. نوآوری در روش‌های بازاریابی: نوآوری در روش‌های بازاریابی، شامل پیاده‌سازی روش نوینی در بازاریابی است که تغییر چشمگیری در طراحی محصول، بسته‌بندی، تبلیغات و قیمت‌گذاری را باعث شود. هدف از نوآوری در بازاریابی، شناسایی نیازهای مشتریان، گشودن بازارهای جدید یا پیدا کردن جایگاه برای محصولات شرکت در بازار موجود، با هدف افزایش فروش شرکت است. ویژگی بارز نوآوری در بازاریابی، در مقایسه با تغییرات دیگر کسب‌وکار در بازاریابی، پیاده‌سازی روشی است که تا به حال توسط شرکت انجام نشده است. روش‌های جدید بازاریابی، می‌تواند برای محصولات جدید و قدیمی بکار گرفته شود. به طور مثال، استفاده از رسانه و قرار دادن کالاها در فیلم سینمایی و برنامه‌های تلویزیونی برای اولین بار، نوعی نوآوری در روش بازاریابی محسوب می‌شود (هو و همکاران، ۲۰۱۷).

۴. نوآوری سازمانی: نوآوری سازمانی، پیاده‌سازی روش سازمانی جدید در رویه‌های کاری و یا در روابط داخلی و خارجی شرکت است. نوآوری سازمانی، می‌تواند به کمک کاهش هزینه‌های مدیریتی، افزایش رضایت شغلی (در نتیجه افزایش بهره‌وری نیروی کار)، دسترسی به دارایی‌های نامشهودی چون اطلاعات کدگذاری نشده خارجی یا کاهش هزینه‌های تأمین ورودی‌های سازمان، باعث افزایش کارایی سازمان شود. در این مورد نیز، ویژگی بارز نوآوری سازمانی نسبت به سایر تغییرات سازمانی، پیاده‌سازی روشی است که تا به حال در سازمان وجود نداشته است. به‌عنوان مثال، پیاده‌سازی مباحث توسعه و نگهداشت نیروی انسانی برای اولین بار، سیستم‌های آموزش نیروی انسانی در سازمان برای اولین بار، معرفی سیستم مدیریت تولید و مدیریت زنجیره تأمین، مهندسی کسب‌وکار، تولید ناب و سیستم مدیریت کیفیت، از نمونه‌های بارز نوآوری سازمانی محسوب می‌شوند (هو و همکاران، ۲۰۱۷).

ب) انواع نوآوری از منظر جدید بودن و تازگی:

اکنون می‌دانیم که نوآوری می‌تواند روی محصولات، فرآیندها، فعالیت‌های بازاریابی و مسائل سازمانی شرکت تأثیرگذار باشد. شما به‌عنوان یک فناور و کارآفرین استارت‌آپی، باید بدانید که نوآوری به‌تنهایی کافی نیست. شما برای موفقیت، باید هر لحظه در حال یادگیری باشید، چرا که نوآوری موفق، منوط به آگاهی مطلوب پیرامون دانش جدید مرتبط با موضوع نوآوری است (لی و همکاران، ۲۰۱۹).

بر این اساس، نوآوری را از منظر میزان جدید بودن و تازگی، می‌توان به سه دسته «نوآوری‌های تدریجی یا افزایشی»، «نوآوری‌های رادیکال یا انقلابی» و «نوآوری‌های غیرمنتظره و شگرف» تقسیم‌بندی نمود.

۱. نوآوری تدریجی «Incremental»: نوآوری تدریجی، شامل اصلاح، ارتقاء، ساده‌سازی و بهبود

محصول، خدمت، فرآیند و یا روش‌های توزیع است. قسمت عمده نوآوری‌ها در این دسته قرار می‌گیرند.

۲. نوآوری رادیکال یا انقلابی «Radical»: نوآوری انقلابی، معرفی محصول یا خدمتی جدید است

که کسب‌وکار یا صنعت جدیدی را ایجاد نموده و یا باعث یک تغییر چشمگیر در کل صنعت و ایجاد ارزش‌افزوده می‌شود (لی و همکاران، ۲۰۱۹).

۳. نوآوری مخرب یا غیرمنتظره «Breakthrough»: این نوع از نوآوری، مبتنی بر بینش علمی و

مهندسی به وجود می‌آید. مردم را شگفت‌زده می‌سازد و کاری می‌کند که بسیاری از مردم آن را غیرممکن می‌دانند. نوآوری غیرمنتظره، موجب می‌شود تا چیزی جدید خلق شود و یا نیازی که قبلاً کشف نشده است، پاسخ داده شود. این دسته از نوآوری‌ها، بسیار فراتر از آنچه صاحبان آن فکر می‌کردند، اثرگذار خواهد بود. نوآوری غیرمنتظره که آن را نوآوری مخرب نیز می‌نامند، یک صنعت جدید به وجود می‌آورد یا صنعت موجود را کاملاً دگرگون می‌کند (لی و همکاران، ۲۰۱۹).

ج) انواع نوآوری بر اساس منابع آن:

در راهنمای اسلو، منابع نوآوری به دو بخش اصلی «تحقیق و توسعه» و «غیر تحقیق و توسعه» دسته‌بندی شده است. ایده اصلی این دسته‌بندی، این است که نشان دهد لازم نیست تمام فرآیندهای نوآوری در

واحدهای تحقیق و توسعه و با همکاری سایر نهادهای پژوهشی (دانشگاه یا مؤسسات تحقیقاتی)، ایجاد یا پیاده‌سازی شوند. بسیاری از کسب‌وکارهای کوچک، با هیچ واحد تحقیق و توسعه‌ای در ارتباط نیستند. تعداد کمی از آن‌ها، واحد تحقیق و توسعه درون سازمانی دارند و در بسیاری از این واحدها، نوآوری با اتکا به مهارت و خلاقیت‌های کارکنان عملیاتی، ایجاد می‌شود (یان و همکاران، ۲۰۲۱).

د) انواع نوآوری بر اساس استراتژی:

بر اساس استراتژی اتخاذ شده از سوی شرکت، نوآوری را می‌توان به دو دسته اصلی «نوآوری باز» و «نوآوری بسته» تقسیم نمود (یان و همکاران، ۲۰۲۱).

۱. **نوآوری باز:** نوآوری باز، متشکل از استراتژی‌هایی است که کسب‌وکار می‌تواند فناوری‌های مورد نیاز خود را از منابع متعدد درونی و بیرونی به دست آورد. در این حالت، یک استراتژی تعاملی و مبتنی بر همکاری‌های تحقیقاتی، از سوی بنگاه اتخاذ می‌شود تا بتواند فناوری مدنظر خود را در پروژه‌های تحقیقاتی مشترک و یا حتی خرید آن از یک منبع خارجی، به دست آورد.

۲. **نوآوری بسته:** در این نوع از استراتژی نوآوری، به‌کارگیری باهوش‌ترین نیروی کار، برای دستیابی به فناوری‌های توسعه‌یافته بومی مدنظر قرار می‌گیرد. طبق این استراتژی، هر واحد، می‌بایست محصولات و خدمات خود را به‌صورت درون‌زا توسعه دهد و اولین بخشی باشد که آن‌ها را به بازار روانه می‌نماید. بر این اساس، واحدی که در تحقیق و توسعه هزینه نماید، در نهایت بازار را به دست می‌گیرد. این استراتژی، توصیه می‌کند که کسب‌وکار، به‌شدت در مسئله مالکیت فکری جدید داشته باشد تا در بازار رقابت و سودآوری به موفقیت برسد (یان و همکاران، ۲۰۲۱).

۲-۲-۴- نوآوری بالا به پایین و نوآوری پایین به بالا

یکی دیگر از ویژگی‌های نوآوری در سطح بنگاه که باید به آن دقت داشته باشیم، مسیر بالا به پایین یا پایین به بالا در نوآوری‌های ایجاد شده است (سلحشور و قجر بیگی، ۱۴۰۰).

نوآوری بالا به پایین^۱، این مزیت را دارد که گام‌ها و اهداف سازمانی، همراه با بودجه‌های مرتبط با آن‌ها، از سوی افراد صاحب قدرت تعیین شده و سپس، پیاده‌سازی آن‌ها بر عهده کارکنان شایسته قرار می‌گیرد. به‌نوعی می‌توان گفت که نوآوری‌های بالا به پایین، یک حالت دستورالعمل مانند داشته و افرادی که پروژه‌های نوآورانه را به پیش می‌برند، دخالتی در مسائل مالی و هدف‌گذاری‌های کلان نوآوری نخواهند داشت. برای مثال، از سوی مدیریت مشخص می‌شود که «ما به دنبال بازارهای جدید هستیم»، «ما باید بخشی از خط تولید خود را از رده خارج کنیم»، «ما باید با محصولی جدید در بخش مشخصی از بازار رقابت نماییم»، «ما باید در اتوماسیون سرمایه‌گذاری کنیم» و ...؛ چنین دستورالعمل‌هایی؛ هیچ شک و شبهه‌ای در برنامه آینده شرکت به جا نمی‌گذارد. گفتنی است، تنها محدودیت نوآوری از بالا به پایین، منابع انسانی ماهر و متخصص؛ برای اجرا و پیاده‌سازی دستورالعمل‌های تدوین شده است.

نوآوری پایین به بالا^۲ از درون سازمان نشأت می‌گیرد. در این رویکرد، نوآوری از سوی هر یک از کارکنان، در هر رده سازمانی، استقبال می‌شود. نوآوری پایین به بالا، یک میدان بزرگ و فرصتی مناسب برای نوآوران محسوب می‌شود، کسانی که متفاوت فکر می‌کنند، کسانی که بسیار سؤال می‌کنند، کسانی که از سکون و ایستا بودن فراری هستند و با دیدی متفاوت به دنبال تغییر و تکامل هستند. این افراد، در اغلب موارد، برای مدیران ارشد سازمان مشکل‌ساز بوده و در عین حال، آینده و حیات سازمان به آن‌ها پیوند خورده است. نوآوران شاغل در بدنه شرکت، با هدف اجرای ایده خود، همواره در پی ایده‌پردازی و تلاش برای متقاعدسازی مدیران هستند (یوان، ۲۰۲۲).

۲-۲-۵- مفهوم مالی شدن شرکت‌ها

با ظهور مشکل اقتصاد «از واقعی به مجازی»، برخی از محققان مفهوم «مالی‌سازی اقتصادی» را مطرح کردند (ژانگ چنگسی و ژانگ بویو، ۲۰۱۵) که به معنای مشارکت بیشتر و بیشتر بخش واقعی اقتصادی در سرمایه‌گذاری مالی است. فعالیت‌ها و درصد بیشتری از سود حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مالی به

1 . Top-Down Innovation
2 . Bottom-Up Innovation

دست می‌آمد. رفتار مالی شرکت های غیرمالی بیان خرد مالی شدن اقتصادی است. تعاریف مختلفی از مالی شدن شرکتها در داخل و خارج از کشور وجود دارد و عمدتاً از دو جنبه: نحوه انباشت سود و میزان مشارکت در بازارهای مالی. آریگی (۱۹۹۴)، کریپنر (۲۰۰۵)، وانگ هونگجیان، لی وی، تانگ تایچی (۲۰۱۶) استدلال کردند که مالی شدن شرکتها به این معنی است که شرکت ها به تدریج از تولید محصول سنتی و فعالیت‌های تجاری جدا شدند و سود آنها بیشتر به سرمایه گذاری مالی وابسته است. به این معنا که از منظر رفتار، مالی سازی شرکتی روشی است برای تخصیص منابع که در آن بنگاهها بر عملیات سرمایه تمرکز می‌کنند و روند کاهش سرمایه‌گذاری در اقتصاد واقعی و افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی (از جمله کالاهای دارای دارایی‌های سرمایه‌گذاری مانند کالاهارا ارائه می‌کنند. به عنوان املاک و مستغلات). برخی از مطالعات از این نوع رفتار تخصیص دارایی مالی به عنوان جایگزینی برای مالی سازی شرکت استفاده کرده‌اند و علل تخصیص دارایی‌های مالی شرکت را مورد مطالعه قرار داده‌اند (هو یومینگ، ۲۰۱۷) دریافتند که یک رابطه یو شکل بین دارایی های مالی غیر پولی نگهداری شده توسط شرکت‌های بورسی و نرخ بازده عملیات آنها وجود دارد (سونگ جون و لو هائو، ۲۰۱۵). از منظر نتایج، مالی سازی شرکت به این معنی است که سود شرکت بیشتر از سرمایه‌گذاری و عملیات سرمایه‌ای عملیات غیرتولیدی به دست می‌آید و به جای سود عملیاتی، افزایش سرمایه خالص را دنبال می‌کند (کای مینگرونک و رن شیچی، ۲۰۱۴).

۲-۲-۶- تاریخچه مالی شدن شرکت ها

مالی سازی به یک موضوع تحقیقاتی به طور فزاینده‌ای محبوب تبدیل شده است، یا - به عبارتی دیگر - مفهومی رو به افزایش برای چارچوب بندی طیف وسیعی از تحولات در اقتصاد و جامعه. به طور معمول، سه رشته از ادبیات متمایز می شود: ظهور یک رژیم جدید انباشت، برتری جهت گیری ارزش سهامداران و مالی شدن زندگی روزمره (وان در زوان، ۲۰۱۴). این مفهوم در اوایل دهه ۲۰۰۰ آغاز شد و پس از بحران مالی جهانی یا اقیانوس اطلس شمالی در سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۹ همه جا حاضر شد. از آنجایی که مطالعه مالی سازی نه تنها در حال رشد است، بلکه استفاده از این مفهوم نیز در حال گسترش است و می‌توان

استدلال کرد، «استعمار» حوزه‌های تحقیقاتی جدید در جایی که مکمل مفاهیم قدیمی‌تر و چارچوب‌های تفسیری است، بحث درباره ادبیات در کلیت آن قبلاً در سال ۲۰۰۹، لی و همکارانش مفهوم مالی شدن را شناسایی کرد (لی و همکاران، ۲۰۰۹). سپس آلبرز این مفاهیم مختلف را در ۱۰ موضوع اول و بعد از آن در ۷ مضمون (آلبرز، ۲۰۱۷، ۲۰۱۹) دسته بندی کرد و ما در اینجا از تعریف گسترده او که بر اساس تعریف اپستین استوار است (اپستاین، ۲۰۰۵) استفاده می کنیم، زیرا عناصر مختلف مالی شدن را در بر می گیرد. «تسلط فزاینده بازیگران مالی، بازارها، شیوه‌ها، اندازه‌گیری‌ها و روایت‌ها، در مقیاس‌های مختلف، که منجر به تحول ساختاری اقتصادها، شرکت‌ها (از جمله مؤسسات مالی)، دولت‌ها و خانوارها می‌شود» (آلبرز، ۲۰۱۹). بعد شرکتی مالی شدن توجه فزاینده‌ای از سوی محققان در پی بحران مالی جهانی و اخیراً بحران مداوم ناشی از همه گیری کووید-۱۹ به خود جلب کرده است (بیکر و همکاران، ۲۰۲۰). تعدادی از مطالعات تجربی با انگیزه کمک‌های مالی، حساب‌ها و ترازنامه‌های منفجر شده، نه تنها بانک‌ها، بلکه همچنین شرکت‌های غیرمالی، با استفاده از طیف وسیعی از منابع برای پاسخگویی به مجموعه‌ای از سؤالات از دیدگاه‌های مختلف، به مالیه‌سازی شرکت‌ها پرداخته‌اند. استفاده از چندین شاخص برای اکثر این مطالعات، اثبات اینکه مالی‌سازی به نوعی صورت گرفته است، تنها اولین قدم برای بررسی تأثیر آن بر سایر پدیده‌های اجتماعی-اقتصادی بود. موضوعات برجسته شامل رفتار سرمایه گذاری شرکتی، بی ثباتی اقتصاد کلان و نابرابری اجتماعی است.

بسیاری از ادبیات موجود اطلاعات کمی از سازمان فضایی ذاتی و تعبیه جغرافیایی شرکت‌ها (کلارک و ریگلی، ۱۹۹۷؛ فرنچ و همکاران، ۲۰۱۱) یا موقعیت آنها در بازارهای محصول خاص نشان می دهد (فرود و همکاران، ۲۰۰۶). بسیاری از مطالعات نه تنها بر تعداد انگشت شماری از کشورهای پردرآمد - به ویژه ایالات متحده - تمرکز دارند، بلکه ویژگی‌های مکانی شرکت‌ها از شاخص‌های مالی‌سازی شرکت‌ها را نیز مورد مطالعه قرار نمی‌دهند. ما تصدیق می‌کنیم که فرآیندهایی که توضیح می‌دهیم را می‌توان با مجموعه‌های مختلفی از مفاهیم، از جمله جهانی‌سازی، شرکت‌سازی، و غیره ارزیابی کرد، و ادعا نمی‌کنیم که مالی‌سازی علت تغییراتی است که مشاهده می‌کنیم. بلکه مشاهده می‌کنیم که چگونه مالی شدن

شرکت به عنوان یک پدیده تجربی مورد مطالعه قرار گرفته است. در واقع، ما استدلال می‌کنیم که اگر می‌خواهیم به درستی بفهمیم که شاخص‌های مالی‌سازی چه چیزی می‌توانند - و نمی‌توانند - به ما بگویند، پیوند دادن تحقیقات تجربی و کمی جهت‌دار با استدلال‌های گسترده‌تر تولید و توزیع جهانی شده ضروری است (کریستوفرز، ۲۰۱۲). این به معنای ارزیابی انتقادی حساب‌های مالی تلفیقی شرکت‌های چندملیتی است که ردپای فضایی پیچیده شرکت‌ها، از جمله جریان‌های مالی درون گروهی و انتقال سود، را در حساب‌های مالی یک واحد تجاری فشرده می‌کند. این مرحله که اساساً «جعبه سیاه» شرکت‌های چند ملیتی را باز می‌کند، به دلیل فقدان مجموعه داده‌های قابل مقایسه با مشکل مواجه می‌شود.

اخیراً، دیویس (۲۰۱۸) " رویکرد دارایی محور " رویکرد محققان قبلی را به چیزی که می‌توان آن را " رویکرد دارایی و بدهی محور " نامید، اصلاح کرد. دیویس (۲۰۱۶) با تجزیه داده‌های سطح شرکت ایالات متحده تا سال ۲۰۱۴، دسته «دارایی‌های مالی» را به چهار جزء جامع تقسیم کرد: سرمایه‌گذاری‌های نقدی و کوتاه‌مدت، دریافتنی‌های جاری، سرمایه‌گذاری‌ها و پیش پرداخت‌ها، و «سایر» دارایی‌های مالی. مطالعه او نتایج مشابهی از افزایش دارایی‌های مالی به دست آورد که تا حد زیادی به دلیل افزایش ذخایر پول نقد (برای شرکت‌های کوچکتر) و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت «سایر» (برای شرکت‌های بزرگ‌تر) است. دارایی‌های نقدی به‌ویژه در میان آن دسته از شرکت‌های غیرمالی‌ای که احتمال بیشتری برای «تخلیه وجه نقد» به سهامداران و کسب درآمد بهره بالاتر داشتند، بالا بود (دیویس، ۲۰۱۸). با این حال، این رابطه بین دارایی‌های نقدی و درآمد مالی اخیراً توسط رابینوویچ و آرتیکا (۲۰۲۰) که شرکت‌های آمریکای جنوبی را بررسی کردند، زیر سوال رفت. فراتر از دارایی‌های نقدی، دیویس (۲۰۱۶، ص ۱۲۸) «انشعاب در اکتساب بدهی» را برجسته کرد که بر اساس آن شرکت‌های بزرگ‌تر اهرم خود را همراه با تملک دارایی‌های مالی افزایش دادند در حالی که شرکت‌های کوچک‌تر اهرم‌زدایی کردند.

۲-۲-۷- عوامل مالی شدن شرکت ها

سال های اخیر شاهد رونق تحقیقات آکادمیک در زمینه مالی شرکت ها بوده است. با مرور ادبیات موجود در خارج از کشور، دیدگاه محققان غربی در مورد علل مالی شدن شرکت ها را می توان به سه دسته تقسیم کرد: بحران سود واقعی اقتصاد، مدل حاکمیت شرکتی و تغییر ارزش سهامداران و استثمار طبقاتی

- **بحران سود واقعی اقتصاد:** بحران سود تحت رقابت شدید فزاینده و عملیات دشوار فزاینده، بازدهی بالای بازارهای مالی، شرکت ها را به سمت افزایش سرمایه گذاری مالی سوق می دهد. تحقیقات محققانی مانند اورهنگازی (۲۰۰۶) و کریپنر (۲۰۰۸) استدلال می کنند که کاهش نرخ سود اقتصاد واقعی علت مستقیم مالی سازی شرکت های غیرمالی است. " در مواجهه با کاهش بازگشت سرمایه، شرکت های غیرمالی باید سرمایه را از بخش تولید به بازار مالی منتقل کنند. دمیر (۲۰۰۹) معتقد است که بین کاهش حاشیه سود صنایع سنتی و مالی شدن اقتصادی رابطه علی وجود دارد. زمانی که سود صنایع تولیدی سنتی وارد محدوده نزولی می شود، ماهیت «به حداکثر رساندن سود» باعث می شود سودآوری سرمایه به تدریج به سمت کانال های دیگر برای به دست آوردن حاشیه سود بالاتر سوق پیدا کند، که به نوبه خود تمرکز شرکت ها را از تولید کالایی به فعالیت های مالی تغییر می دهد.

- **تغییرات در مدل های حاکمیت شرکتی و ارزش سهامداران:** کروتی (۲۰۰۵) معتقد است که تحت مفهوم سرمایه گذاری شرکتی که بر بازده کوتاه مدت تاکید دارد، مدیران به طور فزاینده ای کوتاه مدت و مالی می شوند. مدل حاکمیت شرکتی از تمرکز بر رشد بلندمدت به تاکید بر افزایش سرمایه کوتاه مدت تغییر می کند که در نهایت منجر به تمرکز تدریجی درآمد شرکت های غیرمالی در بازار مالی می شود. لازونیک (۲۰۱۰، ۲۰۱۱) مالی شدن اقتصادی را از دیدگاه مدل حاکمیت شرکتی و تغییر ارزش سهامداران تفسیر می کند. او دریافت که مفهوم به حداکثر رساندن ارزش سهامداران عامل مهمی در ترویج مالی شدن شرکت های غیرمالی در ایالات متحده است. این

تغییرات در روش‌ها و مفاهیم حاکمیتی، شرکت‌های غیرمالی را بیشتر به بازارهای مالی وابسته می‌کند و درجه مالی شدن عمیق‌تر می‌شود.

• **تشدید استثمار طبقاتی:** محققان چپ به نمایندگی هادسون (۲۰۱۰) مالی شدن شرکت‌های

غیرمالی را به گسترش سرمایه مالی و تعمیق غارت و بهره‌برداری از آن نسبت می‌دهند. محافل دانشگاهی غربی توانایی محدودی برای تعمیم و توضیح علل مالی شدن شرکت‌ها دارند. برای دیدگاه بحران سود دشوار است که توضیح دهد که شرکت‌های بزرگی که حاشیه سود بالایی دارند نیز تمایل به مالی شدن دارند. دیدگاه تغییر حاکمیت شرکتی تنها با داده‌های شرکت‌های بورسی قابل پشتیبانی است. این دیدگاه که استثمار طبقاتی مستلزم بحث در مورد تفاوت بین استثمار سرمایه مالی و سایر اشکال استثمار است، در حالی که هنوز در محافل دانشگاهی غربی توضیح قانع‌کننده‌ای وجود ندارد، دیدگاه‌های محققان داخلی در مورد علل مالی‌سازی شرکت‌ها را می‌توان تقریباً در دو جنبه خلاصه کرد: انگیزه‌های ذخیره سرمایه و انگیزه‌های آربیتراژ سرمایه

الف) انگیزه ذخیره سرمایه: طبق نظریه پس‌انداز پیشگیرانه کین (۱۹۳۶)، دارایی‌های مالی نقدشوندگی بیشتری نسبت به دارایی‌های ثابت دارند. زمانی که بنگاه‌ها با مشکلات مالی مواجه می‌شوند، شرکت‌ها می‌توانند به سرعت نقدینگی را با فروش دارایی‌های مالی به دست آورند و در نتیجه فشار مالی شرکت‌ها را کاهش دهند. از سوی دیگر، زمانی که بنگاه‌ها بر این باورند که در آینده با عدم قطعیت‌های اقتصاد کلان یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری بالقوه مواجه خواهند شد، ترجیح می‌دهند دارایی‌های نقدشونده بیشتری مانند دارایی‌های مالی را برای سرمایه‌گذاری بهتر در اقتصاد واقعی نگهداری کنند. این انگیزه تخصیص دارایی مالی، اقدامی برای «آماده شدن برای یک روز بارانی» است، مانند کاهش ناراحتی مالی (هو یومینگ، وانگ ژوتینگ، ژانگ وی، ۲۰۱۷) کاهش سرمایه‌گذاری کم (وانگ هونگجیان (۲۰۱۷) ریسک قیمت، پوشش و ریسک نرخ ارز.

ب) انگیزه‌های آربیتراژ سرمایه: انگیزه‌های آربیتراژ سرمایه به این تمایل اشاره دارد که شرکت‌های واقعی بیشتر و بیشتر در زمینه‌های مالی و املاک و مستغلات درگیر می‌شوند و دارایی‌های مالی بیش از

حد را تخصیص می‌دهند تا بازدهی بالاتری نسبت به سرمایه‌گذاری اصلی کسب کنند. از زمان بحران مالی در سال ۲۰۰۸، اقتصاد واقعی چین در یک وضعیت رکود مداوم بوده است. افزایش هزینه‌های نیروی کار، ظرفیت مازاد، مالیات‌های دست و پا گیر و سایر عوامل فضای سود اقتصاد واقعی را تحت فشار قرار داده است و بازده سرمایه‌گذاری در اقتصاد واقعی رو به کاهش بوده است. در عین حال، بازده سرمایه‌گذاری مالی همچنان در حال افزایش است. در بحبوحه رکود در اقتصاد واقعی، دولت مکرراً سیاست‌های پولی ضعیفی را اعمال کرده است. نقدینگی مازاد کلان به بازار سرمایه و بازار املاک سرازیر شده و باعث ایجاد حباب قیمت‌داری و حباب قیمت ملک شده است. رونق متناوب بازار سهام و بازار املاک و مستغلات باعث سود بیشتر سرمایه‌گذاری مالی شده است. در مواجهه با تفاوت نرخ سود بین سرمایه‌گذاری در اقتصاد واقعی و سرمایه‌گذاری مالی، شرکت‌ها سرمایه‌گذاری مالی را برای به حداکثر رساندن سود انتخاب می‌کنند (وانگ و هونگجیان، ۲۰۱۶).

۲-۲-۸- پیامدهای اقتصادی مالی شدن شرکت‌ها

انگیزه‌های مالی مختلفی پیامدهای اقتصادی متفاوتی دارند. مطالعه تأثیر مالی‌سازی شرکت‌ها با انگیزه‌های مختلف می‌تواند به روشن شدن مکانیسم مالی‌سازی شرکت‌ها و پیشنهاد اقدامات متمایزکننده برای انواع مختلف مالی‌سازی کمک کند. با مرور ادبیات موجود، می‌توان تأثیر مالی‌سازی شرکت‌ها را به دو دسته تقسیم کرد: اثر «مخزن» و اثر «ازدحام کردن»

اثر "مخزن"^۱: هنگامی که شرکت به دلیل انگیزه ذخیره سرمایه، مالی می‌شود، این رفتار تخصیص‌داری مالی منجر به افزایش نقدینگی‌داری و کاهش محدودیت‌های تامین مالی شرکت‌ها می‌شود (دینگ، ۲۰۱۳) و کمک به شرکت‌ها برای رهایی از مشکلات مالی (دنيس و سیبیلکوف، ۲۰۱۰). بعلاوه، با نگهداری برخی از ابزارهای مالی با توابع ریسک متنوع، مانند معاملات آتی کالا و گزینه‌های ارز خارجی، شرکت‌ها می‌توانند نوسانات قیمت مواد خام و نوسانات نرخ ارز را پوشش دهند، ریسک‌های تجاری را متنوع کنند و

1. Reservoir Effect

عملکرد شرکت را بهبود بخشند که یک اثر "مخزن" ایجاد می‌کند و تأثیر مثبتی بر توسعه آینده بنگاه‌ها دارد (دمیر، ۲۰۱۱).

اثر "ازدحام کردن"^۱: برخی از محققان از منظر رابطه جایگزین بین تخصیص دارایی مالی و تخصیص دارایی عملیاتی، نگرش منفی نسبت به مالی شدن شرکت دارند. بر اساس تئوری تخصیص منابع، زمانی که بازده کانال مالی بالاتر از کانال عملیاتی باشد، بهره‌مدیران را به سمت تغییر ترتیب سرمایه‌گذاری سوق می‌دهد، تعداد تخصیص دارایی‌های مالی افزایش می‌یابد و سرمایه‌گذاری دارایی ثابت کاهش می‌یابد (توری و اوناران، ۲۰۱۷) و نرخ سرمایه‌گذاری صنعتی نیز به ترتیب کاهش می‌یابد. به این اثر «ازدحام کردن» می‌گویند (اورهنگازی، ۲۰۰۸؛ دیویس، ۲۰۱۳). از سوی دیگر، مالی‌سازی شرکت‌های غیرمالی باعث افزایش سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی و ترویج خرید مجدد سهام شرکت‌ها می‌شود و در نتیجه سرمایه‌گذاری صنعتی را مهار می‌کند (ژانگ چنگسی و ژانگ بویو، ۲۰۱۶). در عین حال، با توجه به ریسک‌های بالاتر در بخش املاک و مستغلات مالی و سرمایه‌گذاری، دارایی‌های مالی دارای "اثر سرایت ریسک" هستند. علاوه بر این، تحت تأثیر ریسک‌هایی مانند نرخ بهره، نرخ ارز و نظارت بر سیاست، درآمد محصولات مدیریت ثروت مالی نامشخص است و احتمال ضرر زیاد است و این خطرات احتمالاً به واحد تجاری منتقل می‌شود. هرچه درجه مالی‌سازی شرکت‌ها بالاتر باشد، ریسک مالی شرکت‌ها بیشتر است (هوانگ شیان‌هوان، وو کیوشنگ، وانگ یائو، ۲۰۱۸). علاوه بر این، به دلیل انگیزه‌های سودجویی، شرکت‌ها تمایل دارند اهرمی را به آربیتراژ بین صنعتی اضافه کنند بنابراین مالی‌سازی بیش از حد باعث تشدید صنعتی‌زدایی شده، توسعه تولید را تضعیف می‌کند و سرمایه‌گذاری در نوآوری شرکت را تحت فشار قرار می‌دهد (وانگ هونگجیان، کائو یوچیانگ، یانگ چینگ، یانگ ژنگ، ۲۰۱۷) و توسعه عملکرد آینده شرکت‌ها را ممنوع می‌کند (دو یونگ، ژانگ هوان، چن جیانینگ، ۲۰۱۷).

۲-۲-۹- سنجش مالی شدن شرکت‌ها

• اندازه‌گیری بر اساس صورت‌های مالی

با توجه به تعریف مالی شرکت، درجه مالی شرکت را می‌توان از دو جنبه اندازه‌گیری کرد: دارایی‌ها و سود.

1. Crowding out Effect

به طور کلی، هرچه درجه مالی شرکت بالاتر باشد، نسبت دارایی های مالی نگهداری شده در کل دارایی ها بیشتر است و نسبت درآمد حاصل از سرمایه گذاری مالی به کل سود بیشتر است. بنابراین درجه مالی شدن دارایی ها را می توان با نسبت دارایی های مالی در صورت های مالی به کل دارایی ها و درجه مالی شدن سود را با نسبت درآمد مالی به سود عملیاتی جاری اندازه گیری کرد. فرمول به شرح روابط زیر است:

$$\text{رابطه ۱-۲)} \quad \text{درجه مالی شرکت (دارایی ها)} = \frac{\text{دارایی های مالی}}{\text{کل دارایی ها}}$$

$$\text{رابطه ۲-۲)} \quad \text{درجه مالی شرکت (سود)} = \frac{\text{سود مالی}}{\text{سود کل}}$$

تحقیقات داخلی و خارجی در مورد تعریف فرمول (تعریف دارایی های مالی و سود مالی) بحث برانگیز است. دمیر (۲۰۰۹) از پول نقد، سرمایه گذاری های کوتاه مدت و سایر سرمایه گذاری های شرکتی به عنوان معیاری برای دارایی های مالی شرکت استفاده کرد. لیو و همکاران (۲۰۱۴) املاک سرمایه گذاری را در محدوده اندازه گیری دارایی های مالی شرکت ها قرار دادند. علاوه بر این، تجارت بانکداری سایه در سال های اخیر به سرعت توسعه یافته است، اما هیچ قانون حسابداری واحدی وجود ندارد و وام های امانی، محصولاتی مانند وام های امانی و مدیریت ثروت بانکی در سایر مطالبات و سایر دارایی های نقدی لحاظ شده است که در گذشته مورد بحث قرار نگرفته است. سونگ جون و لو شین (۲۰۱۵) از چارچوب مالی پنمن و نیسیم (۲۰۰۱) استفاده کردند و دارایی های مالی معاملات، دارایی های مالی مشتقه، سرمایه گذاری کوتاه مدت خالص، دارایی های مالی در دسترس برای فروش، سرمایه گذاری های نگهداری شده تا سررسید، خالص بدهی بلند مدت سرمایه گذاری؛ وام های سپرده شده، محصولات مدیریت ثروت و سرمایه گذاری محصول اعتماد در جزئیات دارایی های نقدی؛ سرمایه گذاری موجودی املاک و مستغلات؛ سرمایه گذاری بلند مدت سهام به عنوان دارایی مالی این تحقیق سه نقص فوق را برطرف کرد. با توجه به انحراف تعریف دامنه دارایی های مالی، اندازه گیری درآمد مالی نیز متفاوت است. در میان آنها، استوک هامر (۲۰۰۴) سود و سود سهام را در نظر می گیرد و لیو وی، شنگ هونگ کینگ، ما یان (۲۰۱۴) درآمد مالی را به عنوان

درآمد خالص سرمایه‌گذاری پس از کسر درآمد سرمایه‌گذاری مشترک و سرمایه‌گذاری مشترک تعریف می‌کند. سونگ جون، لو هائو (۲۰۱۵) شامل درآمد بهره در هزینه‌های مالی، بخش‌های مالی مرتبط با درآمد سرمایه‌گذاری، دارایی‌های مالی معامله‌ای، تغییرات مالی معاملاتی در ارزش منصفانه بدهی‌ها و دارایی‌های سرمایه‌گذاری به درآمد مالی است. در واقع، دارایی‌ها و سود دو روی یک سکه هستند که ساختار فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را منعکس می‌کنند. تفاوت در این است که امور مالی شرکتی که توسط دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود می‌تواند به طور عینی اراده ذهنی شرکت‌ها را منعکس کند، در حالی که امور مالی شرکت اندازه‌گیری شده با سود شامل عوامل دیگری مانند قیمت بازار و ریسک است. زمانی که سرمایه‌گذار منطقی باشد و نوسانات قیمت بازار اندک باشد، این دو معیار نسبتاً سازگار هستند. با این حال، اگر سرمایه‌گذار نسبتاً غیرمنطقی باشد، یا اگر قیمت بازار مالی نوسانات زیادی داشته باشد و عدم اطمینان کلان اقتصادی قوی باشد، در این صورت، مالی‌سازی اندازه‌گیری شده توسط سود توسط عوامل کلان و عوامل بازار تداخل پیدا می‌کند و نمی‌تواند تمایل واقعی سرمایه‌گذاری مالی را منعکس کند. به درستی علاوه بر این، با توجه به اینکه جریان نقدی می‌تواند سود واقعی شرکت‌ها را با دقت بیشتری نسبت به سود دفتری منعکس کند، کریپنر (۲۰۰۵) از ساختار جریان نقدی برای اندازه‌گیری مالی شدن شرکت استفاده می‌کند. به طور خاص، او از مجموع درآمد بهره، درآمد سهام و سود سرمایه شرکت‌های غیرمالی به عنوان جریان نقدی درآمد سرمایه‌گذاری مالی و از مجموع سود عملیاتی و استهلاک دارایی‌های ثابت امسال به عنوان جریان نقدی سرمایه‌گذاری مولد استفاده می‌کند و سپس استفاده از نسبت جریان‌های نقدی ورودی از سرمایه‌گذاری‌های مالی به جریان‌های نقدی ورودی از سرمایه‌گذاری‌های مولد می‌تواند درجه تامین مالی شرکت را اندازه‌گیری کند.

• اندازه‌گیری بر اساس همبستگی بین دارایی و بدهی

اندازه‌گیری مالی‌سازی فوق‌الذکر مستقیماً از داده‌های تفصیلی ترازنامه و صورت سود و زیان استفاده می‌کند، اما فقط برای شرکت پذیرفته شده در بورس اعمال می‌شود. به منظور شناسایی گسترده‌تر مالی‌سازی

شرکت، وانگ یونگ کین، لیو زیهان، لی وی (۲۰۱۵) از همبستگی بین دارایی‌های مالی و بدهی‌های مالی برای شناسایی مالی‌سازی شرکت استفاده کردند. مبنای نظری این روش از تئوری اولویت تامین مالی سرچشمه می‌گیرد (مایرز، ۱۹۸۴). به این معنا که در صورت داشتن تقاضای سرمایه‌گذاری، شرکت‌های غیرمالی به تامین مالی داخلی کم‌هزینه در مقایسه با تامین مالی خارجی اولویت می‌دهند. به طور خاص، شرکت‌های غیرمالی ابتدا دارایی‌های مالی مانند وجه نقد و معادل‌های نقدی را کاهش می‌دهند و دارایی‌های غیر مالی بلندمدت را خریداری می‌کنند. هنگامی که دارایی‌های مالی به دارایی‌های غیر مالی بلندمدت تبدیل می‌شوند، اگر نیازهای سرمایه‌گذاری هنوز به طور کامل برآورده نشود، شرکت‌های غیرمالی وجوه خارجی را قرض می‌کنند، بنابراین بدهی‌های مالی افزایش می‌یابد. دارایی‌های مالی و بدهی‌های مالی در جهت مخالف تغییر می‌کنند. وقتی یک شرکت وجوه بانکی را قرض می‌کند و به سرمایه‌گذاری مالی می‌پردازد، هم بدهی‌های مالی و هم دارایی‌های مالی افزایش می‌یابند و در یک جهت تغییر می‌کنند. بنابراین، با توجه به همبستگی بین تغییرات دارایی‌های مالی و بدهی‌های مالی، می‌توان رفتار مالی‌سازی شرکت را شناسایی کرد. این روش به یکپارچگی داده‌های گزارش محدود نمی‌شود و می‌تواند به طور گسترده برای شرکت‌های غیر بورسی اعمال شود (هادسون، ۲۰۱۰).

۲-۲-۱۰- محدودیت های مالی

برای تقسیم بندی شرکت از نظر محدودیت های تامین مالی، ابتدا باید محدودیت های مالی را تعریف نمود. اصطلاح محدودیت مالی به عدم توانایی در تامین وجوه برای سرمایه گذاری دارد که ناشی از شرایط بد اعتباری و عدم توانایی در گرفتن وام، یا عدم توانایی در انتشار سهام جدید، یا وجود دارایی های غیر نقد شونده می باشد (دلوری پور، ۱۳۹۰). اما یکی از کامل ترین و صریح ترین تعریف در این مورد، این است که شرکت ها زمانی در محدوده تامین مالی هستند که بین هزینه های داخلی و هزینه های خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف رو به رو هستند و دارای دسترسی پایین و پرهزینه به منابع تامین مالی خارجی هستند (انکوپیست و همکاران، ۲۰۱۱). از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تامین مالی داخلی

و خارجی ، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را می توان نام برد . در حالت وجود عدم تقارن اطلاعاتی ، سرمایه گذاران ، اطلاعات چندانی در مورد وضعیت پروژه های سرمایه ای شرکت ها ندارند و به طور مثال افراد درون سازمانی دارای اطلاعات جزئی تری راجع به تصمیمات استراتژیک سازمان بوده. بنابراین، برای سرمایه گذاری در چنین شرکت هایی، نرخ بازده بالاتری را طلب می کنند. مشکلات نمایندگی ناشی از جداسازی مالکیت و کنترل است. منافع مدیران نمی تواند کاملاً سازگار با منافع سهامداران بوده و مدیران به افزایش اندازه شرکت تمایل دارند و این موضوع باعث بروز بی اعتمادی بین مدیران شرکت و سرمایه گذاران می شود. در این حالت سرمایه گذاران نرخ بازده بالاتری را برای تامین مالی پروژه های سرمایه گذاری شرکت مطالبه می کنند. (عربصالحی و اشرفی، ۱۳۹۰). در نهایت این عدم تقارن اطلاعاتی می تواند شرکت ها را به سمت سرمایه گذاری حداقل سوق دهد. مشکلات نمایندگی می تواند از رابطه مدیران - سهامداران فراتر رفته و رابطه شرکت و اعتبار دهندگان را نیز در برگیرد. مدیران به منظور ایجاد ارزش برای سهامداران می توانند برای سرمایه گذاری در پروژه های پر ریسکی که مورد قبول اعتبار دهندگان نیست انگیزه داشته باشند. این گونه سرمایه گذاری های پر ریسک موجه انتقال ارزش از اعتبار دهندگان به سهامداران می گردد. زیرا سهامداران هیچگونه سودی که از محل این سرمایه گذاری ها ایجاد می شود را به اعتبار دهندگان پرداخت نکرده. در حالیکه اعتبار دهندگان قسمتی از ریسک ورشکستگی و ناتوانی مالی شرکت را تحمل می کنند. (کاشانی پور و نقی نژاد ، ۱۳۸۸).

۲-۱۱-۲ مدل های اندازه گیری محدودیت مالی

برای اینکه متوجه شویم شرکتی دارای محدودیت مالی یا بدون محدودیت مالی است از شاخص KZ . $KZ_{ir}WW_{ir}$ استفاده خواهد شد. بدین ترتیب که با استفاده از فرمول های هر یک از شاخص ها برای هر شرکت یک عدد محاسبه گردید. سپس میانه تمام شرکت ها را محاسبه کرده و شرکت هایی که بالاتر از میانه ی هر یک از شاخص ها باشند دارای محدودیت مالی و شرکت هایی که پایین تر از میانه ی شاخص های فوق باشند جز شرکت های بدون محدودیت تلقی خواهند شد.

۱-مدل KZ¹

معیار محدودیت مالی است که در سال ۱۹۹۸ توسط کاپلان و زینگالس ارائه شده است و به صورت زیر قابل محاسبه است :

$$KZ = -1.002 \times \left(\frac{Cash\ flow_{i,t}}{Total\ Assets_{i,t}} \right) + 0.283 \times \frac{M_{i,t}}{B_{i,t}} + 3.139 \times \left(\frac{Debt_{i,t}}{Total\ Capital_{i,t}} \right) - 39.368 \times \left(\frac{DIV_{i,t}}{Total\ Assets_{i,t}} \right) - 1.315 \left(\frac{Cash\ Holding_{i,t}}{Total\ Assets_{i,t}} \right)$$

۲-مدل KZ_{ir}

راعی و حصارزاده در سال ۱۳۸۸ مدل کاپلان و زینگالس را با توجه به مختصات ایران ارائه نمودند که به صورت زیر می باشد:

$$KZ_{IR} = 17.330 - 37.486 C - 15.216 DIV + 3.394 LEV - 1.40 Q$$

جدول (۲-۲) متغیرهای شاخص کاپلان و زینگالس

C	نسبت وجه نقد به کل دارایی ها.
DIV	نسبت سود تقسیمی که از تقسیم DPS بر EPS بدست می آید.
LEV	نسبت کل بدهی به کل دارایی ها
Q	نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی ها به ارزش دفتری دارایی ها

۳-مدل WW_{ir}

شاخص WW که وایت و وو در سال ۲۰۰۶ برای اندازه گیری محدودیت در تامین مالی معرفی نموده اند که ابراهیم کردلر و همکاران در سال ۱۳۸۷ آن را در مدل زیر بومی ساخته اند :

$$WW_{IR} = 80.04 - 5.182 CFO - 0.106 DIV + 5.112 LEV - 0.662 SIZE$$

جدول (۳-۲) متغیرهای شاخص وایت و وو

WW	مقدار محدودیت در تامین مالی.
CFO	جریان نقد حاصل از عملیات که بر کل دارایی ها در انتهای دوره تقسیم شده است.
DIV	نسبت سود تقسیمی که از تقسیم DPS بر EPS بدست می آید.
LEV	نسبت کل بدهی به کل دارایی ها.
SIZE	لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها.

۲-۲-۱۱- معیار های وجود محدودیت های مالی

به منظور تفکیک شرکت ها به دو گروه شرکت های با محدودیت مالی و گروه شرکت های فاقد محدودیت مالی به معیار مناسبی نیاز است. تعیین اینکه چه شرکتی واقعا دارای محدودیت مالی بوده و چه شرکتی دارای محدودیت مالی نیست، کاری بسیار پر مخاطره و دشوار است. لذا به منظور تفکیک شرکت ها به گروه شرکت های با محدودیت مالی و گروه شرکت های بدون محدودیت مالی نیازمند داشتن معیار هستیم.

جدول (۲-۳) معیارهای وجود محدودیت مالی

ردیف	عنوان	شرح
۱	عمر شرکت	شرکت های با سابقه، شهرت بسزایی در بازار دارند و همین امر موجب تسهیل دسترسی شرکت ها به تامین مالی خارجی می شود، زیرا ارتباط آنها با اعتبار دهندگان با گذشت زمان مستحکم شده است. همچنین، معمولا بین عمر و اندازه شرکت، ارتباط مثبتی وجود دارد و شرکت های جوان و نوپا دارای ریسک بالاتر و شفافیت اطلاعاتی کمتری هستند. بنابراین، می توان انتظار داشت که شرکت های تازه تاسیس در جذب منابع مالی خارجی با توفیق کمتری مواجه باشند. به عبارت دیگر شرکت های با عمر بالا به دلیل وضعیت اعتباری بهتر و دسترسی سریعتر و آسان تر به اطلاعات، از محدودیت کمتری برخوردار هستند (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹).
۲	گروه های تجاری	شرکت هایی که عضو گروه های تجاری هستند از امتیازات زیادتر نسبت به شرکت هایی که عضو گروه تجاری نباشند، برخوردارند. برای مثال، در تامین مالی شرکت هایی که عضو گروه تجاری هستند نسبت به شرکت هایی که عضو گروه تجاری نیستند با مشکلات کمتری مواجه هستند. در صورتی که شرکتی به یک گروه تجاری وابسته باشد، احتمال پایداری وجود دارد که با محدودیت های مالی مواجه گردد. استدلال می شود در مواقعی که یکی از اعضای گروه با محدودیت مالی مواجه شود، سایر اعضای گروه به عضو دارای محدودیت مالی کمک می نمایند و بدین ترتیب اثر محدودیت های مالی کاهش می یابد (ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶).

۳	اندازه شرکت	<p>استدلال شده است که شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی بیشتری هستند . شرکت های کوچک دارای شفافیت اطلاعاتی پایین تر و همچنین شرکت های بزرگتر دارای سهامداران سازمانی (حقوقی) بزرگی بوده که نظارت دقیق تر و با کیفیت تری بر مدیران داشته و مشکلات نمایندگی را به حداقل ممکن می رسانند . در نتیجه شرکت های کوچک نسبت به شرکت های بزرگ دارای هزینه های بالاتر تامین مالی خارجی و دسترسی محدودتر به بازارهای سرمایه می باشند. اندازه شرکت همچنین می تواند بیانگر توانایی مدیریت و کیفیت طرح های حسابداری باشد (علی نژادساروکلائی و آیین ،۱۳۹۳).</p>
۴	اهرم مالی	<p>یک شرکت با توجه به منابع مناسب خود اقدام به سرمایه گذاری می نماید و اگر این منابع کافی نباشد شرکت می تواند قرض بگیرد ، لذا افزایش حجم بدهی منجر به خود مختاری مدیر می شود. با توجه به اینکه استقراض از خروج ذخایر نقدی داخلی جلوگیری می کند، می توان آن را نوعی ذخایر نقدی منفی به حساب آورد . از طرف دیگر، شرکتی که مقدار زیادی از منابع مورد نیاز خود را از طریق استقراض تامین نموده باشد، در جذب منابع جدید به این شیوه دچار مشکل می شود، زیرا هرچه میزان استقراض شرکتی بالا برود، ریسک ورشکستگی آن شرکت افزایش می یابد. بنابراین انتظار می رود شرکت های با اهرم مالی بالا ، مشکلات بیشتری در تامین وجوه خارجی داشته باشند و نسبت به شرکت های با نسبت های اهرمی پایین تر، با محدودیت های مالی بیشتری مواجه باشند .</p>
۵	نسبت سود تقسیمی	<p>شرکت هایی که سود سهام تقسیم می نمایند نسبت به شرکت هایی که سود سهام تقسیم نمی کنند احتمال پایین تری دارند که با محدودیت های مالی مواجه شوند(کاشانی پور و نقی نژاد،۱۳۸۸) زیرا زمانی که توانایی آنها در دسترسی به تامین مالی خارجی کاهش یابد ، می توانند پرداخت سود سهام را متوقف نمایند . لیکن این معیار باید با احتیاط استفاده شود ، زیرا قطع پرداخت سود سهام به منظور حفظ نقدینگی بر ارزش سهام شرکت در بازار می تواند اثر منفی داشته باشد (ارسلان و همکاران ،۲۰۰۶). قطع سود تقسیمی موجب کاهش شهرت شرکت در بین سرمایه گذاران برون سازمانی گردیده و همین امر به نوبه خود موجب مشکل تر شدن تامین مالی خارجی می گردد(ازکان ،۲۰۰۴) . شرکت هایی که کمترین سود سهام را پرداخت می کنند به احتمال بیشتری با مشکلات اطلاعاتی و کمبود نقدینگی مواجه هستند و بنابراین بیشتر به تامین مالی داخلی وابسته اند (مشایخ و باقری ، ۱۳۹۴).</p>

شرکت های با محدودیت مالی، با افزایش در جریان های نقدی، تمایل بالاتری دارند که وجه نقد بیشتری را نسبت به شرکت های بدون محدودیت مالی نگهداری کنند.	سطح نگهداری وجه نقد	۶
ساختار مالکیت نیز می تواند بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان های نقدی تاثیر بگذارد. نظارت کارآمد سهامداران بزرگ می تواند اختیارات بیش از اندازه مدیریت و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه، حساسیت سرمایه گذاری را به جریان های نقدی، کاهش دهد. (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۸۹).	ساختار مالکیت	۷

۲-۲-۱۳- دو دیدگاه مختلف درباره وجود محدودیت مالی

دیدگاه اول: براساس نظریه فازاری، هوبارد و پترسون (۱۹۸۸) حساسیت جریان وجوه نقد نسبت به سرمایه گذاری، دلیل عمده محدودیت های تامین مالی است. این گروه در مطالعات خود به این نتیجه رسیدند که سرمایه گذاری در شرکت ها نسبت به جریان وجوه نقد عملیاتی، حساسیت نشان می دهد. طبق نظریه این گروه شرکت هایی که از محدودیت مالی کمتری برخوردار هستند، حساسیت بیشتری نسبت به جریان های نقدی ناشی از سرمایه گذاری نشان می دهند.

دیدگاه دوم: کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷) نظریه فازاری، هوبارد و پترسون را با استفاده ۴۹ شرکت با قابلیت پرداخت سود پایین آزمون کردند و در پی پاسخ به این پرسش بودند که آیا این مطلب درست است که میزان حساسیت جریان های نقدی ناشی از سرمایه گذاری در شرکت ها معیار مناسبی برای تشخیص شرکت های با محدودیت مالی است؟ در نهایت آنها نظریه فوق را رد کرده، بیان می کنند که حساسیت جریان وجوه نقد عملیاتی نسبت به سرمایه گذاری، معیار مناسبی برای اندازه گیری میزان محدودیت های مالی شرکت ها نیست، و بنابراین خودشان معیارهای جدیدی را برای تقسیم بندی شرکت ها از نظر محدودیت مالی ارائه می کنند.

۲-۲-۱۴- معیارهای محدودیت مالی از دیدگاه کاپلان و زینگالس

آنان با توجه به اطلاعات کمی و کیفی جمع آوری شده، شرکت‌ها را از نظر محدودیت‌های مالی به پنج گروه تقسیم کردند (کنعانی امیری، ۱۳۸۶):

جدول (۲-۴) معیارهای وجود محدودیت مالی از دیدگاه کاپلان و زینگالس

<p>شرکت‌هایی بودند که از نظر مالی هیچ محدودیت مالی نداشتند که تحت عنوان NFC نامگذاری شدند. شرکت‌های این گروه دارای سود سهام نقدی بالا، نقدینگی خوب برای سرمایه‌گذاری، وضعیت مالی سالم، بدهی کمتر و پول نقد بیشتر بودند. در شرکت‌های NFC مقادیر زیادی از وجوه داخلی و دارایی قابل وثیقه متناسب با مقدار وجوه مورد نیاز وجود دارد.</p>	گروه اول
<p>شرکت‌هایی بودند که احتمالاً تمایل به محدودیت مالی نداشتند و تحت گروه LNFC³ نامگذاری شدند. در این گروه شرکت‌ها از نظر مالی در وضعیت سالمی بودند و هیچ مسئله‌ای از نظر محدود بودن نقدینگی نداشتند و هدفشان این بود که ذخایر نقدی کلان، نرخ پوشش بهره مناسبی داشتند و از اعتبارات استفاده نکردند.</p>	گروه دوم
<p>شرکت‌هایی بودند که مشکل می‌شد آنها را در یکی از گروه‌های بدون محدودیت مالی و یا با محدودیت مالی قرار داد این شرکت‌ها را به عنوان شرکت‌های PFC که امکان محدودیت مالی در آنها وجود دارد تقسیم بندی کردند. در این شرکت‌ها، اشاره‌ای به محدودیت تامین منابع مالی نمی‌شد اما به صورت خاص و ویژه از نظر مالی راکد نبودند. اغلب این شرکت‌ها با وضعیت عکس بازار تولید رو به رو بودند و آشکارا از نظر نقدینگی قوی نبودند. این نوع تقسیم بندی شرکت‌هایی را شامل می‌شد که شاخص‌های متناقضی از وضعیت مالی شرکت‌ها داشتند.</p>	گروه سوم
<p>شرکت‌هایی بودند که احتمالاً تمایل به محدودیت مالی داشتند شرکت‌های مزبور موسوم به LFC در تامین مالی دچار مشکلاتی بودند. به عنوان مثال شرکت‌هایی از پرداخت سود سهام خودداری کرده، وجوه نقد بسیار کمی در دست دارند و شرکت‌هایی که پرداخت سود سهام را قطع و یا کم می‌کنند، در این گروه قرار می‌گیرند.</p>	گروه چهارم
<p>این گروه شامل تمام شرکت‌هایی بود که بدون شک از نظر مالی دچار مشکل بودند و در محدودیت قرار داشتند. این شرکت‌ها در پرداخت بدهی مشکل داشتند و قادر به پرداخت نبودند و به خاطر همین مساله از حیث منبع مالی و اعتبارات دچار مشکل هستند. در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کاهش یافته و این امر به خاطر کمبود نقدینگی است. همچنین دارای نسبت بدهی بالا، جریان وجوه نقد پایین و تقسیم سود پایین هستند.</p>	گروه پنجم

۲-۲-۱۵- انواع محدودیت مالی

اختصاص منابع مالی عمده به پروژه های سرمایه گذاری، مستلزم اتخاذ استراتژی های تامین مالی از سوی شرکت ها می باشد که بر روی ساختار مطلوب سرمایه موثر خواهد بود. نکته ای که بسیار اهمیت دارد اینکه استفاده از استراتژی های تامین مالی همیشه به سادگی امکان پذیر نیست و شرکت ها در این خصوص با منابع مالی محدود در ارتباط بوده، دارای محدودیت های مالی داخلی و خارجی هستند.

• محدودیت های مالی داخلی

محدودیت های مالی داخلی محدودیت هایی هستند که در ارتباط با منابع (وجوه نقد) داخل واحد تجاری مطرح بوده و می توان تحت عنوان نظریه نمایندگی مطرح کرد.

جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) معتقدند وام دهندگان در قراردادهای بدهی محدودیت های خاصی را از قبیل حفظ سطح معینی از سرمایه در گردش، عدم تحصیل دارایی های جدید، عدم سرمایه گذاری در فعالیت های تجاری جدید و غیر مرتبط با تجارت فعلی و عدم پرداخت سود سهام برای وام گیرندگان قائل می شوند. همچنین صنایعی که از فرصت رشد اندک یا منفی، اما در عین حال از جریان نقدی آزاد بیشتری برخوردارند، انتظار می رود بدهی زیاد داشته باشند. دارا بودن جریان نقد آزاد بدون برخورداری از فرصت های سرمایه گذاری مطلوب، سبب می گردد مدیران در استفاده از مزایای زیاد روی نموده، در راستای تامین منافع و اهداف شخصی برآمده و حتی به زیر دستان خود حقوق و مزایای بیش از اندازه پرداخت کنند. در نتیجه، افزایش سطح بدهی در ساختار سرمایه میزان جریان نقد آزاد را کاهش داده و مالکیت مدیران در حقوق مالکانه نهایی شرکت را افزایش می دهد (کریمی و صادقی، ۱۳۸۸).

• محدودیت های مالی خارجی

محدودیت های مالی خارجی محدودیت هایی هستند که در ارتباط با منابع مالی خارج از واحد تجاری بوده و از طریق انتشار اوراق قرضه و حاصل می شوند. این محدودیت را می توان بر طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی مطرح کرد. طبق این نظریه مدیران درباره جریان نقدی، فرصت های سرمایه گذاری و به طور کلی چشم انداز آتی و ارزش واقعی شرکت اطلاعاتی بیش از اطلاعات سرمایه گذاران برون سازمانی در

اختیار دارند. مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴) چنین عنوان می نمایند که اگر سرمایه گذاران درباره ارزش واقعی شرکت اطلاعات کمتری داشته باشند، در چنین شرایطی ممکن است سهام شرکت را درست قیمت گذاری نکنند. اگر شرکت ناگزیر باشد پروژه های جدید خود را از محل انتشار سهام تامین مالی کند، ممکن است قیمت گذاری کمتر از واقع بازار، به حدی شدید باشد که سرمایه گذاران جدید ارزشی بیش از ارزش فعلی خالص پروژه جدید بدست آورند. در نتیجه سهامداران فعلی زیان ببینند. بنابراین در چنین موقعی شرکت ناگزیر می شود از قبول و اجرای پروژه های سرمایه گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت چشم پوشی کند. در چنین شرایطی، شرکت ها ترجیح می دهند پروژه های سرمایه گذاری خود را از محل منابع داخل شرکت تامین مالی کنند. اما در صورت عدم تکافوی منابع داخلی، برای اجتناب از رد فرصت های سرمایه گذاری ارزشمند، شرکت می تواند پروژه جدید را از محل اوراق بهاداری که احتمال قیمت گذاری کمتر از واقع آن در بازار کمتر است تامین مالی کند (کریمی و صادقی، ۱۳۸۸).

۲-۲-۱۶- چارچوب نظری پژوهش

با تغییر شتاب رشد اقتصادی، رابطه بین مالی شدن شرکت و نوآوری شرکت توجه محافل دانشگاهی را به خود جلب کرده است. در حال حاضر، محافل آکادمیک در مورد تحقیق در مورد اینکه آیا مالی سازی شرکت باید نوآوری سازمانی را ترویج یا مهار کند، به توافق نرسیده است. با توجه به جهت عمل آن، تأثیر مالی شرکت بر نوآوری شرکت را می توان به دو مطالعه تقسیم کرد: اثر ترویجی و اثر بازدارنده. محققان با دیدگاه ارتقاء معتقدند که تخصیص دارایی های مالی شرکت ها بر اساس انگیزه ذخیره پیشگیرانه است. با تخصیص دارایی های مالی برای تسهیل توانایی نقدینگی، بنگاه ها می توانند کانال های تامین مالی خود را افزایش دهند تا بتوانند در هنگام مواجهه با عدم اطمینان اقتصادی خارجی، منابع مالی خود را به موقع محقق کنند. این دارایی های مالی توسعه شرکت های واقعی را تضمین می کند. مالی سازی مناسب بنگاه ها می تواند محدودیت های تامین مالی را تا حدودی کاهش دهد. سود به دست آمده توسط بنگاه ها از کانال های مالی می تواند وجوه مورد نیاز برای تولید، سرمایه گذاری و بهره برداری آن ها را هموار کند، از نوآوری شرکت

بنگاه‌ها حمایت مالی کند و به افزایش توانایی نوآوری بنگاه‌ها و بهبود سودآوری واحدها کمک کند. بونفیگولی (۲۰۰۸) نشان داد که مالی‌سازی شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا بازده سرمایه‌گذاری بیشتری را به دست آورند، مشکل محدودیت‌های تامین مالی شرکت را تا حدودی کاهش دهد، سود بیشتری برای شرکت‌ها ایجاد کند و سرمایه‌گذاری نوآوری شرکت را ارتقا بخشد. خو و همکاران (۲۰۱۹) تأثیر مالی‌سازی شرکت بر نوآوری فن‌آوری را از منظر ورودی نوآوری و عملکرد نوآوری مورد بحث قرار داد. مشخص شد که مالی‌سازی فعلی عمدتاً «اثر کششی» را بر نوآوری شرکت نشان داد. زمانی که سودآوری یک شرکت ضعیف بود، مالی شدن شرکت‌ها «اثر ازدحام کردن» را بر سرمایه‌گذاری نوآوری نشان داد. یانگ و همکاران (۲۰۱۹) دریافتند که سرمایه‌گذاری مالی کوتاه‌مدت برخی از صندوق‌های غیرفعال شرکت‌ها می‌تواند نقدینگی دارایی‌های شرکت را افزایش دهد، حفظ و قدردانی سرمایه را تحقق بخشد و تضمینی مالی برای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در نوآوری‌های فناوری و تحقیق و توسعه فراهم کند. محققانی که دیدگاه یک اثر بازدارنده را دارند معتقدند که سرمایه‌گذاری مالی مبتنی بر انگیزه سودجویی سوداگرانه است. تئوری عامل اصلی مالکیت و مدیریت شرکت را از هم جدا می‌کند. مدیریت یک بنگاه اقتصادی بر اساس منافع خود، وجوهی را در بخش مالی با بازده کوتاه مدت بالا سرمایه‌گذاری می‌کند، بنابراین سرمایه را از سرمایه‌گذاری واحد تجاری جذب می‌کند.

در شرایط محدودیت منابع، مالیه شدن شرکت‌ها بر تخصیص کلی منابع تأثیر می‌گذارد. اگر شرکت‌ها از منابع بسیار زیادی برای سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی استفاده کنند، نه تنها تمرکز کسب و کار را تغییر می‌دهد، بلکه بر ورودی نوآوری نیز تأثیر می‌گذارد. سئو و همکاران (۲۰۱۲) معتقد بود که شرکت‌های غیر مالی که بیش از حد دارایی‌های خود را در سرمایه‌گذاری مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند، می‌توانند منابع را برای نوآوری فن‌آوری از بین ببرند و منجر به کمبود بودجه کافی برای نوآوری و توسعه فن‌آوری شوند. تریودی (۲۰۱۴) دریافت که اگرچه مالی‌سازی شرکت‌ها بازده مالی سفته‌بازان را بهبود می‌بخشد، اما نمی‌تواند عدم تطابق دارایی‌های مالی را بهبود بخشد و همچنین بر کارایی سرمایه‌گذاری صنعتی تأثیر می‌گذارد. گلیدل و همکاران (۲۰۱۴) دریافتند که مالی‌سازی شرکت‌های واقعی به طور قابل‌توجهی

سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه و نوآوری را در دوره جاری کاهش می‌دهد و سود کانال‌های مالی شرکت مانع از نوآوری فن‌آوری می‌شود. کلیمان و همکاران (۲۰۱۵) تغییرات در ساختار دارایی‌های مالی شرکت‌های فهرست شده آمریکایی را تجزیه و تحلیل کرد و دریافت که شرکت‌های مدرن تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار بلندمدت با نقدینگی ضعیف دارند تا بازدهی بالاتری به دست آورند. دیویس (۲۰۱۶) معتقد بود که با دگرگونی ساختار تامین مالی خارجی بنگاه‌ها، رشد سود مالی و سود مالی ناشی از پرداخت بازار مالی می‌تواند تا حدودی منعکس‌کننده گرایش مالی‌سازی باشد و منجر به کاهش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها شود. کوپرتینو و همکاران (۲۰۱۹) دریافتند که سرمایه‌گذاری مالی بیش از حد باعث می‌شود که شرکت فاقد بودجه کافی برای انجام تحقیق و توسعه نوآوری محصول باشد و در نتیجه خروجی نوآوری فناورانه آن را مهار کند. ژوانگ و همکاران (۲۰۲۲) شرکت‌های خرد چینی را به عنوان یک هدف تحقیقاتی در نظر گرفتند، که نشان داد هدف اصلی سرمایه‌گذاری مالی توسط شرکت‌های چینی، دنبال کردن سود به جای پس‌انداز احتیاطی است. توسعه فین‌تک انگیزه‌های سودجویی سرمایه را تشدید کرد، سرمایه‌گذاری مالی شرکت‌ها را ارتقا داد و مشکل «حرکت از واقعی به مجازی» را تشدید کرد. زی و همکاران (۲۰۱۴) از داده‌های شرکت فهرست شده برای بررسی تجربی تأثیر مالی‌سازی تولید بر نوآوری فناوری استفاده کرد. مشخص شد که مالی‌شدن بیش از حد صنعت تولید مانع از توانایی نوآوری‌های تکنولوژیکی می‌شود. مقررات دولتی تأثیر منفی مالی‌شدن شرکت‌ها بر نوآوری را تشدید کرد. دو و همکاران (۲۰۱۷) نشان داد که "اثر ازدحام" مالی‌سازی شرکت بیشتر از "اثر مخزن" است. درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری مالی باعث کاهش سرمایه‌گذاری کم در آینده شرکت‌ها نشد، اما توانایی نوآوری شرکت‌ها را کاهش داد و توسعه اقتصاد واقعی را تضعیف کرد. دونگ و همکاران (۲۰۲۱) از نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده غیرمالی از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۹ برای تجزیه و تحلیل تجربی استفاده کرد. مشخص شد که درجه مالی‌سازی شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاری نوآوری فن‌آوری تأثیر منفی دارد. تأثیر تناسب مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری نوآوری یک تحول پویا «U» را نشان داد. اگر مالی‌سازی شرکت از درجه بهینه منحرف شود، تأثیر منفی آشکاری بر سرمایه‌گذاری نوآوری شرکت خواهد داشت.

زمانی که مالی‌سازی شرکت بر نوآوری تأثیر می‌گذارد، ممکن است توسط سطح تأمین مالی بهینه نیز محدود شود. زمانی که میزان محدودیت‌های تأمین مالی خارجی زیاد و هزینه تأمین مالی بالا باشد، انگیزه مالی‌سازی شرکت‌ها پیشگیرانه‌تر است (هی و فنگ، ۲۰۱۱). بنگاه‌ها می‌توانند از طریق درآمد دارایی‌های مالی به دنبال سود بیشتر باشند و نقش مخازن را ایفا کنند. سرمایه‌گذاری در محصولات مالی می‌تواند سود انباشته داخلی را افزایش دهد، اطمینان حاصل کند که شرکت‌ها سرمایه‌گذاری سرمایه نوآوری کافی و مستمر دارند و کارایی نوآوری را تضمین می‌کند. سرویلات و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند که بهبود تخصیص دارایی‌های مالی در بخش‌ها و کاهش مشکلات تأمین مالی شرکت‌ها می‌تواند باعث رشد کسب‌وکار شود، که به نظر می‌رسد نشان می‌دهد که وقتی شرکت‌ها محدودیت‌های تأمین مالی دارند، مالی‌سازی شرکت‌ها مانع توسعه شرکت‌ها نمی‌شود. شرکت‌ها اغلب از کانال‌های سرمایه‌گذاری جدید برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی، گسترش کانال‌های تأمین مالی و تنوع بخشیدن به ریسک‌های تجاری استفاده می‌کنند (تائو و همکاران، ۲۰۲۱). برای شرکت‌ها، محدودیت‌های تأمین مالی اساساً فعالیت‌های نوآورانه آنها را محدود می‌کند، به احتمال زیاد به دلیل کمبود بودجه که منجر به خاتمه فعالیت‌های نوآوری می‌شود. زمانی که تأمین مالی پیچیده باشد، مالی‌سازی منجر به انباشت وجوه می‌شود تا فعالیت‌های نوآورانه شرکت‌ها تداوم تزریق سرمایه را داشته باشند. تائو و همکاران (۲۰۲۱) پیامدهای اجتماعی مالی شدن را مورد بررسی قرار داد و کشف کرد که تأثیر فشار بر سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی دارد. با این حال، زمانی که بودجه محدود است، مالی‌سازی اثر مخزنی بر سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی دارد. مزایای مالی‌سازی شرکت‌ها می‌تواند محدودیت‌های تأمین مالی را کاهش دهد، هزینه‌های تأمین مالی را کاهش دهد و نوآوری شرکت را تأمین مالی کند. با مدل‌سازی نیازهای جریان نقدی شرکت‌ها، آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) استدلال کردند که مالی‌سازی شرکت می‌تواند نوآوری شرکت را تسهیل کند. وقتی شرکت‌ها سودآور هستند، مالی‌سازی می‌تواند مشکلات تأمین مالی را کاهش دهد و جریان نقدی پایداری را برای فعالیت‌های نوآورانه شرکت‌ها فراهم کند. تمام مطالعات قبلی نشان می‌دهد که محدودیت‌های تأمین مالی بر تاثیر مالی‌سازی شرکت‌ها بر نوآوری خواهد داشت. هنگامی که یک شرکت با محدودیت‌های مالی

مواجه می‌شود، مزایای مالی‌سازی می‌تواند به آن‌ها کمک کند تا نیازهای خود را برای صندوق‌های نوآوری برآورده کنند، که وجوه تحقیق و توسعه بیشتری را برای شرکت‌ها به ارمغان می‌آورد. این به شرکت‌ها کمک می‌کند تا فعالیت‌های نوآوری زیر را انجام دهند و منابع مالی را برای بهبود کارایی نوآوری فراهم کنند.

۲-۳- پیشینه پژوهش

۱-۳-۲- تحقیقات خارجی

تائو و همکاران (۲۰۱۶) رابطه بین مالی‌سازی شرکت‌ها، محدودیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی را بررسی کردند. نتایج تجربی نشان داد که میزان مالیه شدن شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی رابطه منفی دارد و رابطه منفی بین دارایی‌های مالی بلندمدت و سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی معنادارتر است. زمانی که شرکت یک شرکت غیردولتی یا یک شرکت کوچک مقیاس باشد، مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری‌های زیست‌محیطی اثر «ازدحام کردن» دارد. زمانی که در معرض محدودیت‌های مالی کمتری قرار می‌گیرد، مالی‌سازی اثر «مخزن» بر سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان داد که دارایی‌های مالی بلندمدت و کوتاه‌مدت زمانی که مقررات زیست‌محیطی سخت‌گیرانه هستند، اثر بازدارنده‌ای بر سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی دارند. این مقاله یک مرجع نظری برای شرکت‌ها برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و بهبود توانایی خود در سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی و پایداری سبز فراهم می‌کند.

ژائو و سو (۲۰۱۸) با استفاده از یک نمونه فصلی از شرکت‌های چینی فهرست‌شده غیرمالی رابطه U شکل بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و مالی‌سازی شرکت‌ها را بررسی کردند. زمانی که عدم قطعیت سیاست اقتصادی در محدوده مناسبی باشد، افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی بعید است که شرکت‌ها را وادار به افزایش سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی کند. در مقابل، ریسک عملیاتی ناشی از عدم قطعیت سیاست اقتصادی بسیار بالا باعث می‌شود شرکت‌ها تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی داشته

باشند. علاوه بر این، نتایج نشان داد که زمانی که شرکت‌ها غیردولتی هستند، محدودیت‌های تامین مالی کمتری دارند یا در مناطق بازاری پایین‌تر واقع شده‌اند، این اثر بیشتر قابل توجه است. نتایج پس از در نظر گرفتن مشخصات مختلف متغیرها، مسائل درون زایی احتمالی و نمونه های فرعی قوی هستند.

کوپرتینو و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی نقش پایداری شرکت، تجزیه و تحلیل ارتباط بین مالی‌سازی، انباشت سرمایه واقعی و عملکرد اجتماعی شرکت می‌پردازد. با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های تولیدی ایالات متحده از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۷، نتایج نشان داد که در حالی که مالی‌سازی با سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها همبستگی منفی داشت، عملکرد محیطی و اجتماعی شرکت تأثیر مثبتی بر انباشت سرمایه شرکت داشت. نتایج همچنین نشان می‌دهد که تمرکز بر استانداردهای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، تقویت سرمایه‌گذاری‌های واقعی، ممکن است رشد بلندمدت شرکت را با تأثیر مثبت بر ارزش بلندمدت آن افزایش دهد.

تائو و همکاران (۲۰۲۱) رابطه بین مالی‌سازی شرکت‌ها، محدودیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی را بررسی کردند. نتایج تجربی نشان داد که میزان مالیه شدن شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی رابطه منفی دارد و رابطه منفی بین دارایی‌های مالی بلندمدت و سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی معنادارتر است. زمانی که شرکت یک شرکت غیردولتی یا یک شرکت کوچک مقیاس باشد، مالی‌سازی بر سرمایه‌گذاری‌های زیست‌محیطی اثر «ازدحام کردن» دارد. زمانی که در معرض محدودیت‌های مالی کمتری قرار می‌گیرد، مالی‌سازی اثر «مخزن» بر سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان داد که دارایی‌های مالی بلندمدت و کوتاه‌مدت زمانی که مقررات زیست‌محیطی سخت‌گیرانه هستند، اثر بازدارنده‌ای بر سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی دارند.

کانگ و همکاران (۲۰۲۳) تأثیر مالی‌سازی بر کارایی سرمایه‌گذاری را با استفاده از داده‌های شرکت‌های غیرمالی فهرست‌شده در چین تجزیه و تحلیل می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که مالی‌سازی تأثیر مثبتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. آزمون‌های مقطعی نشان می‌دهد که مالی‌سازی شرکت‌ها می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های دولتی و غیر دولتی و شرکت‌های شرق و مرکزی چین را به طور قابل‌توجهی

بهبود بخشد. با توجه به تحلیل مکانیکی، این مطالعه همچنین نشان می‌دهد که مالی‌سازی شرکت‌ها با کاهش محدودیت‌های تامین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد. با پیشنهاد دولت برای رفع انسداد کانال‌های تامین مالی و افزایش نقدینگی سرمایه، یافته‌های ما می‌تواند بخش مالی را برای خدمت بهتر به اقتصاد واقعی راهنمایی کند.

لیو و همکاران (۲۰۲۳) ارتباط بین حاکمیت شرکتی، خطر اخلاقی و مالی‌سازی را بررسی کردند. آنها بیان می‌کنند که حاکمیت شرکتی با کاهش مشکلات مخاطرات اخلاقی مدیران و تأثیرگذاری بر کارایی عملیاتی شرکت‌ها، به طور قابل توجهی بر تخصیص وجوه شرکت‌ها بین سرمایه‌گذاری در پروژه‌های داخلی و سرمایه‌گذاری‌های مالی تأثیر می‌گذارد. آنها مدلی را برای چگونگی تأثیر حاکمیت شرکتی بهتر بر مالی شرکت‌ها از طریق افزایش تلاش‌های مدیریتی و سرکوب مصرف زیاد و رفتار تونل زنی ایجاد کردند. سپس به صورت دستی داده‌های مربوط به مالی‌سازی شرکت‌های غیرمالی چین از جمله سرمایه‌گذاری در وام‌های واگذار شده و محصولات مدیریت ثروت را جمع‌آوری کردند تا اثرات حاکمیت شرکتی را آزمایش کنند. نتایج نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی بهبود یافته می‌تواند مالی‌شدن شرکت‌های غیرمالی را سرکوب کند.

ژو و همکاران (۲۰۲۳) تأثیر مالی‌سازی شرکت‌ها را بر کارایی نوآوری تحلیل کردند. همچنین، رابطه بین مالی‌سازی شرکت و کارایی نوآوری را تحت سطوح مختلف محدودیت‌های تامین مالی و مکانیسم‌های تعدیل‌کننده موجود بررسی کردند. نتایج مطالعه نشان می‌دهد که مالی‌سازی شرکت‌ها بر کارایی نوآوری تأثیر منفی می‌گذارد و این اثر دارای تأخیر است. مالی‌سازی شرکت‌ها به کارایی نوآوری در مناطق مختلف و ماهیت شرکت لطمه می‌زند و اثر بازدارنده کمتری برای شرکت‌های شرقی و شرکت‌های غیردولتی دارد. آزمون‌های بیشتر مکانیسم عمل نشان می‌دهد که یک رابطه منفی غیرخطی بین مالی‌شدن شرکت و کارایی نوآوری وجود دارد. و با افزایش سطح محدودیت‌های تامین مالی، مانع از مالی‌شدن شرکت‌ها بر کارایی نوآوری کاهش می‌یابد.

لی و همکاران (۲۰۲۳) تأثیر مالی‌سازی شرکت بر نوآوری سبز را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که مالی‌سازی شرکت با نوآوری سبز ارتباط منفی دارد که برای مالی‌سازی کوتاه‌مدت مهم‌تر است. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان می‌دهد که حاکمیت نظارت خارجی (توجه سرمایه‌گذاران نهادی و تحلیلگران) می‌تواند اثر بازدارنده مالی‌سازی شرکت‌ها را بر نوآوری سبز کاهش دهد. آزمون‌های مکانیزم تأیید می‌کنند که مالی‌سازی شرکت با افزایش سطح ریسک‌پذیری سازمانی و کاهش سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه (ورودی سرمایه و نیروی کار) از نوآوری سبز سازمانی جلوگیری می‌کند. تجزیه و تحلیل ناهمگونی گزارش می‌دهد که ترجیح مصرف‌کننده دوستدار محیط زیست و سطح مصرف بالاتر می‌تواند اثر بازدارنده مالی‌سازی شرکت‌ها را بر نوآوری سبز شرکت کاهش دهد.

دنگ و همکاران (۲۰۲۳) تأثیر مالی‌سازی شرکت‌ها را بر ریسک عملیاتی بررسی می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که بین مالی‌شدن شرکت و ریسک عملیاتی رابطه مثبت وجود دارد که نشان می‌دهد اثر تقویت ریسک ناشی از مالی‌سازی شرکت‌ها غالب است و این اثر در بین شرکت‌هایی با محدودیت‌های تامین مالی بیشتر مشهودتر است. تحلیل مکانیسم تأثیر نشان می‌دهد که مالی‌سازی شرکت‌ها نمی‌تواند سرمایه‌گذاری ناکافی را با استفاده از "مخزن" سرمایه کاهش دهد، اما با آسیب رساندن به سودآوری تجارت اصلی شرکت منجر به افزایش ریسک عملیاتی می‌شود. علاوه بر این، ما متوجه شدیم که رقابت در بازار محصول، اثر تقویت ریسک ناشی از مالی‌سازی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. نتیجه‌گیری این مقاله برای دولت و شرکت‌ها برای درک پیامدهای اقتصاد خرد مالی‌سازی اهمیت خاصی دارد.

یانگ و چن (۲۰۲۴) همبستگی بین مالی‌سازی شرکت و نوآوری سبز شرکتی و ناهمگونی‌های آن را از نظر ساختار حقوق مالکیت و دیجیتالی‌سازی بررسی کردند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که مالی‌سازی شرکت تأثیر منفی بر نوآوری سبز شرکتی دارد. این تأثیر منفی در درجه اول به جایگزینی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به جای صندوق‌های تحقیق و توسعه که برای نوآوری سبز شرکتی ضروری هستند، نسبت داده می‌شود، در حالی که «اثر مخزن» مالی‌سازی شرکتی قابل توجه نیست. در مقایسه با شرکت‌های دولتی، که با محدودیت‌های مالی ضعیف‌تری مواجه هستند، تأثیر مالی‌سازی شرکت‌ها بر نوآوری سبز در شرکت‌های

خصوصی مهم‌تر است. علاوه بر این، نتایج نشان داد که دیجیتالی‌سازی می‌تواند موانع ناشی از مالی‌سازی شرکت‌ها در نوآوری سبز را کاهش دهد.

۲-۳-۲- تحقیقات داخلی

فتحی و همکاران (۱۳۹۲) تاثیر مالی شدن بر سرمایه‌گذاری‌های واقعی در شرکت‌های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. بر اساس نتایج پژوهش، فرضیه اول مبنی بر ارتباط هزینه‌های مالی بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکتها پذیرفته شد اما فرضیه دوم مبنی بر ارتباط درآمد‌های مالی بر سرمایه‌گذاری واقعی شرکت‌ها رد شد.

سلحشو و گجربیگی (۱۴۰۰) تاثیر دوگانگی و تصدی مدیرعامل بر نوآوری شرکت را بررسی کردند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که دوگانگی مدیرعامل بر نوآوری شرکت تأثیر معنی‌دار و مثبتی دارد اما تأثیر مدت تصدی مدیرعامل بر نوآوری شرکت معنی‌دار نیست.

معبودی و دره نظری (۱۴۰۱) تاثیر مالی‌سازی بر آلودگی محیط زیست در ایران را بررسی کردند. نتایج نشان دادند مالی‌سازی تاثیر مثبت و معنی‌داری بر آلودگی محیط‌زیست دارد. مصرف انرژی و رشد اقتصادی تاثیر مثبت و معنی‌دار و مجذور رشد اقتصادی تاثیر منفی و معنی‌داری بر آلودگی محیط‌زیست دارند. با توجه به نتایج، فرضیه منحنی زیست محیطی کوزنتس در کشور تایید می‌شود. همچنین، فرآیند مالی‌سازی با افزایش سودآوری و بازدهی افراد فعال در بخش مالی و رشد تقاضا برای محصولات مصرف‌کننده انرژی، میزان مصرف انرژی را افزایش داده است؛ از سوی دیگر مالی‌سازی با انتقال سرمایه از بخش حقیقی به بخش مالی سبب ناتوانی در استفاده از فن‌آوری و تجهیزات دوست‌دار محیط‌زیست شده است. لذا، مالی‌سازی باعث افزایش آلودگی محیط‌زیست در ایران شده است.

حاجی زاده و همکاران (۱۴۰۱) ارتقای عملکرد شرکت با تأکید بر نقش نوآوری و کسب و بکارگیری هوشمندی بازار را بررسی کردند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که بین نوآوری شرکت و کسب و بکارگیری هوشمندی بازار، بین کسب هوشمندی و بکارگیری هوشمندی بازار، بین کسب هوشمندی بازار

و عملکرد شرکت، بین بکارگیری هوشمندی بازار و عملکرد نوآوری، بین عملکرد نوآوری و عملکرد بازار و بین عملکرد بازار و عملکرد شرکت؛ ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

رضایی (۱۴۰۲) تأثیر محدودیت مالی و نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج به‌دست آمده حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها نشان داد که نقدشوندگی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد و محدودیت مالی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد.

برادران حسن زاده و تقی زاده خانقاه (۱۴۰۲) نقش تعدیل‌کننده کنترل‌های داخلی در تأثیر مالی‌سازی شرکت بر تقلب مالی را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که افزایش مالی‌سازی شرکت با افزایش انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران همراه بوده و موجب افزایش تقلب در صورت‌های مالی می‌گردد. در حقیقت، هرچه شرکت‌های غیرمالی، مالی‌تر می‌شوند، به طور قابل توجهی، بیشتر در معرض تقلب مالی قرار می‌گیرند. از سوی دیگر، نتایج حاکی از آن است که استقرار کنترل‌های داخلی، موجب تضعیف رابطه مثبت بین مالی‌سازی شرکت و تقلب در صورت‌های مالی می‌گردد. این مطالعه پیامدهای مهمی برای شرکت‌ها در پی دارد، زیرا به آنها کمک می‌کند تا سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها را به طور منطقی ترتیب دهند و عوامل تشدیدکننده تقلب در صورت‌های مالی را ریشه‌یابی و راهکارهایی جهت استقرار مکانیزم‌های نظارتی به منظور جلوگیری از تضييع حقوق سرمایه‌گذاران اتخاذ کنند.

برادران حسن زاده و زرین (۱۴۰۲) ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نوآوری شرکت با نقش تعدیلی مالی‌سازی شرکت و هزینه‌های نمایندگی (مطالعه موردی در صنایع پتروشیمی) بررسی کردند. نتایج نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت موجب بهبود نوآوری می‌شود. همچنین نتایج نشان داد که افزایش مالی‌سازی موجب تشدید رابطه مثبت بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و نوآوری می‌شود. همچنین نتایج حاکی از آن است که افزایش هزینه‌های نمایندگی موجب تضعیف رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و نوآوری می‌شود.

۴-۲- خلاصه فصل

در این فصل سعی گردید به مهمترین مطالب مربوط به پژوهش حاضر پرداخته شد. در بخش اول موضوعاتی مانند محدودیت تامین مالی، مالی سازی شرکت، نوآوری و ... تشریح گردید. سپس به چگونگی ارتباط بین مالی سازی و نوآوری شرکت با نقش تعدیلی محدودیت مالی بررسی گردید. بخش سوم مربوط به پیشینه خارجی و داخلی می باشد. با توجه به زمان پژوهش حاضر، سعی شده است از پیشینه‌های پژوهش گرانی استفاده شود که به زمان مطالعه حاضر نزدیکتر باشد تا اینکه مقایسه نتایج مفید ترو کاربردی تر گردد. همچنین برای جمع آوری پیشینه های خارجی مستقیماً به مطالعات خود محققان رجوع گردید تا این که مطالب مستند شده از قابلیت بالایی برخوردار باشد. موضوع فصل بعد، روش اجرای پژوهش است که در آن فرضیه‌های پژوهش، جامعه آماری مورد مطالعه و ویژگی‌های آن، مدل مورد استفاده و روش‌های آماری مورد استفاده به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، تشریح خواهد شد.

فصل سوم:

روش‌شناسی پژوهش

۱-۳- مقدمه

در فصل دوم مبانی نظری و پیشینه مرتبط با موضوع پژوهش حاضر در خارج و داخل از کشور ارائه گردید. در بحث مبانی نظری موضوعاتی از قبیل محدودیت مالی، نوآوری شرکت، مالی شدن شرکت ها و ... تشریح گردید.

در قسمت پیشینه پژوهش نیز به منظور ارائه مطالعات انجام شده در راستای موضوع پژوهش، که تاییدی برای فرضیات پژوهش نیز می باشد، ابتدا پژوهش های خارجی و سپس پژوهش های داخلی ارائه شد. اساس هر علمی، روش شناخت در آن است، و ارزش دستاوردهای یک پژوهش وابسته به روش پژوهشی است که در آن بکارگرفته شده است.

روش معادل فارسی برای واژه Method است، روش از واژه یونانی متا یعنی "در طول" و اودوس به معنی "معین کردن گام هایی برای رسیدن به هدفی" بر گرفته شده است، ماهیت این گام ها و ویژگی ها بستگی به هدف مطلوب دارد. از اصطلاح روش تحقیق معانی خاص و متمایزی در متون علمی استنباط می شود. این استنباط ها گاه دارای همپوشانی ها و وابستگی هائی هستند و در مواردی هم روش تحقیق و نوع تحقیق مترادف در نظر گرفته شده اند (دلاور، ۱۳۹۰).

موضوع این فصل تشریح روش اجرای پژوهش می باشد. نحوه سنجش متغیرهای پژوهش و همچنین الگوی شماتیک متغیرها مطرح می شود. این فصل از اهمیت بالایی برخوردار است چرا که باید تعاریف مفهومی و عملیاتی متغیرها در قالب دست ارائه شود تا از این طریق بتواند آزمون فرضیه های پژوهش را انجام دارد. در ابتدا روش پژوهش و مفهوم فرضیه بیان می گردد. سپس فرضیه های پژوهش حاضر ارائه می شود. پس از آن در مورد جامعه آماری مورد مطالعه و ویژگی های آن مطالبی ارائه می شود. در ادامه مدل مورد استفاده و روش های آماری مورد نیاز به منظور تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها تشریح خواهد شد.

۲-۳- روش انجام پژوهش

این پژوهش سعی بر آن دارد که تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دهد. بنابراین این پژوهش به دلیل اینکه نتایج آن می‌تواند در تدوین قوانین و مقررات بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار گیرد، از نوع تحقیقات کاربردی می‌باشد. پژوهش کاربردی پژوهشی است که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنون را برای حل مسایل اجرایی و واقعی به کار می‌گیرد. همچنین با توجه به اینکه این تحقیق به دنبال یافتن ارتباط بین چندین متغیر می‌باشد از نوع همبستگی و روش علی پس رویدادی می‌باشد؛ بدین معنی که انجام پژوهش براساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود.

در پژوهش‌های همبستگی، هدف اصلی آن است که مشخص شود آیا ارتباطی بین دو یا چند متغیر کمی (قابل سنجش) وجود دارد؟ اگر این ارتباط وجود دارد اندازه و حد آن چقدر است؟ در پژوهش‌های همبستگی، تعدادی از متغیرهایی که تصور می‌رود با مساله مرتبط هستند ارزیابی می‌شوند. متغیرهایی که معلوم شود وابستگی زیادی ندارند، حذف شده و مورد بررسی بیشتر قرار نمی‌گیرند (عباسی و همکاران، ۱۳۹۳).

۱-۲-۳- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۴۰۱ است. به علت گستردگی حجم جامعه آماری و دشواری‌های خاص حاصل از آن و همچنین وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه در ارتباط با داده‌های مورد نیاز پژوهش، شرایط زیر برای انتخاب نمونه انتخاب شده که در جدول ۳-۱ ارائه شده است:

جدول ۳-۱. مراحل و نحوه انتخاب داده شرکت های نمونه

ردیف	محدودیت ها	تعداد کل شرکت ها ۴۵۲ تا پایان سال ۱۴۰۱
۱	شرکت های سرمایه گذاری، بیمه، بانک ها و واسطه گری های مالی و موسسات تامین مالی از لیست بررسی حذف شدند	(۶۰)
۲	شرکت هایی که در طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۶-۱۴۰۱) تغییر سال مالی داده اند.	(۶۶)
۳	شرکت هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه نیست.	(۶۰)
۴	شرکت هایی که دارای ارزش بازار منفی یا زیان انباشته هستند از نمونه پژوهش حذف شدند	(۷۴)
۵	شرکت های فاقد اطلاعات مربوط به هزینه تحقیقات و توسعه، از نمونه حذف شدند	(۵۲)
	تعداد شرکت های مورد بررسی	۱۴۰

با توجه به جدول ۳-۱ تعداد شرکت های نمونه این مطالعه ۱۴۰ و تعداد مشاهدات ۸۴۰ سال / شرکت می باشد.

۳-۲-۲- روش گردآوری اطلاعات و داده ها

در پژوهش حاضر، به منظور گردآوری داده ها و اطلاعات از روش اسنادی و کتابخانه ای استفاده گردید. بدین گونه که اطلاعات مورد نیاز جهت ادبیات پژوهش و مبانی نظری آنها از طریق کتابها، مجلات خارجی و داخلی جمع آوری گردید. همچنین داده های آماری مورد نیاز نیز از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده است. این صورت های مالی از طریق سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران قابل مشاهده می باشد. همچنین جهت آزمون فرضیه های پژوهش از نرم افزار EViews 7 استفاده شده است.

۳-۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول:

فرضیه H_0 : مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر ندارد.

فرضیه H_1 : مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر دارد.

فرضیه دوم:

فرضیه H_0 : محدودیت مالی بر رابطه بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت تاثیر ندارد.

فرضیه H_1 : محدودیت مالی بر رابطه بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت تاثیر دارد.

۳-۴- الگوی شماتیک متغیرهای پژوهش

قبل از بیان متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها، مدل شماتیک متغیرهای پژوهش به صورت نموداری

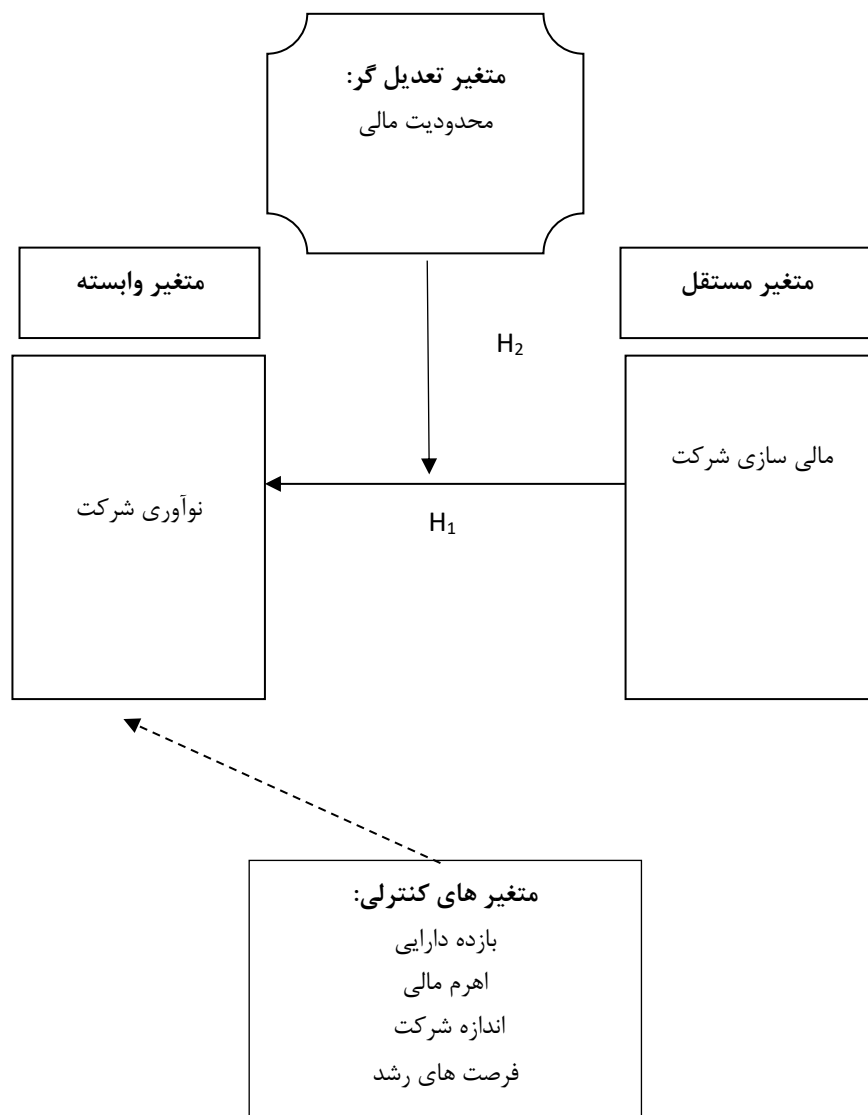
ترسیم می گردد. برای درک بیشتر ارتباط بین متغیرها، نحوه تعیین آنها به شرح زیر می باشد:

متغیر وابسته : مالی سازی شرکت؛

متغیرهای مستقل: نوآوری شرکت

متغیر تعدیل گر: محدودیت مالی

متغیر کنترلی: اندازه شرکت، فرصت های رشد، بازده دارایی، اهرم مالی.



نگاره (۳-۱). مدل مفهومی متغیرهای پژوهش

۳-۵- متغیرهای پژوهش

۳-۵-۱- متغیر وابسته: نوآوری شرکت

پژوهشگران پیشین همچون آمور و همکاران (۲۰۱۳) و چانگ و همکاران (۲۰۱۳) از شاخص ثبت اختراع و سرمایه گذاری در تحقیقات و توسعه به منظور تخمین میزان نوآوری شرکت استفاده کردند. ثبت اختراع از تعداد اختراعات ثبت شده توسط شرکت در پایان سال مالی یا تعداد اختراعات جدید تولید شده توسط شرکت در طول سال اندازه گیری می شود. از آنجایی که شاخص ثبت اختراع برای شرکت های نمونه در

دسترس نیست مطابق تحقیقات هاسو و همکاران (۲۰۱۵) از شاخص سرمایه‌گذاری در تحقیقات و توسعه برای محاسبه نوآوری استفاده می‌گردد.

سرمایه‌گذاری در تحقیقات و توسعه (R&D) شاخصی است که درجه پیروی شرکت از فعالیت‌های نوآورانه و همچنین میزان ریسک‌پذیری مدیران را نشان می‌دهد. سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه از تقسیم مخارج تحقیق و توسعه بر دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

۲-۵-۲- متغیر مستقل: مالی سازی شرکت

ساویر (۲۰۱۳) اشاره کرد که مالی شدن سرمایه‌گذاری قابل توجهی در بازارهای مالی نسبت به اقتصاد واقعی است. یکی از جلوه‌های سطح خرد مالی‌سازی شرکت‌ها، افزایش سهم سود از کانال‌های مالی است که حتی برخی از شرکت‌ها برای حفظ سودآوری اساسی خود به آن‌ها تکیه می‌کنند. بنابراین، شرکت از تجارت اصلی خود غافل می‌شود. در تئوری، مالی‌سازی شرکت‌ها تأثیر دو سویه‌ای بر رشد اقتصادی دارد. از یک سو، شرکت‌ها می‌توانند عملکرد کوتاه‌مدت خود را از طریق شیوه‌های سرمایه‌گذاری مالی تحریک کنند و در نتیجه سودهای کوتاه‌مدت به همراه داشته باشند. با این حال، مالی‌سازی اغلب مستعد رفتارهای سوداگرانه است که پیامدهای اقتصادی منفی دارد. مالی‌سازی بیش از حد باعث می‌شود شرکت‌ها از کسب‌وکار اصلی خود غفلت کنند، بهره‌وری را کاهش دهند و به توسعه آن‌ها آسیب بزنند. درجه مالی شدن شرکت به طور قابل توجهی به این بستگی دارد که آیا شرکت‌ها تمایل دارند انگیزه‌های سوداگرانه یا انگیزه‌های پس انداز برای سرمایه‌گذاری مالی داشته باشند.

مالی‌سازی از نسبت دارایی‌های مالی نگهداری شده توسط شرکت به کل دارایی‌ها در پایان دوره می‌باشد. این اطلاعات از صورت‌های مالی جداگانه شرکت‌ها استخراج می‌شود. دارایی‌های مالی شامل وجه نقد، مطالبات، سهام سایر شرکت‌ها (سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت) و اوراق مشارکت و اوراق تأمین مالی اسلامی منتشر شده توسط سایر شرکت‌ها می‌باشد.

۳-۵-۳- متغیر تعدیل گر: محدودیت مالی

در این تحقیق برای محاسبه محدودیت مالی از شاخص¹ BNPO استفاده شده است. پورعلیرضا و همکاران (۱۳۹۶) با شناسایی عوامل موثر بر محدودیت مالی شاخصی را ارائه نمودند که بر اساس آن می‌توان شرکت‌هایی را که در تامین مالی محدودیت دارند شناسایی نمود بر اساس این شاخص شرکت‌هایی که دارای کمترین مقادیر حاصل از این شاخص باشند دارای بیشترین محدودیت در تامین مالی ارزیابی می‌گردند و با استفاده از رابطه ۳-۳ به دست می‌آید.

$$\text{رابطه ۳-۳} \quad \text{BNPO} = ۱.۷۷۳۷۷۱ - ۱.۸۳۱۴۱۴ \times \text{ROA} - ۰.۲۱۲۰۵۵ \times \text{SIZE} + ۰.۰۷۱۸۴۱ \times \text{Q} + ۴.۰۳۶۶۶۸ \times \text{CASH} - ۰.۱۹۱۷۹۲ \times \text{SG} - ۰.۵۴۴۱۲۵ \times \text{WC} + ۴.۵۲۲۴۲۶ \times \text{OP} + ۰.۳۹۵۶۷۴ \times \text{SAL} + ۲.۳۰۷۶۸۳ \times \text{INT}$$

که در مدل:

ROA = بازده دارایی‌ها = سود خالص به میانگین مجموع دارایی‌ها

SIZE = اندازه شرکت = لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت

QTobin = ارزش شرکت = نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها

CASH = وجه نقد بر کل دارایی‌ها = مجموع وجه نقد و موجودی‌های نزد بانک‌ها به مجموع دارایی‌ها

SG = رشد فروش شرکت = فروش سال جاری منهای فروش سال قبل، تقسیم بر فروش سال قبل

WC = سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها = دارایی جاری منهای بدهی‌های جاری، عدد حاصل به مجموع دارایی‌ها

OP = سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها = سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها

SAL = فروش به کل دارایی‌ها = جمع فروش خالص و درآمد ارایه خدمات به مجموع دارایی‌ها

INT = هزینه‌های مالی به کل بدهی‌ها = هزینه‌های مالی به مجموع بدهی‌ها

¹ این شاخص از رساله دکتری پورعلیرضا (۱۳۹۶) با راهنمایی برادران حسن زاده، بادآور نهندی و زینالی برگرفته شده است.

روش استفاده از این شاخص به این ترتیب خواهد بود که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص BNPO وارد کرده، مقدار BNPO محاسبه می شود. سپس مقادیر از کوچکترین به بزرگترین تنظیم می شود. شرکت های حاضر در پنجم و چهارم و پنجم به عنوان محدودیت مالی شناخته می شود.

۴-۵-۴- متغیرهای کنترلی

۴-۴-۱- $SIZE_{i,t}$ (اندازه شرکت): لگاریتم طبیعی کل فروش شرکت در سال t

اندازه شرکت میزان بزرگی و کوچکی دارایی های شرکت را نشان می دهد. مطابق اظهارات چن و همکاران و هاتن و همکاران (۲۰۰۹) شرکت های بزرگ به دلیل افزایش معامله و همچنین داشتن سودآوری بیشتر و دسترسی به وجه نقد بالا، توانایی بیشتری در تولید فناوری و استفاده از شاخص های نوآورانه در شرکت دارند. طبق تحقیق گانگ و همکاران (۲۰۲۳) اندازه شرکت نقش تعیین کننده ای در کنترل اثرات نوآوری دارد.

۴-۴-۲- $LEV_{i,t}$ (اهرم مالی): نسبت کل بدهی ها بر کل دارایی ها در سال t

اهرم مالی نشان دهنده تحمیل بیشتر بدهی بر ساختار سرمایه شرکت است. مطابق اظهارات جین و مایرز (۲۰۰۶) اهرم مالی بالا، شرکت را با ریسک مالی بیشتر در آینده مواجه می کند همین امر ممکن است به عدم پرداخت تعهدات مرتبط باشد طبق تحقیق شو و همکاران (۲۰۲۳) شرکت هایی که بدهی های بالاتری دارند توانایی بیشتری در سرمایه گذاری در تحقیقات و توسعه ندارند از این رو یک رابطه معکوس بین اهرم مالی و نوآوری وجود دارد.

۴-۴-۳- $ROA_{i,t}$ (بازده دارایی): نسبت سود عملیاتی بر کل دارایی ها در سال t

بازده دارایی میزان تولید سود ناشی از بکارگیری دارایی ها است. مطابق اظهارات لیو و همکاران (۲۰۲۳) دستیابی به سودآوری عامل تاثیر گذار بر تحریک مدیران در انتخاب تولید نوآورانه و سرمایه گذاری در تحقیقات و توسعه دارد. در نتیجه شرکت هایی که توان سودآوری بالایی دارند با تمایل بیشتری از طرح های نوآورانه استقبال می کنند.

۴-۴-۴-۴ MBV_{i,t} (فرصت‌های رشد): فرصت‌های رشد شرکت مجموعه گزینه‌هایی هستند که شرکت تصمیم به انتخاب آنها می‌گیرد. در این پژوهش از فرمول زیر برای محاسبه فرصت‌های رشد استفاده می‌شود:

$$\text{فرصت های رشد} = \frac{\text{کل ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال}}{\text{کل ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال}}$$

طبق نظر گانگ و همکاران (۲۰۲۳) افزایش فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران است. به عقیده این محققان فرصت‌های رشد نقش تعیین‌کننده‌ای در انتخاب طرح‌های نوآورانه دارد و می‌تواند استراتژی مدیران را در مورد سرمایه‌گذاری در تحقیقات و توسعه تغییر دهد.

۳-۶- مدل مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدل آزمون فرضیه اول

$$INNO_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 MBV_{i,t} + e_{i,t}$$

INNO: نوآوری شرکت؛ CF: مالی سازی شرکت؛ SIZE: اندازه شرکت؛ ROA: سودآوری؛ LEV: اهرم مالی، MBV: فرصت‌های رشد.

مدل آزمون فرضیه دوم

$$INNO_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 FC_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t} * FC_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 MBV_{i,t} + e_{i,t-1}$$

FC: محدودیت مالی

۳-۷- روش‌های آماری مورد استفاده

۳-۷-۱- آمار توصیفی

آن بخش از آمار است که به جمع‌آوری، خلاصه کردن، نمایش و پردازش اطلاعات می‌پردازد. بی‌آنکه به هر گونه نتیجه‌گیری در ورای آن اطلاعات مبادرت ورزد (مومنی و فعال قیومی، ۱۳۸۹).

در آمار توصیفی، شاخص‌های زیر مورد مطالعه قرار می‌گیرند:

میانگین: اصلی‌ترین و مورد استفاده‌ترین شاخص مرکزی میانگین است. اگر داده‌ها روی یک محور بصورت

منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل قرار می‌گیرد.

انحراف معیار: شاخص حاصل از جذر واریانس را انحراف معیار می‌نامند. بدین ترتیب معیاری از پراکندگی

به دست می‌آید که با همان واحد مشاهدات اصلی بیان می‌شود.

میانه: میانه مقداری است که در صورت مرتب کردن داده‌ها، در وسط قرار می‌گیرد. میانه مقداری است

که ۵۰ درصد داده‌های جامعه پایین‌تر از آن و ۵۰ درصد بالاتر از آن قرار می‌گیرد.

ماکسیمم: بیشترین مقادیر مربوط به متغیرها می‌باشد.

مینیمم: کمترین مقادیر مربوط به متغیرها می‌باشد.

۳-۷-۲- آزمون نرمال بودن داده‌ها

آنچه مسلم است وقتی تصمیم به انجام تجزیه و تحلیل آماری بر روی اعضای یک جامعه گرفته می‌شود

هیچ اطلاعی در مورد میانگین و واریانس و حتی توزیع داده‌های جامعه مورد مطالعه در دست نیست. از

سوئی دیگر، نرمال بودن توزیع نمونه مورد تحقیق یکی از پیش فرض‌های اساسی در انجام آزمون‌های

تحقیق می‌باشد که با استناد بر نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف، مورد آزمون قرار می‌گیرد (بهبودیان،

۱۳۸۳؛ ۲۱۶). مفروضات آزمون کولموگروف-اسمیرنوف به صورت زیر می‌باشد:

$$\begin{cases} H_0: \rho_i \geq 0 & \text{توزیع داده‌ها نرمال است} \\ H_1: \rho_i < 0 & \text{توزیع داده‌ها نرمال نیست} \end{cases}$$

در صورتی که مقدار سطح معناداری آزمون بیشتر از ۵ درصد باشد فرض نرمال بودن توزیع داده‌های تحقیق

تایید می‌گردد.

۳-۷-۳- تجزیه و تحلیل پانل دیتا^۱

روش داده های پانلی در تشخیص و اندازه گیری اثراتی که به راحتی در مطالعات مقطعی و سری زمانی خاص قابل پیش بینی نیستند، توانایی بهتری دارد و اجازه می دهد تا مدل های رفتاری پیچیده تر و پیشرفته تر تبیین شوند. در این روش با در نظر گرفتن تغییرات متغیرها در هر مقطع و در هر زمان به صورت مشترک، از تمامی داده های در دسترس استفاده می شود و بنابراین خطای مشاهدات کمتر می شود. داده های پانلی اطلاعات بیشتر، انعطاف پذیری بیشتر، همخطی کمتر، درجه ی آزادی بیشتر و کارایی بالاتری را ارائه می کنند. با مطالعه ی مشاهدات مقطعی تکراری، داده های تابلویی به منظور مطالعه ی پویای تغییرات، مناسب تر و بهتر هستند.

داده های ترکیبی به مجموعه داده هایی گفته می شود که بر اساس آن، مشاهدات بوسیله تعداد زیادی از متغیرهای مقطعی (N) که اغلب بصورت تصادفی انتخاب می شوند، در طول یک دوره زمانی مشخص (T) مورد بررسی قرار گرفته باشند. در این صورت (N*T) داده های آماری را داده های ترکیبی از داده های مقطعی و سری زمانی می نامند. به عبارت دیگر، اگر ویژگی های داده های مقطعی برای دو سال یا بیشتر مورد بررسی قرار گیرند، ساختار شکل گرفته مشاهدات، مجموعه داده های ترکیبی یا مجموعه داده های طولی نامیده می شود. این مجموعه داده ها شامل هر مجموعه از اشیاء، موجودات و ... است که ویژگی های آن در طول زمان تکرار شود. در سال های اخیر، از روش ترکیبی داده های مقطعی و سری زمانی در پژوهش های فراوانی استفاده شده است. مزیت استفاده از این روش افزایش قدرت آماری ضرائب در مقایسه با تجزیه و تحلیل مجزای داده های آماری به صورت سری زمانی یا مقطعی است. در این روش با در نظر گرفتن تغییرات متغیرها در هر مقطع و در هر زمان بصورت مشترک، از تمامی داده های در دسترس استفاده می شود و بنابراین، خطای مشاهدات کمتر می گردد. هر چند در تجزیه و تحلیل داده های آماری مقطعی، دامنه آماری گسترده است، اما در روش بررسی داده های ترکیبی اطلاعات به مراتب کارا تر خواهد بود. استفاده از این روش سبب مشاهده تاثیراتی می شود که نمی توان آنها را به سادگی در داده های

¹ Panel Data Analysis

مقطعی و سری زمانی مشاهده کرد. لذا داده های ترکیبی به منظور مطالعه پویای تغییرات، مناسبتر و بهتر هستند. بطور کلی داده های ترکیبی تحلیل های تجربی را به شکلی غنی می سازند که در صورت استفاده از داده های سری زمانی یا مقطعی این امکان وجود ندارد. البته نمی توان گفت که مدل سازی با داده های ترکیبی هیچ مشکلی ندارد (جان جانی، خدادادی، ۱۳۹۰).

۳-۷-۳-۱- مدل اثرات مشترک^۱

ساده ترین روش، حذف ابعاد فضا (مکان) و زمان از داده های تابلویی و تخمین مدل رگرسیون (۳-۴)، با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی^۲ است که آن را مدل داده های ترکیبی^۳ می نامند. یعنی همه مشاهدات سری زمانی را برای هر مقطع از بالا به پایین برای هر متغیر مدل مرتب کرده سپس، مدل را به روش حداقل مربعات معمولی تخمین بزنیم. در این صورت مدل (۳-۸) به صورت زیر خواهد بود:

$$Y_{it} = \alpha + \beta\mu_{it} + e_{it} \quad (۳-۸)$$

α عرض از مبدا مشترک برای تمامی مقاطع

β ضرایب مشترک

u بردار متغیرهای مستقل

Y بردار متغیرهای وابسته

e جملات خطا

در مدل (۳-۸) فرض می شود که مقدار عرض از مبدا برای مقاطع مختلف یکسان است. هم چنین فرض می شود که ضرایب شیب متغیرهای توضیحی برای مقاطع مختلف یکسان است.

¹ constant coefficients

² Ordinary least square method

³ Panel data

۳-۷-۳-۲- مدل اثرات ثابت^۱

در مدل اثرات ثابت، شیب رگرسیون در هر مقطع ثابت است و جمله ثابت از مقطعی به مقطع دیگر متفاوت است. هر چند اثر زمانی معنی دار نیست، اما اختلاف معنی داری میان مقطع ها وجود دارد و ضرایب مقطع ها با زمان تغییر نمی کند. یکی از روش های نشان دادن اثر مقطعی استفاده از متغیرهای مجازی است. شکل کلی این مدل به صورت رابطه (۹-۳) است:

$$Y_{it} = a_1 + a_2 DUM_2 + a_3 DUM_3 + \sum \beta_i X_{it} + e_{it} \quad (9-3)$$

X در مدل های اثرات ثابت که شیب ثابت دارند، فرض می شود که واریانس خطاها در هر مقطع و همچنین، بین مقاطع همسان است و خود همبستگی بین اجزای خطای آن وجود ندارد. به بیان دیگر، برای $t \neq s$ و $i \neq j$ ارتباط زیر برقرار است:

$$Cor(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js}) = 0$$

$$Var(\varepsilon_{it}) = \delta^2$$

۳-۷-۳-۳- مدل اثرات تصادفی^۲

اگر متغیرها به صورت تصادفی انتخاب شده باشند و بین متغیرهای توضیحی و خطاها همبستگی وجود نداشته باشد، می توان برای رسیدن به تخمین های کارا و سازگار از روش اثر تصادفی استفاده کرد. در مدل اثرات ثابت، برای دست یابی به تخمین های کارا از روش حذف متغیرهای غیر قابل اندازه گیری اثرگذار در مدل استفاده می شود. به کارگیری این روش موجب حذف بسیاری از متغیرهای مهم اثرگذار در رگرسیون داده های ترکیبی می شود. به این دلیل می توان با وارد کردن این متغیرها در اجزای خطا، به روش مدل اثر تصادفی این مشکل را حل کرد (جان جانی، خدادادی، ۱۳۹۰).

۳-۷-۳-۴- آزمون های تشخیص در پانل دیتا

زمون های تشخیص در پانل دیتا عبارتند از:

- انتخاب بین روش داده های تلفیقی و داده های تابلویی

¹ Fixed effect

² Random effect

در بررسی داده‌های مقطعی و سری‌های زمانی، اگر ضرایب اثرات مقطعی و اثرات زمانی معنی‌دار نشود، می‌توان داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرده و به وسیله یک رگرسیون حداقل مربعات معمولی تخمین زد. از آنجائیکه در اکثر داده‌های ترکیبی اغلب ضرایب مقاطع یا سری‌های زمانی معنی‌دار هستند این مدل که به مدل رگرسیون ترکیب شده معروف است کمتر مورد استفاده قرار می‌گیرد. بنابراین برای اینکه بتوان مشخص نمود آیا داده‌های پانل برای برآورد تابع موردنظر کارآمدتر خواهد بود یا نه، فرضیه ای آزمون می‌شود که در آن کلیه عبارات ثابت برآورد با یکدیگر برابر هستند. فرضیه‌های این آزمون که به آزمون چاو معروف است به صورت زیر می‌باشد:

H_0 : عرض از مبدأ در تمام مقاطع برابر است (داده‌های تلفیقی)

H_1 : عرض از مبدأ در تمام مقاطع برابر نیست (داده‌های تابلویی یا پانل دیتا)

در این آزمون فرضیه H_0 یعنی یکسان بودن عرض از مبداها در مقابل فرضیه H_1 یعنی ناهمسانی عرض از مبداها قرار می‌گیرد. در صورتی که فرضیه صفر (H_0) پذیرفته شود به معنی یکسان بودن شیب‌ها برای مقاطع مختلف بوده و قابلیت ترکیب شدن داده‌ها و استفاده از مدل رگرسیون ترکیب شده مورد تأیید آماری قرار می‌گیرد و فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش داده‌های ترکیب شده مورد آزمون قرار خواهد گرفت. اما در صورت رد فرضیه صفر (H_0) روش داده‌های تابلویی یا پانل دیتا پذیرفته می‌شود و فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل دیتا آزمون می‌شود. برای آزمون فرضیه از رابطه (۳-۱۰) استفاده می‌شود.

$$\text{Chow} = \frac{(RRSS - URSS) / (N-1)}{(URSS) / (NT - N - K)} \quad (۳-۱۰)$$

RRSS مجموع مربعات یاقیمانده مقید

URSS مجموع مربعات باقی مانده غیر مقید

این رابطه دارای توزیع F با $N-1$ و $NT-N-K$ درجه آزادی است. اگر ارزش آماره محاسبه شده از ارزش آماره جدول کمتر باشد، در سطح معنی داری تعیین شده، فرضیه صفر (H_0) رد می‌شود و اثر معنی داری

برای مقاطع وجود خواهد داشت. بنابراین، مدل اثرات ثابت انتخاب می شود. در غیر این صورت، از مدل داده‌های تلفیق شده استفاده می شود (جان جانی و خدادادی، ۱۳۹۰).

• انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

در انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن^۱ استفاده می شود. بر اساس آزمون هاسمن، نوع روش آزمون (اثرات ثابت یا تصادفی) تعیین و با توجه به نوع روش نسبت به برآورد مدل اقدام می شود. آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی انجام می شود. این آزمون بر پایه وجود یا عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل مدل شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، مدل اثرات تصادفی و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، مدل اثرات ثابت کاربرد خواهد داشت. فرضیه صفر (H_0) نشان دهنده عدم ارتباط متغیرهای مستقل و خطای تخمین و فرضیه مقابل (H_1) نشان دهنده وجود ارتباط است:

H_0 : اثرات تصادفی

H_1 : اثرات ثابت

برای انجام آزمون هاسمن تخمین مقدار واریانس q را با $v(q)$ نشان داده و آماره M بصورت ارتباط (۳-۱) ارائه می شود.

$$M = \frac{q}{v(q)} \quad (۱۱-۳)$$

M آماره هاسمن

q تعداد متغیرهای توضیحی

V تابع متغیرهای توضیحی

¹ Hausman test

۳-۸- خلاصه فصل

در این فصل، به روش اجرای پژوهش پرداخته شد. در ابتدا روش پژوهش و مفهوم فرضیه بیان گردید. سپس فرضیه های پژوهش حاضر مطرح شدند. پس از آن جامعه آماری مورد مطالعه و اجزای تشکیل دهنده آن و ویژگی هر یک از اجزا تشریح شد. در ادامه متغیرهای وابسته، متغیرهای مستقل و کنترلی تعریف عملیاتی گردیدند. سپس مدل ها مورد استفاده و روش های آماری مورد نیاز به منظور تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها معرفی گردید. فصل بعد به بیان مراحل و اجرای مدل ها برای هر یک از فرضیه ها خواهد پرداخت. همچنین اطلاعات محاسبه شده بر اساس روش های آماری موجود تجزیه و تحلیل و نتایج آن تفسیر خواهد شد.

فصل چهارم:

تجزیه و تحلیل داده‌ها

در یک پژوهش علمی و بخصوص تحقیقات میدانی و تجربی، تجزیه و تحلیل داده های جمع آوری شده از جامعه مورد بررسی، یکی از مهم ترین بخشهای پژوهشی محسوب می شود. این بخش از پژوهش اصلی ترین فعالیت تحقیقی پژوهشگر و جزء لاینفک هر پژوهشی می باشد. در این بخش از پژوهش است که محقق با استفاده از آزمون های آماری به بررسی فرضیات خود می پردازد.

پیوند دادن موضوع تحقیق به رشته ای از اطلاعات موجود مستلزم اندیشه ای خلاق است، معمولاً موضوعی به ذهن محقق خطور می کند که یافتن منابع داده های موجود برای بررسی آن مستلزم خلاقیت ذهنی محقق است، آرایش و تنظیم داده ها نیز مستلزم است. طرح دستچین کردن مطالب خاص، کدگذاری داده ها، استخراج الگوهایی از میان کدها همگی مستلزم خلاقیت اند. تجزیه و تحلیل داده های پژوهش به عنوان فرآیندی از روش علمی، یکی از پایه های اساسی هر روش تحقیقی است. به طور کلی، تجزیه و تحلیل عبارت از روشی است که از طریق آن کل فرآیند پژوهشی، از انتخاب مساله تا دسترسی به یک نتیجه هدایت می شود (خاکی، ۱۳۸۶).

در این فصل پژوهشگر برای پاسخگویی به مساله تدوین شده و یا تصمیم گیری در مورد رد یا تائید فرضیاتی که صورت بندی کرده است به تجزیه و تحلیل داده ها می پردازد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات مرتبط با آزمون فرضیه ها در این فصل ارائه شده است.

پژوهشگر پس از اینکه روش پژوهش خود را مشخص کرد و با استفاده از ابزارهای مناسب، داده های مورد نیاز را برای تجزیه و تحلیل فرضیه های خود جمع آوری کرد، اکنون نوبت آن است که با بهره گیری از تکنیک های آماری مناسبی که با روش پژوهش، نوع متغیرها و ... سازگاری دارد، داده های جمع آوری شده را دسته بندی و تجزیه و تحلیل نماید و در نهایت فرضیه هایی را که این مرحله او را در پژوهش هدایت کرده اند در بوته آزمون قرار دهد و تکلیف آنها را روشن کند و سرانجام بتواند پاسخ یا راه حلی برای پرسشی که پژوهش بیابد.

همان طوری که قبلاً" توضیح داده شد، اطلاعات لازم برای آزمون فرضیه های پژوهش از منابع مختلفی از جمله نرم افزار بورسی مانند ره آورد نوین، سایت بورس و غیره استخراج شده که پس از انتقال صفحه گسترده EXCEL مورد پردازش قرار گرفته است و سپس با توجه به فرضیه، به تجزیه و تحلیل اطلاعات با استفاده از نرم افزار EVIEWS می پردازیم. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه از روشهای مختلفی استفاده می شود؛ بدان معنا که ابتدا اطلاعات مورد نیاز برای انجام محاسبه و سپس آزمون های رگرسیون برای مطالعه تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی علامت اختصاری متغیرهای پژوهش در جدول (۴-۱) ارائه شده است:

جدول (۴-۱): علامت اختصاری متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	متغیرهای پژوهش	نماد
مستقل	مالی سازی شرکت	CF
وابسته	نوآوری شرکت	INNO
متغیر تعدیل گر	محدودیت مالی	FC
کنترل	اندازه شرکت	SIZE
	اهرم مالی	LEV
	فرصت های رشد	MBV
	بازده دارایی	ROA

۴-۲- یافته های توصیفی

ابتدا جهت تجزیه و تحلیل داده ها، آماره های توصیفی داده های تحت مطالعه محاسبه می گردد. جدول (۴-۲)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکتها را نشان می دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می باشد و شامل اطلاعات مربوط به میانگین و میانه است. دسته دوم اطلاعات شامل پارامترهای مربوط به پراکندگی نظیر انحراف معیار است که بیانگر پراکنش داده ها حول محور میانگین می باشد.

✓ اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال میانگین مالی سازی شرکت و نوآوری

شرکت به ترتیب برابر ۰/۰۸۴ و ۰/۰۷۵ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. حداقل و حداکثر این متغیر برابر ۰/۰۰۰ و ۰/۲۷۰ است که نشان می‌دهد شکاف قابل توجهی بین شرکت‌ها در پذیرش مالی سازی شرکت وجود دارد. همچنین میانگین بازده دارایی برابر ۰/۱۴۵ است که نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه از طریق دارایی‌ها قادر به تولید سود به مقدار ۱۴/۵ درصد بوده‌اند. همچنین حداکثر مقدار مربوط به نوآوری شرکت مربوط به شرکت ایران دارو می‌باشد.

جدول (۴-۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکتها

متغیرها	مشاهدات	میانگین	میانۀ	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
مالی سازی شرکت	۸۴۰	۰/۰۸۴	۰/۰۵۹	۰/۱۲۵	۰/۰۰۰	۰/۲۷۰
نوآوری شرکت	۸۴۰	۰/۰۷۵	۰/۰۵۵	۰/۱۴۱	۰/۰۰۰	۰/۳۱۹
اندازه شرکت	۸۴۰	۱۲/۲۲	۱۲/۱۲	۰/۷۵۷	۱۰/۲۵	۱۴/۷۹
اهرم مالی	۸۴۰	۰/۶۵۴	۰/۶۲۷	۰/۳۵۸	۰/۰۱۲	۰/۹۷۵
فرصت های رشد	۸۴۰	۱/۷۳۰	۱/۴۴۷	۰/۹۰۹	۰/۳۵۹	۸/۴۹۲
بازده دارایی	۸۴۰	۰/۱۴۵	۰/۱۲۵	۰/۱۵۷	-۰/۱۴۶	۰/۷۷۴

منبع: یافته های پژوهش

✓ میانۀ یکی دیگر از شاخص های مرکزی می باشد که وضعیت جامعه را نشان می دهد. میانۀ مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت به ترتیب برابر ۰/۰۵۹ و ۰/۰۵۵ است و نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. مینیمم و ماکزیمم، به ترتیب کمترین و بیشترین عدد متغیر در جامعه آماری را نشان می‌دهد. برای مثال کمترین مقدار برابر ۰/۱۴۶- برای متغیر بازده دارایی و بیشترین مقدار برای اندازه شرکت با مقدار ۱۴/۷۹ می باشد. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر نوآوری شرکت برابر با (۰/۱۴۱) و برای متغیر مالی سازی شرکت برابر با (۰/۱۲۵) می‌باشد که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، نوآوری شرکت و مالی سازی شرکت به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی می‌باشند.

برای تعیین محدودیت مالی روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص BNPO وارد نموده، مقدار BNPO محاسبه می‌شود. مقادیر از کوچکترین به بزرگترین مرتب شده، سپس به پنج قسمت تقسیم می‌شوند. شرکت‌های موجود در پنجک چهارم و پنجم را به عنوان محدودیت تامین مالی شناسایی می‌شوند. برای تعیین محدودیت مالی ۱۴۰ شرکت نمونه مورد بررسی قرار گرفته است. از بین شرکت‌های بررسی شده ۲۸ شرکت در پنجک چهارم و ۲۸ شرکت در پنجک پنجم قرار می‌گیرند. بنابراین از بین شرکت‌های مورد بررسی ۵۶ شرکت (۳۳۶ مشاهده) دارای محدودیت مالی و ۸۴ شرکت (۵۰۴ مشاهده) فاقد محدودیت مالی هستند. به شرکت‌های دارای محدودیت مالی عدد ۱ و به شرکت‌های فاقد محدودیت مالی عدد ۰ تعلق می‌گیرد. جدول ۱ مطالب بالا را بصورت شفاف‌تر ارائه می‌کند:

جدول ۲: تعیین شرکت‌های دارای محدودیت در تامین مالی

عناوین	پنجک ۱	پنجک ۲	پنجک ۳	پنجک ۴	پنجک ۵
احتمال محدودیت در تامین مالی	۰ تا ۲۰٪	۲۰ تا ۴۰٪	۴۰ تا ۶۰٪	۶۰ تا ۸۰٪	۸۰ تا ۱۰۰٪
شرکت‌های دارای محدودیت در تامین مالی				*	*

۴-۳- آزمون بررسی توزیع داده های پژوهش

نرمال بودن متغیرها، شرط اولیه انجام کلیه آزمون های پارامتریک می باشد. به منظور چگونگی توزیع متغیرهای پژوهش از آزمون کلموگروف- اسمیرنوف استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معنی داری کمتر از ۰.۰۵ باشد ($Sig < 0.05$)، فرض صفر در سطح اطمینان ۰.۹۵ رد می شود. مفروضات آزمون کلموگروف- اسمیرنوف به قرار زیر می باشد:

$$\begin{cases} H_0: \rho_i \geq 0 & \text{توزیع داده ها نرمال است} \\ H_1: \rho_i < 0 & \text{توزیع داده ها نرمال نیست} \end{cases}$$

همانطور که نتایج نشان می دهد سطح معنی داری وابسته نوآوری شرکت برابر ۰/۱۰۸ می باشد که رقم آنها بیشتر از ۰.۰۵ است؛ با اطمینان ۰.۹۵ متغیر وابسته دارای توزیع نرمال هستند؛ لذا در سطح اطمینان ۰.۹۵ فرض H_1 رد، و فرض H_0 تائید می شود. همچنین در بین سایر متغیرها مالی سازی شرکت با

سطح معنی داری ۰/۱۳۰ دارای توزیع نرمال هستند. از آنجایی که شرط نرمال بودن برای متغیر وابسته ضروری است، نیازی به نرمال کردن سایر داده ها نیست.

جدول (۴-۳): نتایج آزمون K-S

متغیرها	تعداد مشاهدات	آماره Z	P-Value
نوآوری شرکت	۸۴۰	۱/۰۳۴	۰/۱۰۸
مالی سازی شرکت	۸۴۰	۰/۹۲۰	۰/۱۳۰
اندازه شرکت	۸۴۰	۳/۳۳۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۸۴۰	۱/۴۸۰	۰/۰۲۴
فرصت های رشد	۸۴۰	۱/۵۰۶	۰/۰۱۲
بازده دارایی	۸۴۰	۱/۶۴۳	۰/۰۰۸

منبع: یافته های پژوهش

۴-۴- یافته های استنباطی

۴-۴-۱- آزمون ضریب همبستگی پیرسون

برای بررسی رابطه میان متغیرها، نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) و میزان رابطه، از ضریب همبستگی استفاده می شود. ضریب همبستگی همواره بین ۱ و -۱ است. در صورت فقدان رابطه بین دو متغیر، این دو متغیر مستقل از هم هستند و میزان آن صفر خواهد بود. همچنین هر چه قدر مطلق عدد بدست آمده بزرگتر باشد نشانگر همبستگی بالا بین دو متغیر و علامت های مثبت و منفی نیز جهت رابطه را نشان می دهند. همبستگی بالا بین متغیرهای مستقل باعث ایجاد مشکل هم خطی می شود. گجراتی (۲۰۰۴) پیشنهاد می کند که اگر همبستگی بین متغیرهای مستقل بیشتر از ۰/۸۰ باشد، مساله هم خطی یک مشکل جدی است و باید بررسی بیشتری صورت گیرد. در جدول (۴-۴)، در خصوص ارتباط متغیرهای مستقل و کنترل با متغیر وابسته می توان بیان کرد که؛ بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت همبستگی مثبت و معنی داری وجود دارد که بیان می کند شرکت هایی که فرایند مالی شدن را طی می کند، بصورت نوآورانه عمل می کنند که سازگار با نتایج فرضیه های پژوهش است. همچنین، بین محدودیت مالی و مالی سازی همبستگی از نوع منفی و معنی دار است.

جدول ۴-۴ ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی									
بازده دارایی ها	فرصت های رشد	اندازه شرکت	اهرم مالی	محدودیت مالی* مالی سازی شرکت	محدودیت مالی	نوآوری شرکت	مالی سازی شرکت	مالی سازی شرکت	مالی سازی شرکت
						۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰
				۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	-۰/۰۷۶*	۱/۰۰۰	۰/۱۵۸**	۰/۱۵۸**
				۱/۰۰۰	۰/۵۴۹**	-۰/۰۱۴	-۰/۰۱۴	۰/۱۰۸**	۰/۱۰۸**
			۱/۰۰۰	-۰/۰۰۳	-۰/۰۳۱	۰/۰۷۴	۰/۰۷۴	۰/۱۲۷**	۰/۱۲۷**
		۱/۰۰۰	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۳	۰/۰۴۹	۰/۰۱۴	۰/۰۱۴	-۰/۰۶۷	-۰/۰۶۷
	۱/۰۰۰	۰/۶۵۱**	۰/۰۲۳	-۰/۰۴۴	۰/۰۴۳	۰/۰۳۰	۰/۰۳۰	-۰/۰۷۹*	-۰/۰۷۹*
۱/۰۰۰	-۰/۰۱۳	۰/۰۲۳	-۰/۰۰۹	۰/۰۵۲	-۰/۰۸۶*	-۰/۰۸۱*	-۰/۰۸۱*	-۰/۰۷۷*	-۰/۰۷۷*

نکته: همبستگی معنی دار بین متغیرهای پژوهش با علامت ** و * نشان داده شده است که علامت * نشان دهنده همبستگی در سطح معنی داری ۰/۰۱ و علامت * نشان دهنده سطح معنی داری ۰/۰۵ می باشد.

۴-۴-۲- آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

به منظور تخمین مدل های پژوهش از تکنیک داده های تلفیقی استفاده شده است. ضرورت استفاده از این تکنیک که داده های سری زمانی و مقطعی را با هم ترکیب می کند، بیشتر به خاطر افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش هم خطی بین متغیرها است. لذا تخمین مدل ها با استفاده از داده های ترکیبی و برای همه شرکت های نمونه در طی سال های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ انجام می گیرد. آنگاه بر اساس تخمین های به دست آمده و به کمک آزمون های آماری F و t احتمال محاسبه شده (p -value) و ضریب تعیین به قضاوت و ارزیابی در مورد هر یک از فرضیه های پژوهش پرداخته می شود.

سوالی که اغلب در مطالعات کاربردی مطرح می شود، این است که آیا شواهدی دال بر قابلیت ادغام شدن داده ها وجود دارد یا اینکه مدل برای تمام واحدهای مقطعی متفاوت است. لذا باید ابتدا بررسی شود که آیا بین مقاطع، ناهمگنی یا تفاوت های فردی وجود دارد یا خیر؟ در صورت وجود ناهمگنی از روش داده های تابلویی و در غیر این صورت، از روش داده های تلفیقی با رویکرد حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین مدل استفاده می گردد.

برای این منظور، از آزمون لیمر (چاو) استفاده می شود که آزمون فرضیه ها به صورت زیر تنظیم می شود:

H_0 : یکسان بودن عرض از مبدا (داده های تلفیقی)

H_1 : ناهمسانی عرض از مبدا (داده های تابلویی)

اگر مشخص شد که مقاطع مورد بررسی ناهمگن و دارای تفاوت های فردی بوده، روش های تابلویی (پانل دیتا) مناسب تر هستند، به منظور انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. در صورتی که داده های آماری به گونه ای بود که مقاطع دارای عکس العمل های متفاوتی باشند و برای هر مقطع عرض از مبدأ جداگانه ای در نظر گرفته شود، باید منشأ خطاهای ناشی از تخمین نیز مشخص شود. به بیان دیگر، باید مشخص شود که خطای ناشی از تخمین در طی زمان اتفاق افتاده است یا اینکه خطای نام برده شده علاوه بر اینکه در طی زمان اتفاق افتاده به دلیل تغییر در مقاطع نیز بوده است. در

نحوه در نظر گرفتن چنین خطاهای با دو اثر، اثرات ثابت و اثرات تصادفی مواجه می شود. در اثرات ثابت، خطای تخمین ناشی از تغییر مقاطع در عرض از مبدأ منظور می گردد ولی در مدل اثر تصادفی چنین خطاهایی به طور تصادفی در نظر گرفته می شود.

هاسمن (۱۹۷۸)، آزمونی را برای تشخیص روش برآورد ارائه نموده است. بر اساس این آزمون، فرضیه صفر دال بر این است که روش اثرات تصادفی کارا و سازگار است و فرضیه مقابل مبتنی بر این است که روش اثرات ثابت کارا و سازگار است.

نتایج آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن برای فرضیه های پژوهش در جدول (۴-۵) ارائه شده است:

گام اول: تشخیص همگن یا ناهمگن بودن داده ها با استفاده از آزمون لیمر (چاو)

جدول (۴-۵). نتایج آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدأ مقاطع)

نتیجه آزمون	P-Value	Statistic	مدل آزمون	فرضیه صفر (H_0)
فرض H_0 رد می شود	۰/۰۰۰	۶/۷۸۸	فرضیه اول	عرض از مبدأ تمامی
فرض H_0 رد می شود	۰/۰۰۰	۵/۷۳۴	فرضیه دوم	مقاطع با هم یکسان است

منبع: یافته های پژوهش

در آزمون F لیمر، فرضیه H_0 استفاده از روش داده های تلفیقی را در مقابل فرضیه H_1 یعنی استفاده از روش داده های تابلویی نشان می دهد. با توجه به سطح معناداری به دست آمده از جدول ۴-۵، نتیجه این آزمون بیانگر این مطلب است که مقاطع مورد بررسی ناهمگن و دارای تفاوت های فردی بوده، بنابراین استفاده از روش های داده های تابلویی برای هر ۲ مدل مناسب تر است. بعد از انتخاب روش داده های تابلویی توسط آزمون لیمر، آزمون هاسمن انجام گرفت. در این آزمون در صورت پذیرفته شدن H_0 از مدل اثرات تصادفی و در صورت پذیرفته شدن H_1 از مدل اثرات ثابت استفاده می گردد. خلاصه نتایج آزمون هاسمن به شرح نگاره ۴-۶ ارائه شده است:

جدول (۴-۶). نتایج آزمون هاسمن (انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی)

نتیجه آزمون	P-Value	آماره کای دو	مدل آزمون	فرضیه صفر (H_0)
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۰۰۰	۲۸/۷۰۳	فرضیه اول	تفاوت در ضرایب
فرض H_0 پذیرفته می شود	۰/۰۰۰	۳۰/۶۷۸	فرضیه دوم	سیستماتیک نیست. (مدل اثرات تصادفی است)

منبع: یافته های پژوهش

همانطور که نتایج جدول ۴-۶ نشان می دهد، مقدار این آماره برای تمام مدل ها معنی دار است و سطح معنی داری گزارش شده در جدول ۴-۶ برای ۲ مدل کمتر از ۰/۰۵ است و بیانگر پذیرش فرضیه H_0 و رد فرضیه H_1 در سطح اطمینان ۹۵ درصد بوده و بر استفاده از روش اثرات ثابت دلالت دارد.

۴-۵- آزمون فرضیه های پژوهش

۴-۵-۱- آزمون فرضیه اول

این فرضیه بیان می دارد، مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می شود:

فرضیه H_0 : مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر ندارد.

فرضیه H_1 : مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در جدول ۴-۷ نشان می دهد که مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر مثبت (۰/۵۸۳) و معنی داری (۰/۰۰۰) وجود دارد. بنابراین فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرش می شود. بنابراین با افزایش مالی سازی شرکت، نوآوری شرکت افزایش می یابد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که حدود ۴/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته نوآوری شرکت توسط متغیر مستقل مالی سازی شرکت و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می باشد که حاکی از

معنی داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی اول مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

در ارتباط با سایر متغیرها، علامت منفی اندازه شرکت (-۰/۱۸۹) حاکی از ارتباط منفی و معنی دار (۰/۰۰۸) بین این متغیر با نوآوری شرکت می‌باشد. همچنین نتایج جدول ۴-۷ حاکی از آن است که بین اهرم مالی با نوآوری شرکت به ترتیب ارتباط مثبت (۰/۳۵۴) و معنی داری (۰/۰۱۹) در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. در حالیکه ارتباط بین بازده دارایی و فرصت های رشد با نوآوری شرکت منفی (۰/۷۶۱) -، (۰/۰۴۶) و غیرمعنی دار (۰/۰۷۷، ۰/۵۳۴) است

جدول ۴-۷) تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی

$INNO_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 MBV_{i,t} + e_{i,t}$					
متغیر وابسته: نوآوری شرکت					
VIF	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	۰/۰۱۴	۲/۴۵۰	۰/۸۹۸	۲/۲۰۱	ضریب ثابت
۱/۱۶۶	۰/۰۰۰	۳/۶۸۵	۰/۱۵۸	۰/۵۸۳	CF _{i,t}
۱/۰۲۵	۰/۰۰۸	-۲/۶۳۹	۰/۰۷۲	-۰/۱۸۹	SIZE _{i,t}
۱/۲۶۳	۰/۰۱۹	۲/۳۵۳	۰/۱۵۱	۰/۳۵۴	LEV _{i,t}
۱/۳۶۷	۰/۰۷۷	-۱/۷۶۹	۰/۴۳۰	-۰/۷۶۱	ROA _{i,t}
۱/۲۱۳	۰/۵۳۴	-۰/۶۱۹	۰/۰۷۴	-۰/۰۴۶	MBV _{i,t}
۰/۰۴۷					R ² تعدیل شده
۲/۱۱۲					دوربین واتسون
۸/۱۹۱					آماره F
۰/۰۰۰					احتمال آماره F

منبع: یافته های پژوهش

۴-۵-۲- آزمون فرضیه دوم

این فرضیه بیان می‌دارد، محدودیت مالی بر رابطه بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت تاثیر دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه H₀: محدودیت مالی بر رابطه بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت تاثیر ندارد.

فرضیه H₁: محدودیت مالی بر رابطه بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت تاثیر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در جدول ۴-۸ نشان می‌دهد که محدودیت مالی بر رابطه بین مالی‌سازی شرکت و نوآوری شرکت تاثیر منفی (۰/۳۸۷-) و معنی‌داری (۰/۰۲۷) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۶/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته نوآوری شرکت توسط متغیرهای مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی دوم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

جدول ۴-۸) تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی

$INNO_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 FC_{i,t} + \beta_3 CF * FC_{i,t} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 MBV_{i,t} + e_{i,t}$					
متغیر وابسته: نوآوری شرکت					
VIF	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			خطا	ضریب	
	۰/۰۳۷	۲/۰۷۹	۰/۹۰۲	۱/۸۷۵	ضریب ثابت
۱/۵۹۶	۰/۰۰۰	۳/۹۹۳	۰/۱۶۲	۰/۶۴۹	CF _{i,t}
۱/۲۶۱	۰/۰۳۵	-۲/۱۰۹	۰/۲۰۲	-۰/۴۲۵	FC _{i,t}
۱/۴۵۳	۰/۰۲۷	-۲/۳۸۸	۰/۱۶۲	-۰/۳۸۷	CF * FC _{i,t}
۱/۲۶۱	۰/۰۲۵	-۲/۲۴۶	۰/۰۷۲	-۰/۱۶۲	SIZE _{i,t}
۱/۰۴۳	۰/۰۱۰	۲/۵۵۲	۰/۱۵۰	۰/۳۸۴	LEV _{i,t}
۱/۲۳۱	۰/۰۵۴	-۱/۹۲۴	۰/۴۲۹	-۰/۸۲۵	ROA _{i,t}
۱/۰۹۸	۰/۵۹۱	-۰/۵۳۷	۰/۰۷۴	-۰/۰۴۰	MBV _{i,t}
		۰/۰۶۷			R ² تعدیل شده
		۲/۱۱۳			دوربین واتسون
		۷/۳۲۴			آماره F
		۰/۰۰۰			احتمال آماره F

منبع: یافته های پژوهش

در ارتباط با سایر متغیرها، علامت منفی اندازه شرکت (۰/۱۶۲-) حاکی از ارتباط منفی و معنی‌دار (۰/۰۲۵) بین این متغیر با نوآوری شرکت می‌باشد. همچنین نتایج جدول ۴-۸ حاکی از آن است که بین اهرم مالی

با نوآوری شرکت به ترتیب ارتباط مثبت (۰/۳۸۴) و معنی داری (۰/۰۱۰) در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. در حالیکه ارتباط بین بازده دارایی و فرصت های رشد با نوآوری شرکت منفی (۰/۸۲۵-)، ۰/۰۴۰-) و غیرمعنی دار (۰/۰۵۴، ۰/۵۹۱) است

۴-۶- خلاصه نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

خلاصه نتایج آزمون فرضیه های پژوهش در جدول (۴-۱۰) ارائه شده است:

جدول (۴-۱۰): خلاصه نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه	فرضیه های پژوهش	نتایج	نوع رابطه
۱	مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر دارد.	پذیرش	مثبت
۲	محدودیت مالی بر رابطه بین مالی سازی شرکت و نوآوری شرکت تاثیر دارد.	پذیرش	تضعیف رابطه مثبت

۴-۷- خلاصه فصل

در این فصل، تجزیه و تحلیل داده های پژوهش با جمع آوری، تلخیص، پردازش و آزمون فرضیه ها انجام شده است، که در آن درصد بررسی تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی در بورس اوراق بهادار تهران بوده ایم.

ابتدا آمار توصیفی و نرمال سازی متغیرهای پژوهش را با استفاده از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف بررسی کردیم. سپس با استفاده از آزمون همبستگی پیرسون، همبستگی بین متغیرهای مستقل را آزمون کردیم و در ادامه ناهمسانی فرضیه های پژوهش، انجام آزمون F لیمر (چاو) جهت تلفیقی یا تابلویی بودن داده ها و انجام آزمون هاسمن جهت انتخاب روش اثرات ثابت و تصادفی بودن فرضیه ها را آزمون کردیم و در نهایت، اقدام به آزمون رگرسیون خطی فرضیه های پژوهش نمودیم.

فصل پنجم:

تیجہ گیری و پیشہ دہائی پر روش

هدف و انگیزه اصلی پژوهش حاضر این بود که تاثیر مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی شرکت های پذیرفته شده مورد بررسی قرار دهد. با توجه به اهمیت نوآوری شرکت این پژوهش درصدد بررسی اقدامات شرکت برای ترغیب مدیران به انتخاب طرح های نوآورانه از طریق تبدیل دارایی های فیزیکی به دارایی های مالی است.

با توجه به این که عوامل مختلفی بر نوآوری شرکت اثر می گذارند. عوامل همچون کیفیت حساسی، شفافیت اطلاعات مالی، حاکمیت شرکتی، مسئولیت پذیری اجتماعی، مدیریت سود و ... در تحقیقات گذشته در نظر گرفته شده است. در این پژوهش سعی گردید عواملی دیگر در بازار مورد بررسی قرار گیرد. در فصل سوم، روش انجام پژوهش و نیز آزمون فرضیه ها، تشریح گردید. در نهایت در فصل چهارم، فرآیند تجزیه و تحلیل داده ها و نتایج بدست آمده حاصل از آزمون فرضیه ها مورد بررسی قرار گرفت. در این فصل با مروری بر نتایج بدست آمده، محدودیت های پژوهش و پیشنهادهای لازم ارائه شده است.

۲-۵. تفسیر نتایج فرضیه های پژوهش

۱-۲-۵. تفسیر فرضیه اول

نتایج نشان داد که مالی سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر مثبت و معنی داری دارد. در حقیقت شرکت هایی که اقدام به مالی سازی می کنند، تمایل دارند تا طرح های نوآورانه را انتخاب کنند. بدین معنی شرکت هایی که دارایی های فیزیکی را به دارایی های مالی تبدیل می کنند این انگیزه را دارند تا بتوانند از طریق انجام سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه اقدام به تولید طرح های نوآورانه کنند. به عنوان یکی از ابعاد اساسی توسعه مالی، مالی شدن نیز برای توسعه نوآورانه شرکت ها مهم است. از یک سو، سرمایه گذاری مالی بنگاه ها به سمت اصلی سرمایه گذاری شرکت های غیر مالی تبدیل شده است. زمانی که نگهداری دارایی های مالی برای «پس انداز» است، سرمایه گذاری مالی می تواند با ریسک تحقیق و توسعه مقابله کند و تداوم سرمایه گذاری در نوآوری را حفظ کند از سوی دیگر، دارایی های مالی توسط

شرکت‌ها برای «اهداف سفته‌بازی» نگهداری می‌شوند که بیشتر به دلیل تفاوت بازدهی آنها و بر اساس این انگیزه است. رفتار سرمایه‌گذاری مالی می‌تواند به سرمایه‌گذاری سرمایه‌فعالیت‌های نوآورانه شرکت‌ها تجاوز کند. گونزالس و همکاران (۲۰۲۰) نشان داده‌اند که تخصیص دارایی‌های مالی شرکت‌ها به طور قابل توجهی سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. فعالیت‌های نوآوری دارای ویژگی‌های یک چرخه طولانی و تحقیق و توسعه بالا است که نیاز به تزریق سرمایه‌زیادی دارد. افزایش سرمایه‌گذاری مالی باعث از بین رفتن سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه و نوآوری می‌شود، بهبود سطح فناوری شرکت، کیفیت نوآوری و ظرفیت تولید را کاهش می‌دهد، دستاوردهای نوآوری را کاهش می‌دهد و از بهبود کارایی تولید شرکت جلوگیری می‌کند. به طور مشابه، آکمیک و همکاران (۲۰۲۱) دریافتند که افزایش دارایی‌های مالی یک شرکت، سرمایه‌گذاری در تأمین مالی تحقیق و توسعه را کاهش می‌دهد و در نتیجه بر توسعه تجارت اصلی خود شرکت تأثیر می‌گذارد. همچنان لی و همکاران (۲۰۲۲) دریافتند که مالی‌سازی از منظر ماهیت حقوق صاحبان سهام و رقابت در بازار، بر بازده نوآوری شرکت تأثیر منفی دارد. شرکت‌ها برای تحقیق و توسعه و صندوق‌های نوآوری برای بخش مالی، به دور از کسب‌وکار اصلی، پیگیری منافع کوتاه‌مدت، استفاده خواهند شد، در حالی که فرآیند نوآوری را نادیده می‌گیرند، که منجر به "اثر ازدحام" می‌شود، که منجر به یک سیستم نوآوری مستقل می‌شود، شکل‌گیری دشوار است، کارایی نوآوری را کاهش می‌دهد. نتایج سازگار با یافته‌های سئو و همکاران (۲۰۱۲)؛ گو و ژانگ (۲۰۲۰)؛ پان و همکاران (۲۰۲۰)؛ هوانگ و همکاران (۲۰۲۲) و لیو و همکاران (۲۰۲۲) می‌باشد.

۲-۲-۵. تفسیر فرضیه دوم

نتایج نشان می‌دهد که محدودیت مالی بر رابطه بین مالی‌سازی شرکت و نوآوری شرکت تأثیر دارد. بدین ترتیب، محدودیت مالی موجب تعدیل رابطه بین مالی‌سازی شرکت و نوآوری شرکت می‌شود. در حقیقت، شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه هستند، زمانی که اقدام به مالی‌سازی می‌کنند با انگیزه فرصت‌طلبی مواجه می‌شوند و موجب تضعیف فرآیند نوآوری شرکت می‌شود.

زمانی که مالی‌سازی شرکت بر نوآوری تأثیر می‌گذارد، ممکن است توسط سطح تأمین مالی بهینه نیز محدود شود. زمانی که میزان محدودیت‌های تأمین مالی خارجی زیاد و هزینه تأمین مالی بالا باشد، انگیزه مالی‌سازی شرکت‌ها پیشگیرانه‌تر است. بنگاه‌ها می‌توانند از طریق درآمد‌داری‌های مالی به دنبال سود بیشتر باشند و نقش مخازن را ایفا کنند. سرمایه‌گذاری در محصولات مالی می‌تواند سود انباشته داخلی را افزایش دهد، اطمینان حاصل کند که شرکت‌ها سرمایه‌گذاری سرمایه نوآوری کافی و مستمر دارند و کارایی نوآوری را تضمین می‌کند. سرولات و همکاران (۲۰۲۱) دریافتند که بهبود تخصیص‌داری‌های مالی در بخش‌ها و کاهش مشکلات تأمین مالی شرکت‌ها می‌تواند باعث رشد کسب‌وکار شود، که به نظر می‌رسد نشان می‌دهد که وقتی شرکت‌ها محدودیت‌های تأمین مالی دارند، مالی‌سازی شرکت‌ها مانع توسعه شرکت‌ها نمی‌شود. شرکت‌ها اغلب از کانال‌های سرمایه‌گذاری جدید برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی، گسترش کانال‌های تأمین مالی و تنوع بخشیدن به ریسک‌های تجاری استفاده می‌کنند. برای شرکت‌ها، محدودیت‌های تأمین مالی اساساً فعالیت‌های نوآورانه آنها را محدود می‌کند، به احتمال زیاد به دلیل کمبود بودجه که منجر به خاتمه فعالیت‌های نوآوری می‌شود. زمانی که تأمین مالی پیچیده باشد، مالی‌سازی منجر به انباشت وجوه می‌شود تا فعالیت‌های نوآورانه شرکت‌ها تداوم تزریق سرمایه را داشته باشند. تائو و همکاران (۲۰۲۱) پیامدهای اجتماعی مالی شدن را مورد بررسی قرار داد و کشف کرد که تأثیر فشار بر سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی دارد. با این حال، زمانی که بودجه محدود است، مالی‌سازی اثر مخزنی بر سرمایه‌گذاری زیست‌محیطی دارد. مزایای مالی‌سازی شرکت‌ها می‌تواند محدودیت‌های تأمین مالی را کاهش دهد، هزینه‌های تأمین مالی را کاهش دهد و نوآوری شرکت را تأمین مالی کند. با مدلسازی نیازهای جریان نقدی شرکت‌ها، آلمیدا و همکاران (۲۰۲۱) استدلال کردند که مالی‌سازی شرکت می‌تواند نوآوری شرکت را تسهیل کند. وقتی شرکت‌ها سودآور هستند، مالی‌سازی می‌تواند مشکلات تأمین مالی را کاهش دهد و جریان نقدی پایداری را برای فعالیت‌های نوآورانه شرکت‌ها فراهم کند. تمام مطالعات قبلی نشان می‌دهد که محدودیت‌های تأمین مالی بر تأثیر مالی‌سازی شرکت‌ها بر نوآوری تأثیر خواهد داشت. هنگامی که یک شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شود، مزایای مالی‌سازی می‌تواند به آن‌ها کمک کند تا نیازهای

خود را برای صندوق‌های نوآوری برآورده کنند، که وجوه تحقیق و توسعه بیشتری را برای شرکت‌ها به ارمغان می‌آورد. این به شرکت‌ها کمک می‌کند تا فعالیت‌های نوآوری زیر را انجام دهند و منابع مالی را برای بهبود کارایی نوآوری فراهم کنند. نتایج سازگار با یافته‌های سئو و همکاران (۲۰۱۲)؛ گو و ژانگ (۲۰۲۰)؛ پان و همکاران (۲۰۲۰)؛ هوانگ و همکاران (۲۰۲۲) و لیو و همکاران (۲۰۲۲) می‌باشد.

۳-۵. بحث و نتیجه‌گیری

در حال حاضر معمولاً شرکتها سرمایه‌گذاری مالی در روند انگیزه سود سرمایه انجام می‌دهند. هیچ اتفاق نظری در مورد تعریف مالی شدن وجود ندارد ساویر (۲۰۲۰) اشاره کرد که مالی شدن سرمایه‌گذاری قابل توجهی در بازارهای مالی نسبت به اقتصاد واقعی است. یکی از جلوه‌های سطح خرد مالی‌سازی شرکت‌ها، افزایش سهم سود از کانال‌های مالی است که حتی برخی از شرکت‌ها برای حفظ سودآوری اساسی خود به آن‌ها تکیه می‌کنند. بنابراین، شرکت از تجارت اصلی خود غافل می‌شود. هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر مالی‌سازی شرکت بر نوآوری شرکت با تاکید بر محدودیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که مالی‌سازی شرکت بر نوآوری شرکت تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد. بدین معنی که مدیران با استقبال از طرح‌های نوآورانه و سرمایه‌گذاری در تحقیقات و توسعه دست به تبدیل دارایی‌های فیزیکی به دارایی‌های مالی می‌کنند که این رویکرد از انگیزه پس‌انداز مدیران نشأت می‌گیرد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که محدودیت مالی بر رابطه بین مالی‌سازی شرکت و نوآوری شرکت تاثیر دارد. در حقیقت، محدودیت مالی رابطه بین مالی‌سازی شرکت و نوآوری سازمانی را تعدیل می‌کند. بدین ترتیب، شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه هستند به دلیل کمبود منابع و متورم شدن بدهی‌ها، توانایی تبدیل دارایی‌های فیزیکی به مالی را ندارند یا این فرایند را با سرعت کند انجام می‌دهند. همین روند موجب می‌شود که شرکت نتواند طرح‌های نوآورانه را سرمایه‌گذاری کند و با مرور زمان نیز مدیران از سرمایه‌گذاری در تحقیقات و توسعه دلسرد می‌شوند که در نهایت موجب

کاهش نوآوری سازمانی می شود. نتایج سازگار با یافته های سئو و همکاران (۲۰۱۲)؛ گو و ژانگ (۲۰۲۰)؛ پان و همکاران (۲۰۲۰)؛ هوانگ و همکاران (۲۰۲۲) و لیو و همکاران (۲۰۲۲) می باشد.

۵-۴- محدودیت های پژوهش

به طور کلی پژوهش های علمی نیازمند تردید منظم و منطقی هستند و پژوهشگران باید به نتایج پژوهش به دیده انتقاد بنگرند و منتقد سرسخت پژوهش های خویش و دیگران باشند. به بیان دیگر، دنیایی که برای مطالعه به ما داده شده است، دنیایی صددرصد درست یا نادرست نیست. در علم تجربی هیچ چیز را نمی توان با قطعیت مطلق ثابت کرد و اصولاً تئوری نه ثابت کردنی نه رد کردنی و نه غیر احتمالی است. تحقیق حاضر نیز از موارد بیان شده فوق مستثنی نیست و دارای محدودیت هایی است که باعث می شود نتایج آن با احتیاط بیان شود. محدودیت ها و مشکلاتی که در اجرای پژوهش حاضر وجود داشته و باید حین تفسیر یافته های پژوهش و تعمیم آن مد نظر قرار گیرد به شرح زیر می باشد:

۱. مهمترین محدودیت در انجام این تحقیق، تعدد متغیرهای مزاحم است که ممکن است روابط بین متغیرها را تحت تأثیر قرار دهد؛ از جمله، مهمترین آنها می توان به عوامل کلان اقتصادی نظیر نرخ تورم، نرخ بهره و بی ثباتی سیاسی و اقتصادی کشورمان که بر سرمایه گذاری ها و معاملات بورس تأثیر فراوان دارد، اشاره نمود. البته این موضوع در اغلب تحقیق ها در حوزه علوم انسانی مطرح است.
۲. با توجه به وجود بندهای حساسی که آثار آن بر صورتهای مالی برای محقق ناشناخته است تحقیق حاضر با اتکا به صورتهای مالی و یادداشتهای پیوست منتشر شده توسط شرکتها صورت گرفته است.
۳. در این پژوهش جهت نتیجه گیری بهتر، اثر چهار متغیر (اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی و فرصت های رشد) کنترل شده است در صورتی که متغیرهای زیادی اعم از قابل کنترل و غیرقابل کنترل ممکن است بر روابط بین متغیرهای این پژوهش تأثیر داشته باشند که در نظر گرفته نشده است.

۵-۵. پیشنهادهای پژوهش

۵-۵-۱. پیشنهادهای حاصل از انجام پژوهش

۱. بر اساس نتایج، مالی‌سازی شرکت‌ها کارایی نوآوری شرکت‌ها را بهبود می‌دهد. بنابراین، شرکت‌ها باید سطح مناسب مالی‌سازی را تعیین کنند، رابطه بین نگهداری دارایی‌های مالی و کسب‌وکار نوآورانه در حال اجرا را هماهنگ کنند، نسبت دارایی‌های تحقیق و توسعه و دارایی‌های مالی را به طور منطقی در تخصیص دارایی‌ها تعیین کنند، موقعیت استراتژیک شرکت‌ها را روشن کنند، و از ضرر و زیان جلوگیری کنند تا اینکه فرایند برای تبدیل دارایی‌های فیزیکی به دارایی‌های مالی تسهیل شود و از این رو، انگیزه ای برای ایجاد نوآوری سازمانی در مدیران ایجاد شود.

۲. محدودیت‌های تامین مالی کسب و کار یکی از عوامل اولیه محدود کننده نوآوری شرکت‌ها است. از آنجایی که محدودیت‌های تامین مالی می‌تواند تاثیر مثبت مالی‌سازی شرکت‌ها بر کارایی نوآوری را تضعیف کند، شرکت‌ها باید بودجه را به‌طور مناسب تخصیص دهند. تامین مالی داخلی راحت‌ترین راه تامین مالی است که اغلب می‌تواند محدودیت‌های تامین مالی را کاهش دهد. بنابراین، شرکت‌ها باید از قبل برای فعالیت‌های نوآورانه خود بودجه جمع‌آوری کنند. استفاده منطقی از وجوه بیکار توسط شرکت‌ها می‌تواند به طور موثری کارایی نوآوری شرکت‌ها را بهبود بخشد، تعادل بین مالی‌سازی شرکت‌ها و کارایی نوآوری را ایجاد کند و بودجه کافی برای تحقیق و توسعه شرکت‌ها را فراهم کند.

۵-۵-۲. پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

- ۱- به محققان پیشنهاد می‌شود که تاثیر مالی‌سازی شرکت بر سطح نگهداشت وجه نقد را بررسی کنند.
- ۲- به دلیل اهمیت کاهش نوسانات قیمتی سهام به محققان پیشنهاد می‌شود که تاثیر مالی‌سازی شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام را انجام دهند.
- ۳- پیشنهاد می‌شود که در بررسی تاثیر مالی‌سازی شرکت بر فرایندهای حسابداری نگاه گذرا و بلندمدت مالی‌سازی شرکت را مورد بررسی قرار دهند.

۴- به محققین داخلی پیشنهاد می‌شود که تاثیر مالی سازی شرکت بر مدیریت سود را مورد بررسی قرار دهند.

منابع و مآخذ

- برادران حسن زاده، رسول. زرین، فرحناز. (۱۴۰۲). ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نوآوری شرکت با نقش تعدیلی مالی سازی شرکت و هزینه‌های نمایندگی (مطالعه موردی در صنایع پتروشیمی)، بیست و یکمین همایش ملی حسابداری ایران و سومین همایش بین‌المللی حسابداری ایران، ۷ و ۸ آذر ۱۴۰۲.
- برادران حسن زاده، وحید. تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۴۰۲). بررسی نقش تعدیل‌کننده کنترل‌های داخلی در تأثیر مالی‌سازی شرکت بر تقلب مالی، بیست و یکمین همایش ملی حسابداری ایران و سومین همایش بین‌المللی حسابداری ایران، ۷ و ۸ آذر ۱۴۰۲.
- پورعلیرضا، کریم. برادران حسن زاده، رسول. بادآورنده‌دی، یونس. زینالی، مهدی. (۱۳۹۶). الگوی برای محدودیت مالی در شرکت‌های ایرانی، تحقیقات مالی، ۱۹ (۳): ۳۸۸-۳۶۵.
- تهرانی، رضا. حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱ (۳): ۶۷-۵۰.
- ثقفی، علی. بولو، قاسم. محمدیان، محمد. (۱۳۹۰). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، پیشرفت‌های حسابداری، ۳ (۲): ۶۳-۳۷.
- دستگیر، محسن. خدابنده، رامین. (۱۳۸۲). بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت گردش وجه نقد با بازده سهام، پیشرفت‌های حسابداری، ۱۹ (۲): ۱۱۲-۱۰۰.
- فتحی، سعید. آذربایجانی، کریم. تقوی زاده، ایمان. عسگرنژاد نوری، باقر. (۱۳۹۲). تحلیل تاثیر مالی شدن بر سرمایه‌گذاری‌های واقعی در شرکتهای غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، ۵ (۱): ۵۱-۶۶.
- هاشمی، سید عباس. امیری، هادی. مشتاقیان، مهنوش. (۱۳۹۴). تأثیر جریان‌های نقدی عملیاتی بر تأمین مالی خارجی با در نظر گرفتن محدودیت مالی شرکت و تورم، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۷ (۴): ۳۸-۱۹.

یحیی زاده فرد، محمود. علیقلی، منصوره. ذبیحی، فاطمه. (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین نقدشوندگی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۲ (۴۵):

۲۲-۵.

ب) منابع لاتین

- Acemoglu, D, Johnson, S, and Robinson, JA. The colonial origins of comparative development: an empirical investigation. *Am Econ Rev.* (2001) 91:1369–401. doi: 10.1257/aer.91.5.1369
- Aigner, D, Lovell, CAK, and Schmidt, P. Formulation and estimation of stochastic frontier production function models. *J Econ.* (1977) 6:21–37. doi: 10.1016/0304-4076(77)90052-5
- Aigner, D, Lovell, CAK, and Schmidt, P. Formulation and estimation of stochastic frontier production function models. *J Econ.* (1977) 6:21–37. doi: 10.1016/0304-4076(77)90052-5
- Akkemik, KA, and Özen, Ş. Macroeconomic and institutional determinants of Financialisation of non-financial firms: case study of Turkey. *Socio Econ Rev.* (2014) 12:71–98. doi: 10.1093/ser/mwt006
- Almeida, H, Campello, M, and Weisbach, MS. The cash flow sensitivity of cash. *J Financ.* (2004) 59:1777–804. doi: 10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x
- Al-Refaie, A, Wu, C-W, and Sawalheh, M. DEA window analysis for assessing efficiency of blistering process in a pharmaceutical industry. *Neural Comput Appl.* (2019) 31:3703–17. doi: 10.1007/s00521-017-3303-2
- Antony, A. An application of PCA-DEA with the double-bootstrap approach to estimate the technical efficiency of New Zealand District health boards. *Health Econ Policy Law.* (2022) 17:175–99. doi: 10.1017/S1744133120000420
- Battese, GE, and Coelli, TJ. A model for technical inefficiency effects in a stochastic frontier production function for panel data. *Empir Econ.* (1995) 20:325–32. doi: 10.1007/BF01205442
- Bloom, N, Bond, S, and Van Reenen, J. Uncertainty and investment dynamics. *Rev Econ Stud.* (2007) 74:391–415. doi: 10.1111/j.1467-937X.2007.00426.x
- Chen, J, Xiang, Y, and Chen, Q. Measurement of pharmaceutical manufacturing Industry's participation in “double cycle” of value chain and its industrial structure upgrading effect: a case study of Zhejiang Province. *Coll Essays Fin Econ.* (2022) 05:14–23. doi: 10.13762/j.cnki.cjlc.2022.05.003
- Duan, J, and Zhuang, X. Financial investment behavior and enterprise technological innovation–motivation analysis and empirical evidence. *China's Indust Econ.* (2021) 01:155–73. doi: 10.19581/j.cnki.ciejournal.2021.01.009
- Gehring, A. Growth, productivity and capital accumulation: the effects of financial liberalization in the case of European integration. *Int Rev Econ Financ.* (2013) 25:291–309. doi: 10.1016/j.iref.2012.07.015
- Gong, L, and Lu, X. Government subsidies and innovation efficiency of business technology: based on the listed companies of strategic emerging industries during 2009–2013. *J H Un(S Sci).* (2018) 58:22–9. doi: 10.15991/j.cnki.411028.2018.02.004
- González, P, Macho-Stadler, I, and Pérez-Castrillo, D. Private versus social incentives for pharmaceutical innovation. *J Health Econ.* (2016) 50:286–97. doi: 10.1016/j.jhealeco.2015.12.003
- Gu, H, and Zhang, H. Enterprise financialization, financing constraints and corporate innovation—mediating effect of monetary policy. *M EC Sci.* (2020) 42:74–89.
- Guo, L. Corporate financialization, financing constraints and innovation investment – An empirical study based on Chinese manufacturing listed companies. *F EC.* (2018) 5:57–62. doi: 10.19622/j.cnki.cn36-1005/f.2018.05.008
- Hadlock, CJ, and Pierce, JR. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index. *Rev Financ Stud.* (2010) 23:1909–40. doi: 10.1093/rfs/hhq009
- Hall, BH. The financing of Research and Development. *Oxford Rev Econ Pol.* (2002) 18:35–51. doi: 10.1093/oxrep/18.1.35

- Hansen, BE. Sample splitting and threshold estimation. *Econometrica*. (2000) 68:575–603. doi: 10.1111/1468-0262.00124
- He, J, and Feng, Y. An empirical study on transformation efficiency of scientific and technological achievements of high-tech industry in China – Based on DEA-Malmquist index method. *S Sci Yunnan*. (2011) 04:92–7.
- Huang, B, Cui, Y, and Chan, KC. Firm-level financialization: contributing factors, sources, and economic consequences. *Int Rev Econ Financ*. (2022) 80:1153–62. doi: 10.1016/j.iref.2022.04.007
- Jiang, F, Chen, Q, Wang, Z, and Li, J. Financial subsidies and technological innovation: evidence from textual analysis of the medical and pharmaceutical industry. *BMJ*. (2021) 43:62–78. doi: 10.19616/j.cnki.bmj.2021.12.004
- Kaplan, S, and Zingales, L. Do Investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Q J Econ*. (1997) 112:169–215. doi: 10.1162/003355397555163
- Kogut, B, and Zander, U. Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology. *Organ Sci*. (1992) 3:383–97. doi: 10.1287/orsc.3.3.383
- Krippner, GR. The financialization of the American economy. *Socio Econ Rev*. (2005) 3:173–208. doi: 10.1093/SER/mwi008
- Lai, H, Shi, H, and Zhou, Y. Regional technology gap and innovation efficiency trap in Chinese pharmaceutical manufacturing industry. *PLoS One*. (2020) 15:e0233093. doi: 10.1371/journal.pone.0233093
- Lai, Y, Xie, P, Ye, L, and Ma, X. Research on the efficiency and influencing factors of science and technology innovation in China: based on the super-efficiency SBM-Malmquist-Tobit model. *Sci T Pr P*. (2021) 38:37–45. <https://kns.cnki.net/kcms/detail/42.1224.G3.20210615.1030.022.html>
- Li, S, Jiang, H, and Guo, W. The impore of firm investment on innovation performance under the background of investment surge: a case study of strategic emerging industries. *Sci T Pr P*. (2022) 39:59–69.
- Li, T, Li, X, and Albitar, K. Threshold effects of financialization on enterprise R&D Innovation: a comparison research on heterogeneity. *Quant Financ Econ*. (2021) 5:496–515. doi: 10.3934/QFE.2021022
- Li, Y, and Gao, S. The effect of non-market strategy on radical innovation in bio-pharmaceutical industry. *F Sci T Chin*. (2021) 11:88–95. doi: 10.13580/j.cnki.fstc.2021.11.011
- Li, Z, and Yi, S. The impact of entity Enterprise Financialization on Enterprise innovation investment—An analysis based on regulatory effect. *Jiangxi S Sci*. (2021) 41:43–57+254–255.
- Lian, Y, and Liao, J. How to test the coefficient difference between groups after group regression? *J Zhenzhou Univ A*. (2017) 35:97–109. doi: 10.19327/j.cnki.zuaxb.1007-9734.2017.06.010
- Lian, Y, Su, Z, and Ding, Z. Can cash flow sensitivity of cash be used to test the financial constraints hypothesis? *Stat Res*. (2008) 10:92–9. doi: 10.19343/j.cnki.11-1302/c.2008.10.015
- Liu, G. Financial asset allocations and the Firms' R&D activity in China: crowding-out or crowding-in? *ST R*. (2017) 34:49–61. doi: 10.19343/j.cnki.11-1302/c.2017.07.005
- Liu, S, Liu, J, and Yang, Y. Firms' Financialization and production efficiency: “catalyst” or “obstacle”? *Nankai business. Review*. (2022):1–22.
- Pan, H, and Wang, C. Does the financializaion of real Enterprise inhibit innovation? Based on the ambidextrous perspective of innovation under the background of high-quality developmet. *J Nanjing A Un*. (2020) 17:49–58.
- Peng, L, Zhang, H, and Wen, W. Entity enterprise financialization and technological innovation—— Empirical evidence from non-financial listed companies. *Economist*. (2022) 04:58–69. doi: 10.16158/j.cnki.51-1312/f.2022.04.009
- Peng, Y, and Han, X. Economic policy uncertainty and corporate Financialization. *Chin Ind Ec*. (2018) 01:137–55. doi: 10.19581/j.cnki.ciejournal.20180115.010
- Powell, WW, Koput, KW, Bowie, JI, and Smith-Doerr, L. The spatial clustering of science and capital: accounting for biotech firm-venture capital relationships. *Reg Stud*. (2002) 36:291–305. doi: 10.1080/00343400220122089
- Sawyer, M. What is financialization? *Int J Polit Econ*. (2013) 42:5–18. doi: 10.2753/IJP0891-1916420401
- Seo, HJ, Kim, HS, and Kim, YC. Financialization and the slowdown in Korean firms' R&D investment*. *Asian Econ Pap*. (2012) 11:35–49. doi: 10.1162/ASEP_a_00160

- Tannoury, M, and Attieh, Z. The influence of emerging markets on the pharmaceutical industry. *Curr Ther Res.* (2017) 86:19–22. doi: 10.1016/j.curtheres.2017.04.005
- Tao, L, Chen, L, and Li, K. Corporate financialization, financing constraints, and environmental investment. *Sustain Basel.* (2021) 13:14040. doi: 10.3390/su132414040
- Theurillat, T, Corpataux, J, and Crevoisier, O. Property sector financialization: the case of Swiss pension funds (1992–2005). *Eur Plan Stud.* (2010) 18:189–212. doi: 10.1080/09654310903491507
- Wang, H, and Xu, S. Heterogeneity effect of corporate financialization on total factor productivity. *Sustain Basel.* (2022) 14:6577. doi: 10.3390/su14116577
- Wang, H, Cao, Y, Yang, Q, and Yang, Z. Does the financialization of non-financial enterprises promote or inhibit corporate innovation. *Nankai B Rev.* (2017) 20:155–66.
- Wang, H, Wang, Q, and Sheng, X. Does corporate financialization have a non-linear impact on sustainable Total factor productivity? Perspectives of cash holdings and technical innovation. *Sustainab Basel.* (2021) 13:2533. doi: 10.3390/su13052533
- Whited, TM, and Guojun, W. Financial constraints risk. *Rev Financ Stud.* (2006) 19:531–59. doi: 10.1093/rfs/hhj012
- Xie, J, Jiang, Y, and Wang, W. What motivates the financialization process in manufacturing industry? Empirical evidence from Liated companies in China. *J Hunan U.* (2014) 28:23–9.
- Xu, C, Zhang, H, Wang, M, and Iqbal, A. Investigating the relationship between entity financialization, managers' incentives, and Enterprise's innovation: fresh evidence from China. *Front Psychol.* (2021) 12:810294–4. doi: 10.3389/fpsyg.2021.810294
- Xu, F, and Xu, A. Efficiency of China's two-stage innovation and influencing factors: based on the perspective of social capital theory. *Economist.* (2019) 4:71–9. doi: 10.16158/j.cnki.51-1312/f.2019.04.009
- Zhang, F, Liu, X, Wu, L, and Yin, X. Product innovation or service transition: economic policy uncertainty and manufacturing innovation choice. *Chin Ind Ec.* (2019) 07:101–18. doi: 10.19581/j.cnki.ciejournal.2019.07.006
- Zhang, Y-J. The impact of financial development on carbon emissions: an empirical analysis in China. *Energ Policy.* (2011) 39:2197–203. doi: 10.1016/j.enpol.2011.02.026
- Zheng, Z-L, Gao, X, and Ruan, X-L. Does economic financialization Lead to the alienation of Enterprise investment behavior? Evidence from China. *Physica A.* (2019) 536:120858. doi: 10.1016/j.physa.2019.04.094

پوست:

شرکت هاجداول آماری

لیست شرکت های مورد مطالعه در پژوهش		
لیست شرکت ها به تفکیک صنعت	لیست شرکت ها به تفکیک صنعت	لیست شرکت ها به تفکیک صنعت
سیمان مازندران	کربن ایران	مواد دارویی
ماشین آلات و تجهیزات	لعابیران	البرز دارو
آبسال	معدنی املاح ایران	ایران دارو
پارس خزر	فرآورده های نفتی	پارس دارو
تراکتورسازی	نفت بهران	دارو ابوریحان
تکنوتار	نفت پارس	دارو اسوه
خدمات کشاورزی	لاستیک پلاستیک	دارو اکسیر
سرما آفرین	ایران تایر	دارو امین
ماشین سازی نیرو محرکه	ایران یاسا	دارو جابر ابن حیان
خودرو و قطعات	پلاسکوکار سایپا	دارو داملمران رازک
الکترونیک خودرو شرق	صنعتی بارز	دارو رازک
ایران خودرو	لاستیک سهند	دارو زهراوی
ایران خودرو دیزل	سیمان آهک گچ	دارو سبحان
ایرکا پارت صنعت	سیمان ارومیه	دارو فارابی
پارس خودرو	سیمان اصفهان	دارو لقمان
چرخشگر	سیمان بجنورد	داروسازی کوثر
رادپاتور ایران	سیمان بهبهان	روز دارو
ریخته گری تراکتور	سیمان تهران	سینا دارو
رینگ سازی مشهد	سیمان خاش	شیمی دارو پخش
زامیاد	سیمان خزر	فرآورده ی تزریقی
سازه پوشش	سیمان داراب	کارخانجات داروپخش
سایپا	سیمان درود	کیمیدارو
سایپا آذین	سیمان سفید نی ریز	مواد داروپخش
سایپا دیزل	سیمان شاهرود	شیمیایی
صنایع ریخته گری ایران	سیمان شمال	پارس پامچال
فتر سازی خاور	سیمان صوفیان	پتروشیمی آبادان
فتر سازی زر	سیمان غرب	پتروشیمی خارک
قطعات اتومبیل	سیمان قائن	پتروشیمی شازند
کمک فتر ایندامین	سیمان کارون	پتروشیمی فارابی
گروه بهمن	سیمان کرمان	دوده صنعتی پارس

لیست شرکت ها به تفکیک صنعت	لیست شرکت ها به تفکیک صنعت
محصولات فلزی	لنت ترمز
آذر آب	مهرکام پارس
جام دارو	نصیر ماشین
کانه های فلزی	نیرو محرکه
باما	فلزات اساسی
چادرملو	آلومراد
گل گهر	آلومینیوم ایران
معادن بافق	سپنتا
معادن روی ایران	صنعتی سپاهان
معادن منگنز ایران	فرآوری مواد معدنی
معدنی دماوند	فروسلیس ایران
کانه های غیر فلزی	فولاد امیر کبیر کاشان
آبگینه	فولاد مبارکه اصفهان
پشم شیشه ایران	کالسیمین
خاک چینی ایران	لوله و ماشین سازی
سایپا شیشه	مس باهنر
شیشه و گاز	ملی سرب و روی ایران
فارسیت درود	ملی صنایع مس ایران
فرآورده های نسوز ایران	

		CF	INNO
N	Valid	840	840
	Missing	0	0
Mean		.0846545	.0751498
Median		.0593995	.0558393
Std. Deviation		.12544270	.14152951
Minimum		.00000	.00000
Maximum		.27042	.31905

Statistics

		LEV	MBV	ROA	SIZE
N	Valid	840	840	840	840
	Missing	0	0	0	0
Mean		.6543803	1.7303188	.1450336	12.2197603
Median		.6278502	1.4474397	.1248202	12.1277265
Std. Deviation		.35779293	.90999313	.15796152	.75681939
Minimum		.01273	.35936	-.14650	10.25708
Maximum		.97531	8.49273	.77469	15.79570

		CF	INNO
N		840	840
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0593995	.0558393
	Std. Deviation	.12544270	.14152951
Most Extreme Differences	Absolute	.087	.071
	Positive	.087	.064
	Negative	-.078	-.071
Test Statistic		1.034	.920
Asymp. Sig. (2-tailed)		.108	.130

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		LEV	MBV	ROA	SIZE
N		840	840	840	840
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.6543803	1.7303188	.1450336	12.2197603
	Std. Deviation	.35779293	.90999313	.15796152	.75681939
Most Extreme Differences	Absolute	.124	.155	.076	.119
	Positive	.124	.150	.076	.119
	Negative	-.057	-.155	-.057	-.062
Test Statistic		1.480	1.506	1.643	3.339
Asymp. Sig. (2-tailed)		.024	.012	.008	.000 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.

Covariance Analysis: Spearman rank-order

Date: 26/01/24 Time: 17:35

Sample: 1396 1401

Included observations: 840

Correlation Probability	CF	INNO	FC	CFFC	LEV	MBV	ROA	SIZE
CF	1.000000 -----							
INNO	0.158258 0.0000	1.000000 -----						
FC	-0.189919 0.0000	-0.076540 0.0401	1.000000 -----					
CFFC	0.108241 0.0000	-0.013896 0.7097	0.546928 0.0000	1.000000 -----				
LEV	0.127407 0.0006	0.073911 0.0474	-0.030577 0.4126	-0.002832 0.9395	1.000000 -----			
MBV	-0.067062 0.0721	0.014373 0.7002	0.049185 0.1874	0.003575 0.9237	-0.009489 0.7994	1.000000 -----		
ROA	-0.079042 0.0340	0.029964 0.4221	0.040313 0.2800	-0.044006 0.2383	0.023375 0.5312	0.651045 0.0000	1.000000 -----	
SIZE	-0.077177 0.0384	-0.081793 0.0282	0.085718 0.0214	0.052794 0.1570	-0.009664 0.7957	0.023049 0.5369	-0.013265 0.7223	1.000000 -----

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.78890	(119,595)	0.0000
Cross-section Chi-square	200.259821	119	0.0000

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	28.703075	5	0.0000

Dependent Variable: INNO

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 26/01/24 Time: 17:38

Sample: 1396 1401

Periods included: 6

Cross-sections included: 140

Total panel (balanced) observations: 840

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CF	0.583347	0.158295	3.685177	0.0002
SIZE	-0.189667	0.071854	-2.639620	0.0085
LEV	0.354773	0.150798	2.352633	0.0189
ROA	-0.760691	0.429935	-1.769318	0.0773
MBV	-0.046257	0.074654	-0.619618	0.5357
C	2.201575	0.898581	2.450057	0.0145

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	1.437408	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.054250	Mean dependent var	0.203150
Adjusted R-squared	0.047627	S.D. dependent var	1.441530
S.E. of regression	1.406783	Sum squared resid	1413.034
F-statistic	8.191227	Durbin-Watson stat	2.112912
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.054250	Mean dependent var	0.203150
Sum squared resid	1413.034	Durbin-Watson stat	2.112912

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.73426	(119,593)	0.0000
Cross-section Chi-square	198.797406	119	0.0000

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	30.67890	7	0.0000

Dependent Variable: INNO
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 26/01/24 Time: 17:43
Sample: 1396 1401
Periods included: 6
Cross-sections included: 140
Total panel (balanced) observations: 840
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CF	0.649270	0.162565	3.993898	0.0001
FC	-0.425549	0.201750	-2.109291	0.0353
CFFC	-0.387541	0.162126	-3.993565	0.0272
SIZE	-0.162050	0.072147	-2.246126	0.0250
LEV	0.383958	0.150471	2.551705	0.0109
ROA	-0.825798	0.429126	-1.924371	0.0547
MBV	-0.039912	0.074371	-0.536654	0.5917
C	1.875272	0.901696	2.079716	0.0379

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	1.431412	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.067172	Mean dependent var	0.203150
Adjusted R-squared	0.058001	S.D. dependent var	1.441530
S.E. of regression	1.399100	Sum squared resid	1393.726
F-statistic	7.324339	Durbin-Watson stat	2.113880
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.067172	Mean dependent var	0.203150
Sum squared resid	1393.726	Durbin-Watson stat	2.113880

Abstract

In theory, corporate financialization has a two-way effect on economic growth. On the one hand, companies can stimulate their short-term performance through financial investment practices, resulting in short-term profits. On the other hand, excessive financialization causes companies to neglect their core business, reducing productivity and harming their development. Therefore, the aim of the current research is to investigate the impact of corporate financialization on company innovation with emphasis on financial limitations in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. In this regard, 140 companies were selected for the period of 2016-2022. The purpose of applied research and its methodology is post-event type. The combined data approach has been used to test the research hypotheses. Eviews statistical software was used to test research hypotheses. The results showed that the corporate financialization has a positive effect on the innovation of the company. In this way, through the financialization process, managers look for savings incentives that make them turn to financing innovative projects. On the other hand, the results showed that financial constraint moderates the relationship between corporate financialization and innovation. In this way, when the limitation in providing financial resources is high, the managers are looking for the speculative motive of trying to finance the company, which weakens the company's innovation.

Key words: Corporate Financialization, Corporate Innovation, Financial Constraint, Saving Incentive, Speculative Incentive.



Ministry of Science, Research and Technology
MIZAN
Non-Governmental and Private Higher Education Institution

Thesis for receiving M.A /MSc degree in:

Major: Accounting
Field: Accounting

Title:
**The Effect of Corporate Financialization on Corporate
Innovation with Emphasis on Financial Constraint**

Supervisor:
Dr. Rasoul Baradaran Hasanzadeh

Researcher:
Bahram Lotfalinejad

Tabriz

Spring 2024