

A Quantitative Model of Resistance Economy Using Accounting Metrics and Its Impact on Stock Returns

Seyed Ali Vaez

Associate Professor, Department of Accounting, Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran

Rahim Bonabi Ghadim*

Assistant Professor, Department of Accounting, Maragheh Branch, Islamic Azad University, Maragheh, Iran

Received: 04/11/2024

Accepted: 26/02/2025

Abstract:

One of the key drivers in achieving the goals of the resistance economy is leveraging accounting and auditing in corporate reporting and operations. This requires transforming the components of the resistance economy into measurable and tangible accounting criteria and implementing oversight to achieve these objectives. This study aims to develop a quantitative model of the resistance economy using accounting metrics and examine its impact on stock returns as an indicator of market efficiency. To conceptualize the resistance economy, the study employs the following accounting metrics: disclosure quality (a direct measure of economic transparency), investment efficiency (an inverse measure of consumption management and productivity growth), research and development (R&D) and intellectual capital (direct measures for a knowledge-based economy), product market competition (a direct measure of economic competitiveness), opportunistic earnings manipulation control (a tool for combating corruption), and corporate governance (an executive arm of the resistance economy). The study utilizes data from 103 companies listed on the Tehran Stock Exchange from 1393 to 1401, employing multivariate regression and exploratory factor analysis. The results indicate that disclosure quality, R&D, intellectual capital, product market competition, and corporate governance have a significant positive impact on expected returns, while investment inefficiency and opportunistic earnings manipulation have a significant negative impact. By introducing a five-factor model using factor analysis, it was found that the second factor-investment efficiency (an inverse measure for consumption management and productivity growth) and earnings manipulation control (a tool for combating corruption)-exerts the strongest negative influence, whereas the fifth factor-R&D (a direct measure for a knowledge-based economy)-has the weakest positive impact on expected stock returns.

JEL Classification: E20-E21-E22-G18-G28

Keywords: Resistance Economy, Expected Returns, Product Market Competition, Corporate Governance, Intellectual Capital.

1* Corresponding Author, Email: rahim.bonabi@yahoo.com

سال دوازدهم، شماره ۴۸، زمستان ۱۴۰۳، صفحات ۲۳۳-۱۸۹

الگوی کمی سازی اقتصاد مقاومتی با استفاده از سنجه های حسابداری و تأثیر آن بر بازدهی سهام

سید علی واعظ

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران

sa.vaez@gmail.com

رحیم بنابی قدیم

استادیار گروه حسابداری، واحد مراغه، دانشگاه آزاد اسلامی، مراغه، ایران (نویسنده مسئول)

rahim.bonabi@yahoo.com

یکی از بازوهای مهم در تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی، کمک گرفتن از حسابداری و حسابرسی در فرایند گزارشگری و عملیات شرکت ها است که لازمه آن تبدیل مؤلفه های اقتصاد مقاومتی به معیارهای قابل سنجش و ملموس حسابداری و نظارت در راستای تحقق این اهداف است. هدف این پژوهش الگوسازی کمی اقتصاد مقاومتی با استفاده از سنجه های حسابداری و بررسی تأثیر آن بر بازدهی سهام به عنوان نشانه ای از کارایی بازار است. برای مفهوم اقتصاد مقاومتی از سنجه های حسابداری کیفیت افشا (به عنوان معیار مستقیمی برای شفاف سازی اقتصادی)، کارایی سرمایه گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره وری)، تحقیق و توسعه و سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان)، رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت پذیری اقتصادی)، کنترل دست کاری فرصت طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد)، حاکمیت شرکی (به عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی)، استفاده شده است. برای این منظور از داده های ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ و رگرسیون چند متغیره و تحلیل عاملی اکتشافی استفاده شده است. نتایج نشان می دهد که متغیرهای کیفیت افشا، تحقیق و توسعه، سرمایه فکری، رقابت بازار محصول و حاکمیت شرکی دارای تأثیر مثبت معنی دار و متغیرهای عدم کارایی سرمایه گذاری و دست کاری فرصت طلبانه سود دارای تأثیر منفی معنی داری بر بازدهی مورد انتظار هستند و با معرفی الگوی ۵ عاملی با استفاده از فن تحلیل عاملی، مشخص شد عامل دوم، کارایی سرمایه گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره وری) و کنترل دست کاری فرصت طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد) بیشترین تأثیر منفی و عامل پنجم، تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان)، کمترین مثبت را بر بازدهی مورد انتظار سهام دارند.

طبقه بندی E20-E21-E22-G18-G28:JEL

واژگان کلیدی: اقتصاد مقاومتی، بازدهی مورد انتظار، رقابت بازار محصول، حاکمیت شرکی، سرمایه فکری.

۱. مقدمه

مفهوم مقاومت، در ادبیات موضوعی معادل تاب‌آوری است و مقاومت اقتصادی یا اقتصاد مقاومتی نیز معادل «تاب‌آوری اقتصادی» است. در ادبیات موضوعی، هر جا از مقاومت صحبت می‌شود، اشاره به استعداد بازیابی و برگشت به وضعیت اولیه سیستم پس از مواجهه شدن با شوک دارد (امیری و همکاران، ۱۳۹۷). اصطلاح تاب‌آوری اقتصادی حاصل مطالعات انجام‌شده پیرامون مخاطرات، تنش‌ها و بحران‌های مالی و اقتصادی پیش روی کشورها و برنامه‌ریزی برای کنترل و مدیریت آن‌هاست؛ به توانایی سیاستی یک اقتصاد برای مقاومت در برابر تکانه^۱ و میزان بازیابی پس از تکانه اشاره دارد که بر اساس آن، زیرسیستم‌های اقتصادی، اجتماعی، حکمرانی، فناوری و زیست‌محیطی کشورها باید به گونه‌ای طراحی شوند که مخاطرات درونی و بیرونی را جذب و با حفظ ثبات بتوانند کارکردهای خود را با محیط بسیار متحول و متغیر بیرونی انطباق دهند (هنیری، ۲۰۲۰). در یک دهه اخیر اصطلاح اقتصاد مقاومتی وارد ادبیات علمی کشور گردیده و توجه برنامه ریزان و سیاست‌گذاران اقتصادی مملکت را به خود جلب نموده است. اقتصاد مقاومتی به طور کلی به معنای داشتن اقتصادی خوداتکا است که بتواند در برابر فشارها و شوک‌های اقتصادی مقاومت نموده و همواره دارای رشدی قابل قبول باشد. در اقتصاد مقاومتی بر محور تولید کالا و خدمات تأکید می‌شود و هدف غایی آن بالا بردن درآمد سرانه و حجم تولید ناخالص داخلی (به عنوان معیار ثروت زایی اقتصادی) است. در اقتصاد مقاومتی به طور هم‌زمان بر کاهش واردات و افزایش صادرات تأکید می‌گردد و سعی بر این است که چرخه انتقال ثروت از درون کشور به بیرون را به چرخه انتقال ثروت از بیرون به درون کشور تبدیل کند (فشاری و پورغفار، ۱۳۹۳). در لایحه ابلاغی سیاست‌های کلی اقتصاد مقاومتی در سال ۹۲، بر محورهای نظیر افزایش اشتغال و کارآفرینی، حرکت به سمت اقتصاد دانش‌بنیان، افزایش رقابت‌پذیری اقتصادی، رشد بهره‌وری، کاهش مصرف انرژی، تأمین امنیت غذا و درمان، افزایش تولید داخلی نهاده‌ها و

کالاهای اساسی، مدیریت صحیح مصرف و پرهیز از زیاده‌روی در مصرف، تقویت نظام مالی کشور، شفاف‌سازی اقتصادی، مبارزه با فساد و غیره تأکید شده است. اقتصاد مقاومتی به نظام اقتصادی ملت، یا گروه اجتماعی مقاومی اشاره دارد که در راستای احقاق حقوق خود یا پیگیری اهداف سیاسی که از نظر آن‌ها برحق است، مبارزه می‌کنند (پیت و الاین، ۲۰۰۹). از طرفی دیگر در سطح عمومی، حسابداران و حساب‌برسان کشور با تولید و پالایش اطلاعات مبنای تصمیم‌گیری مسئولان، نقش اساسی در افزایش اعتبار اطلاعات ایفا می‌کنند. علاوه بر آنکه با استقرار و نظارت بر اجرای نظام کنترل‌های داخلی از سوءاستفاده، اتلاف و عدم کارایی نیز جلوگیری می‌شود، نقش حسابداران و حساب‌برسان در شفاف‌سازی عملیات، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری‌ها، اعمال مدیریت بهینه، توسعه فرهنگ حساب‌دهی و رعایت قوانین و مقررات، فساد زدایی و نظارت بر حسن اجرای سیاست‌ها نیز کاملاً چشمگیر است. همچنین حسابداران و حساب‌برسان در حوزه آسیب‌شناسی موانع و نیازمندی‌های تحقق اقتصاد مقاومتی، آگاهی بخشی به ذی‌نفعان برای تأمین منابع مالی در پروژه‌های کلان اقتصادی، ارائه تحلیل‌ها و راهکارهای کارشناسی در زمینه مالی، توجه به کیفیت خدمات، توجه به نیاز ذی‌نفعان، مشارکت و همکاری با نهادها و سازمان‌های ذی‌ربط می‌توانند اثرگذار باشند (نوری دوآبی و صدری نیا، ۱۳۹۵). نیل به این وضعیت اقتصادی یکی از مهم‌ترین اهداف تعیین‌شده و پیش روی کشورمان در شرایط خاص و ویژه‌ای است که در این سال‌ها با آن روبرو هستیم و برای نائل آمدن به این هدف، در راستای برپایی، فرهنگ‌سازی و نظارت صحیح و دقیق در اجرای این مهم می‌بایست راه کارهای تخصصی، روش‌های استاندارد و ابزارهای کارآمدی به کار گرفته شود. یکی از این تخصص‌ها و ابزارهای مهم و کارآمدی که ما را در رسیدن به این هدف یاری می‌کند، تخصص حسابداری و حساب‌رسی در کنار سازوکارهای حاکمیت شرکتی است که با تولید اطلاعات علمی و دقیق و همچنین پالایش آن بر مبنای تصمیم‌گیری مسئولان، نقش اساسی در افزایش اعتبار اطلاعات و کاربردی شده آن ایفا می‌کنند (براهویی؛ حکیمیان و فلاح، ۱۳۹۵). بررسی‌ها حاکی از آن است که تمامی ویژگی‌ها، اهداف، شاخصه‌ها، مؤلفه‌ها، تنگناها و محدودیت‌های مطرح در الگوی اقتصاد مقاومتی در اقدام و عمل،

در حیطه‌ی کار و فعالیت حسابداری و حسابرسی قرار می‌گیرد؛ چنانکه بدون این دو دست‌یازیدن به این مهم غیرممکن است؛ بنابراین لازمه‌ی اقدام و عمل به اقتصاد مقاومتی، حسابداری و حسابرسی و اقدامات کنترلی و نظارتی است؛ که ایفاکننده‌ی نقشی مهم، غیرقابل‌انکار و بی‌بدیل برای تحقق اقتصاد مقاومتی است (نوری دوآبی و صدری نیا، ۱۳۹۵). لزوم شناسایی تعیین‌کننده‌های اقتصاد مقاومتی با اهداف سیاستی جهت دستیابی به رشد اقتصادی باثبات در سطح بنگاه و در سطح کلان از یک سو؛ و فقدان مطالعه داخلی با محوریت تعیین سنجه‌های مالی اقتصاد مقاومتی از سوی دیگر؛ همچنین مطالعه تأثیرپذیری بازدهی بازار از این سنجه‌ها به‌عنوان نشانه کارایی بازار، انگیزه‌ای شد تا مطالعه حاضر انجام گیرد و بر این اساس پژوهش حاضر به دنبال الگوسازی اقتصاد مقاومتی با استفاده از سنجه‌های حسابداری و تأثیر آن بر بازدهی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران است.

کیفیت افشا معیار مستقیمی برای شفاف‌سازی اقتصادی

افشای اطلاعات مالی یک نیاز اجتناب‌ناپذیر برای شکوفایی شرکت‌ها و اقتصاد است زیرا بازار به ارائه داده‌های واقعی و به‌روز برای کمک به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری و تأثیرگذاری بر سرمایه‌گذاران جدید بستگی دارد (مورش و همکاران، ۲۰۲۲). هنگامی که عملکرد یک شرکت، خوب است، طبق فرضیه سیگنالینگ^۱، احتمال بیشتری دارد که اطلاعات دقیقی را در بازار منتشر کند تا زمانی که اخبار منفی را پنهان می‌کند. این کار برای جلوگیری از کاهش ارزش سهام شرکت انجام می‌شود و با این فرض عمل می‌کند که مدیران می‌خواهند نشان دهند که کارآمد هستند و برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران تلاش می‌کنند. مدیران ممکن است از کانال‌های مختلفی برای انتقال این سیگنال‌ها به سرمایه‌گذاران استفاده کنند (لین و کرزومن، ۲۰۲۳). ادبیات قبلی نشان می‌دهد که کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، رشد اقتصادی را از طریق کانال‌های مختلفی ارتقا می‌دهد که می‌توان آن را در دو کانال خلاصه کرد: اول،

1. Signalling

جمع آوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات توسط واسطه گری مالی که منجر به کاهش هزینه های نظارت و بهینه سازی تخصیص وجوه می شود. دوم، عدم تقارن کمتر، کسری از پس انداز را کاهش می دهد (افزایش سرمایه گذاری ها) که منجر به انباشت سرمایه و در نتیجه رشد اقتصادی می شود (حسینی و بهینی، ۲۰۲۲).

بر اساس تئوری مشروعیت، شرکت تحت تأثیر جامعه ای است که در آن فعالیت می کند، اطلاعات را در واکنش به عوامل متعدد اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و محیطی، افشاء می کند و این افشاء ها به فعالیت های شرکت مشروعیت می دهد (رایسل و همکاران، ۲۰۲۴). تئوری مشروعیت بیانگر این است که یک شرکت تداوم فعالیت نخواهد داشت مگر اینکه ارزش های آن منطبق با ارزش های اجتماعی در سطح کلان قرار گرفته باشد. افشا ابزاری برای اطمینان دهی نسبت به فعالیت در چارچوب معیارهای پذیرفته شده اجتماعی است. از آنجایی که تئوری مشروعیت مبتنی بر انتظارات جامعه است، مدیریت مجبور به افشای اطلاعاتی می شود که نظر استفاده کنندگان برون سازمانی را درباره شرکت تغییر دهد (شهاتا، ۲۰۱۴)؛ بنابراین کیفیت افشا، معیار مستقیمی برای شفاف سازی اقتصادی محسوب می شود. در سال های اخیر، درخواست های عمومی و نظارتی، شرکت ها را مجبور به افشای اطلاعات در مورد شیوه های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی کرده است. این امر سرمایه گذاران و شرکت ها را تشویق کرده است تا به مسائل کلان توجه کنند. به طور فزاینده ای از شرکت ها خواسته می شود که نه تنها بر عملکرد مالی تمرکز کنند، بلکه اینکه چگونه اقدامات آن ها بر جامعه و محیط زیست تأثیر می گذارد در نظر بگیرند (رایسل و همکاران، ۲۰۲۴). افشای اقتصادی و اجتماعی راهی برای شرکت ها برای نشان دادن تعهد خود به توسعه پایدار است. تحقیق آلفان و همکاران (۲۰۲۴) نشان می دهد که متغیرهای محیطی به طور قابل توجهی بر بهبود توسعه اجتماعی-اقتصادی تأثیر می گذارد.

با توجه به نگرانی های عملیاتی و ثبات عملکردی شرکت ها، اختلالات کمتر باعث ایجاد فضای بهتری برای رشد می شود. مدیران یا صاحبان شرکت برای دانستن میزان عملکرد شرکت به اطلاعاتی که افشاشده است، به ویژه اینکه چقدر هدف اصلی خود که حداکثر کردن ثروت است،

برآورده می‌گردد، وابسته هستند (لین و کرزوزمن، ۲۰۲۳). درست بودن اطلاعات کافی نیست. بلکه باید مربوط باشد تا برای شخصی که انتخاب می‌کند مفید و در پیش‌بینی بازدهی مورد انتظار قابل استفاده باشد (آندریماهری و قمروزمان، ۲۰۲۲). بنابراین، افشا می‌تواند به عنوان ارائه اطلاعات به موقع و مناسب برای اطمینان از شفافیت کامل و ارائه تصویری دقیق از فعالیت‌های شرکت در زمینه‌هایی مانند حاکمیت و عملکرد مالی تلقی گردد. عملکرد شرکت‌ها ممکن است تحت تأثیر رویه‌های عمومی شرکت قرار گیرد و اطلاعات مربوطه را افشا کند که از رویه یک شرکت در یکپارچگی اجتماعی و اقتصادی به دست می‌آید. علاوه بر این، محیط کسب و کار مدرن هم پویا و هم پیچیده است. سهامداران به دلیل فقدان اطلاعات کامل در مورد عملکرد شرکت در خطر دست کاری سود خود قرار گرفته‌اند، همان‌طور که در سال‌های اخیر با افزایش تعداد رسوایی‌ها، کلاهبرداری‌ها، تعلیق‌ها و حتی حذف از بورس مشاهده شده است (هو و همکاران، ۲۰۲۲). در نتیجه شکست‌های تجاری پرمخاطب در سال‌های اخیر، موضوع حاکمیت شرکتی نقش برجسته‌ای را در عرصه عمومی به خود اختصاص داده است و پیش‌بینی می‌شود که روند شیوه‌های حاکمیت شرکتی به‌طور گسترده ریشه‌دار شود. تغییر تمرکز از رویکرد سنتی «سهامداران» به رویکرد جدید «منافع ذینفعان» به یک مدل حاکمیت شرکتی گسترده‌تری منجر شده است که مسائل و اولویت‌های ذینفعان را مشخص می‌کند. حاکمیت شرکتی ضعیف می‌تواند بر اقتصادها و ثبات سیستم‌های مالی تأثیر منفی بگذارد و همچنین پیامدهای اجتماعی و زیست‌محیطی ملموس و جدی داشته باشد (آلام و همکاران، ۲۰۲۲). پیامدهایی که افشای اطلاعات پایدار خواهد داشت، کم‌وبیش برای جامعه علمی شناخته شده است چراکه برای حمایت از گذار به اقتصاد پایدار و جامعه عادلانه‌تر طراحی شده است. با این حال، اگرچه سیاست‌های عملکرد پایدار فعلی توجه اقتصادی محکم و قابل فهمی ندارد، اما می‌تواند پیامدهای مطلوبی بر اقتصاد و رفاه جهانی مانند بهبود عملکرد زیست‌محیطی نیز داشته باشند (حسنی و بهینی، ۲۰۲۲). سهام شرکتی با کیفیت افشای بهتر، پس از جلب توجه سرمایه‌گذاران و متغیرهای نقد شوندگی سهام، هم اخبار بازار و هم اخبار

خاص شرکت را به طور مؤثرتری منعکس می کند و محتوای اطلاعاتی بیشتری برای بازتعریف بازدهی سهام دارد (هو و همکاران، ۲۰۲۲).

تحقیق و توسعه و سرمایه فکری، معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان

نظریه رشد جدید تغییرات فناورانه را به عنوان یک متغیر درون‌زا مشاهده می کند که در توضیح عملکرد اقتصادی و رقابت بسیار مهم است. دانش، فناوری و نوآوری، به ویژه سرمایه فکری، به محرک های کلیدی توسعه اقتصادی و مبنای رقابت ملی تبدیل شده است (ماهارانی و نارسا، ۲۰۲۳). اگرچه این سیاست ها می توانند توسعه و اجرای فناوری های جدید را با تشویق سرمایه گذاری و تأمین مالی هزینه های تحقیق و توسعه بهبود بخشند، اما در بلندمدت بر تکامل بازار کار یا کاهش نرخ بیکاری تأثیر مثبتی می گذارند (تنسل و ازد میر، ۲۰۱۸). درعین حال، پیاده سازی فناوری های جدید می تواند منجر به افزایش نابرابری های درآمدی گردد که می تواند سبب عدم تعادل اقتصادی و چالشی واقعی برای توسعه یک جامعه پایدار باشد (توما و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین، توسعه استراتژی هایی که می تواند منجر به ایجاد تعادل در اجرای فناوری های جدید در بازار کار و همچنین شناسایی منابع مالی برای تحقیق و توسعه شود، بسیار مهم است تا پیامدهای اقتصادی بلندمدت منجر به رشد اقتصادی پایدار شود (تودر و همکاران، ۲۰۲۳). نهضت تولید علم و دانش و به تبع آن تولید فناوری و به کارگیری فناوری ها و تجاری سازی دانش و استفاده حداکثری از شرکت های دانش بنیان و کارگاه های خصوصی کوچک و متوسط و هم افزایی علم و ثروت و حرکت به سمت خوداتکایی و تحقق خودکفایی کشور است که در اقتصاد مقاومتی برجسته تر می شود تا تولید ملی بهینه گردد و کشور به خود متکی و از تک محصولی بودن خارج شود (فشاری و پورغفار، ۱۳۹۲). بنابراین یکی از معیارهای مستقیم اقتصاد دانش بنیان، تحقیق و توسعه است.

سرمایه فکری به عنوان چهارمین عامل تولید در کنار دارایی ثابت، نیروی کار و سرمایه مالی، محرک های خلق ارزش نامشهود را بهینه می نماید (اسواتی و انشوری، ۲۰۰۷). در اقتصاد دانش محور سرمایه فکری بخش مهمی از ارزش شرکت ها محسوب می شود. اختلاف در حال

افزایش بین ارزش دفتری و ارزش بازار شرکت‌ها که همان ارزش برند محسوب می‌شود باعث افزایش اهمیت سرمایه فکری شده است. ما با گذر از دوران اقتصاد صنعتی، به عصر اقتصاد دانش‌محور، وارد شده‌ایم. به‌طور سنتی، سرمایه مالی و فیزیکی، منابع اصلی در فرآیند ایجاد ارزش برای سازمان‌ها بوده‌اند، لیکن اخیراً این منابع که در ترازنامه شناسایی و ارائه می‌شوند، نسبت به اشکال نامشهودتری از سرمایه، که اغلب در ترازنامه ارائه نمی‌شوند، جایگاه ثانویه‌ای یافته‌اند (تیلز و همکاران، ۲۰۰۷). امروزه، منبع اقتصادی بنیادی، دیگر، سرمایه (فیزیکی و مالی)، منابع طبیعی و یا نیروی کار نیست بلکه دانش است (سیتراهامان و همکاران، ۲۰۰۴). دارایی‌های فیزیکی همچون زمین، اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و دارایی‌های مالی همچون وجه نقد، سرمایه‌گذاری‌ها و ابزار مالی، در دستیابی به اهداف سازمان، ضروری اما ناکافی هستند. در عوض، دانش، تنظیمات فناوری^۱، روابطی که شهرت خوب را ایجاد می‌نمایند، علائم تجاری و سیستم‌های اطلاعاتی که در تصمیم‌گیری مفید می‌باشند و سرمایه فکری را تشکیل می‌دهند، به‌عنوان عوامل کلیدی موفقیت در عصر اطلاعات و خدمات، شناخته می‌شوند (گاش و همکاران، ۲۰۲۴). بنابراین یکی از معیارهای مستقیم اقتصاد دانش‌بنیان، سرمایه فکری است.

مدل ضریب ارزش افزوده فکری به مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان اجازه می‌دهد تا کارایی و ترکیب منابع کل شرکت را نظارت و ارزیابی کنند که بر اساس اندازه‌گیری و نظارت با معیارهای مبتنی بر حسابداری، بینشی از اثربخشی فرآیند ایجاد ارزش از سوی شرکت‌ها ارائه می‌دهد (ترن و همکاران، ۲۰۲۳). شرکت‌ها دارای دارایی‌های مشهود و نامشهود هستند که می‌توانند با شناسایی فرصت‌های بازار برای افزایش کارایی شرکت بکار گرفته شوند (ترن و همکاران، ۲۰۲۲). شرکت‌ها می‌توانند از این دارایی‌ها برای بهبود کیفیت خدمات، کاهش هزینه‌های اقتصادی، ایجاد منابع انسانی و بهبود سرمایه انسانی استفاده کنند که منجر به عملکرد بالاتر شرکت می‌شود (واسودوان، ۲۰۲۱). شرکت‌ها منابع سرمایه فکری را برای بهبود عملکرد

1. Regtech

بلندمدت نگه می دارند. هر بنگاهی که دارای سرمایه فکری مانند مهارت ها و دانش خاصی باشد می تواند برای افزایش بهره وری و بازدهی مورد استفاده قرار دهد (علی و همکاران، ۲۰۲۲). شرکت ها می توانند از تحصیل، به اشتراک گذاری، کاربرد دانش بهتر، بهره ببرند چرا که به آن ها کمک می کند تا نحوه انجام امور به شیوه مناسب و صحیح را بدانند. این ممکن است منجر به کیفیت بهتر، هزینه های کمتر و در نتیجه عملکرد بهتر و ارزش ایجاد شده بیشتری برای شرکت شود (الجوبوری و همکاران، ۲۰۲۲). دارایی نامشهود و سرمایه فکری می تواند به شرکت ها کمک کند اطلاعاتی را جمع آوری کنند که می تواند برای بهبود مهارت ها و درآمدهای مدیریتی، جذب مشتریان بیشتر، ارائه محصولات/خدمات جدید و در نتیجه بهبود عملکرد مورد انتظار شرکت مورد استفاده قرار گیرد (لیمجایا و همکاران، ۲۰۲۱). شرکت هایی که دارایی های نامشهود زیادی دارند، عملکرد مالی بهتری دارند و می توانند بین سرمایه فکری و تصمیم گیری سرمایه گذاری در راستای ایجاد بازدهی بیشتر رابطه ایجاد کنند (فاروق و همکاران، ۲۰۲۲؛ ماهارانی و نارسا، ۲۰۲۳). پیروی از رویکرد محافظه کاری در گزارشگری و ایجاد شکاف بین ارزش های دفتری و بازار از یک سو (ماهارانی و نارسا، ۲۰۲۳)، نگرش بلندمدت منافع مورد انتظار دارایی های نامشهود و سرمایه فکری در آینده و پایداری بیشتر این اخبار مثبت نسبت به اخبار منفی، حاکی از اهمیت مخارج تحقیق و توسعه و سرمایه فکری در بازتعریف بازدهی مورد انتظار در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است (فاروق و همکاران، ۲۰۲۲).

بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری، معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره وری

امروزه تعادل در مصرف یک حرکت جهادی است و مردم باید موضوع پرهیز از اسراف و استفاده از تولیدات داخلی را جدی بگیرند. جلوگیری از هرگونه اسراف و تبذیر، مهم ترین اصل در ارائه یک الگوی اسلامی مصرف است (فشاری و پورغفار، ۱۳۹۲). از محورهای اساسی اقتصاد مقاومتی مدیریت مصرف و پرهیز از زیاده روی در مصرف و رشد بهره وری است. کارایی سرمایه گذاری زمانی حاصل می شود که شرکت تنها در تمام پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت

سرمایه‌گذاری نمایند (گایو و همکاران، ۲۰۲۳). البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). علاوه بر این کارایی سرمایه‌گذاری یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه مستلزم آن است که از یک سو از مصرف منابع در حد فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، جلوگیری شود و از سوی دیگر منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (لیو و اریکو، ۲۰۲۳). چنانچه نسبت به منافع مورد انتظار موضوع سرمایه‌گذاری، مبالغ بیشتری از منابع در سرمایه‌گذاری موردنظر تخصیص داده شود یا به عبارتی مدیران در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کرده باشند، شرکت دچار عارضه بیش سرمایه‌گذاری شده و درواقع مدیریت مصرف را رعایت نکرده است و با پدیده زیاده‌روی در مصرف منابع برخورد نموده است (جین و همکاران، ۲۰۲۳). در ضمن چنانچه مدیران از تخصیص دادن منابع کافی جهت سرمایه‌گذاری‌های ضروری امتناع نموده و درواقع از سرمایه‌گذاری کافی در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت خودداری کرده باشد، عارضه کم سرمایه‌گذاری حادث شده که منجر به ممانعت از رشد بهره‌وری شرکت می‌شود. بهر حال باید اذعان نمود که ناکارایی سرمایه‌گذاری با مبانی نظری اقتصاد مقاومتی مغایرت دارد. سرمایه‌گذاری افراطی ممکن است بیش از ظرفیت بوده و سبب ایجاد ناکارآمدی شده و می‌تواند توسعه پایدار و رفاه آینده در بازار سرمایه را برای سرمایه‌گذاران و سهامداران مختل سازد (گوریگلیا و یانگ، ۲۰۱۶). سرمایه‌گذاری ضعیف و ناکارا می‌تواند تبعات مالی جدی داشته باشد. اگر شرکت مبلغ بسیار زیادی را به صورت ناکارا سرمایه‌گذاری کند، شرکت با هزینه استهلاک بالا و سایر هزینه‌های غیرضروری مواجه خواهد شد. از سوی دیگر، اگر به مقدار کافی سرمایه‌گذاری ننماید، تجهیزات و نرم‌افزارهای کامپیوتری آن ممکن است به حدی کافی پیشرفته نباشد تا شرکت بتواند تولید رقابتی نماید. هم‌چنین اگر شرکت ظرفیت کافی نداشته باشد، ممکن است سهم بازار را به شرکت‌های رقیب واگذار نماید که در آن صورت بازیافتن مشتریان ازدست‌رفته نیاز به هزینه‌های فروش سنگین، کاهش قیمت‌های فروش یا بهبود محصولات دارد که هر یک از

این‌ها بسیار پرهزینه است (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷). با توجه به اینکه سرمایه‌گذاری بهینه منابع، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران را به حداقل می‌رساند و سبب هم‌سویی بیشتر منافع همه گروه‌های ذینفع می‌شود (لیو و اریکو، ۲۰۲۳) و با سیگنال‌دهی اخبار مثبت به بازار از انباشت اخبار منفی جلوگیری و ضریب واکنش سود بالاتری را ایجاد می‌کند (گایو و همکاران، ۲۰۲۳)، در نتیجه از انباشت جریان نقد مازاد جلوگیری می‌کند، انتظار بر این است که مصرف بهینه و سرمایه‌گذاری کارای منابع، به افزایش ارزش شرکت و افزایش بازدهی مورد انتظار منجر شود (جین و همکاران، ۲۰۲۳).

رقابت بازار محصول معیار مستقیمی برای رقابت‌پذیری اقتصادی

عامل رقابت در بازار محصول به عنوان یکی از مکانیسم‌های راهبری شرکتی که به طور مؤثر از هدر رفتن وجه نقد توسط مدیر جلوگیری می‌کند؛ مورد توجه قرار گرفته است (عبدو و وارلا، ۲۰۱۷). یک سیستم راهبری شرکتی مناسب و خوب در صنایع رقابتی نسبت به صنایع غیررقابتی بیشتر باعث بهبود و ارتقای ارزش شرکت می‌شود. شواهد فوق نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصول به عنوان یک مکانیسم خارجی، ممکن است منجر به تغییر رفتار شرکت‌ها در تعیین سیاست‌های مدیریتی و ساختار راهبری شرکتی شود (لو، ۲۰۱۱). به دلایل مختلفی بین جهانی شدن فعالیت‌های اقتصادی و رقابت روابط متقابلی وجود دارد که عبارتند از: افزایش جریان تجارت و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی. - کاهش موانع. - انتشار سریع اطلاعات. - انتقال بیشتر در فناوری و فرآیندها. - مهاجرت کاری فرامرزی. - همگرایی جغرافیایی قیمت‌ها. ترکیب این عوامل منجر به افزایش رقابت بین شرکت‌ها در بازارهای داخلی شده است و این فشارهای رقابتی نه تنها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، بلکه بر ثبات جریان نقدی شرکت‌ها و بازدهی مورد انتظار نیز تأثیر می‌گذارد (الالری و ماکودم پترسون، ۲۰۲۳). رقابت در بازار محصول یک محرک اساسی برای کارایی اقتصادی است و بنابراین پیامدهای عمیقی برای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و ارزش شرکت دارد. شرکت‌هایی که در بازارهای بسیار رقابتی هستند، بیشتر در فعالیت‌های نوآورانه سرمایه‌گذاری می‌کنند و از نوآوری‌های خود سود بیشتری کسب می‌کنند.

این پیش‌بینی می‌کند که مدیران شرکت‌ها برای بهینه‌سازی سود از طریق افزایش کارایی برای رقابتی ماندن در بازار محصول، تحت فشار زیادی هستند (لی و همکاران ۲۰۲۰). رقابت بازار به کاهش قیمت‌ها کمک می‌کند، فعالیت‌های نوآوری را تقویت می‌کند، منجر به خطرات اخلاقی کمتری می‌شود و کیفیت محصول خوبی را برای مصرف‌کننده فراهم می‌کند. با این حال، از یک سو، رقابت شدید انتخاب‌های بیشتری برای مصرف‌کننده ایجاد می‌کند، بنابراین شرکت‌ها برای حفظ آن‌ها بیش از حد از منابع استفاده می‌کنند (الالری و ماکودم پترسون، ۲۰۲۳). از سوی دیگر، رقابت شدید شرکت‌ها را وادار می‌کند که سرمایه‌گذاری را به تعویق بیندازند و فرصت‌های سودآور را از دست بدهند (لی و همکاران ۲۰۲۰). شرکت‌هایی که در یک محیط غیررقابتی (تمرکز پایین) فعالیت می‌کنند، می‌توانند در صورت وجود موانعی برای ورود به بخشی از بازار، قیمت‌ها را بالاتر از هزینه‌های نهایی بدون از دست دادن مشتریان به رقبای افزایش دهند. علاوه بر این، شرکت‌ها همچنین می‌توانند شوک‌های هزینه‌ای را به مصرف‌کنندگان نهایی منتقل کنند و در نتیجه سودآوری آینده خود را افزایش دهند. همچنین، عدم اطمینان کم در مورد سودآوری آتی و جریان‌های نقدی پایدار، سرمایه‌گذاران را برای معامله در این سهام جذب می‌کند (احمد و همکاران، ۲۰۲۳). علاوه بر این، بازار سهام تمایل دارد به چنین شرکت‌هایی با بازده بالاتر پاداش دهد (جمیل، ۲۰۲۱).

کنترل دست‌کاری فرصت طلبانه سود، ابزاری برای مبارزه با فساد

یکی دیگر از محورهای اقتصاد مقاومتی مبارزه با فساد است. فساد یک سیستم باعث می‌شود که منابع شرکت به درستی به فعالیت‌های انتفاعی و منفعت‌زا تخصیص داده نشود و منافع کل ذینفعان تأمین نگردد (دانگ و همکاران، ۲۰۲۳). بر اساس تئوری نمایندگی به دلیل مشکل جدایی مالکیت از مدیریت، مدیران به تبع انگیزه حداکثر کردن مطلوبیت شخصی منافع شخصی خود را بر منافع سهامداران و سایر ذینفعان برتری داده و خلاف وظیفه مباشرت و نمایندگی خود عمل نموده و از ارائه اطلاعات صادقانه خودداری می‌نماید. در همین راستا مدیران از طریق دست‌کاری کردن فرصت طلبانه سود، به هدف خودش که همان حداکثر کردن منافع شخصی است، نزدیک می‌شود

و در صورت ارتکاب عمل دست کاری فرصت طلبانه سود (با قصد حداکثر کردن مبلغ پاداش خود و ایجاد امنیت شغلی)، می توان ادعا کرد که دریچه های فساد در شرکت گشوده می شود و با مبانی نظری مبارزه با فساد مغایرت می یابد (زمانیانفر و همکاران، ۲۰۲۱). انتظار بر وجود ارتباط منفی میان دست کاری سود از طریق اقلام واقعی و عملکرد آتی شرکت ها خصوصاً در شرکت های مشکوک به دست کاری سود است زیرا مدیران فرصت طلب، با سوء استفاده از رویه های حسابداری و یا فعالیت های اختیاری، موجب افزایش قیمت سهام شرکت، امنیت شغلی و پاداش خود می گردند که این اقدامات در نهایت منتج به زیان سایر ذینفعان شرکت می شود (تانگ و آلویتا، ۲۰۲۱).

اگرچه تعدیل سود می تواند آموزنده باشد، اما قصد گمراه کردن سهامداران شرکت ممکن است اعتماد سرمایه گذار را از بین ببرد. در مواردی خاص، سطح بالای مدیریت سود به عنوان سطح پایین کیفیت سود شناخته می شود که حاکی از سیگنال بد بازار مالی است. همان طور که ریسک فزاینده ورشکستگی با مدیریت سود مرتبط است. دست کاری سود باعث عدم تقارن اطلاعات می شود زیرا مدیران شرکت ممکن است منافع خود را به هزینه سهامدار شرکت دنبال کنند (جانگ و همکاران، ۲۰۲۲) یا افشای اطلاعات مالی شرکت را از طریق تغییر سیاست حسابداری پنهان کنند. مدیران می توانند از سیاست های حسابداری برای تأثیر گذاری بر اقلام تعهدی استفاده کنند (دانگ و همکاران، ۲۰۲۳). علاوه بر این، در شرایط دست کاری سود، اقلام تعهدی می تواند منجر به نتایج مغرضانه شود (ها و همکاران، ۲۰۲۲)، در حالی که سرمایه گذاران خارجی نگران کیفیت افشای مالی شرکت در فرایند ارزیابی کیفیت صورت های مالی برای تخصیص بهینه منابع هستند (وو و همکاران، ۲۰۱۹).

یکی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام، سود گزارش شده در صورت های مالی است. سود گزارش شده در صورت های مالی بر رفتار سرمایه گذاری یک سرمایه گذار تأثیر می گذارد (بوتو و همکاران، ۲۰۲۱). سود بالا باعث جذب سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در شرکت می شود زیرا سرمایه گذاران قضاوت می کنند که شرکت عملکرد خوبی دارد. سرمایه گذاران به اخبار مثبت

در مورد سود شرکت واکنش مثبت و به اخبار منفی در مورد سود شرکت واکنش منفی نشان می‌دهند (تانگ و آلویتا، ۲۰۲۱). با توجه به این عوامل، مدیریت شرکت تحریک می‌شود تا سود را دست‌کاری کند تا تغییر مطلوبی در قیمت سهام ایجاد کند (بوتو و همکاران، ۲۰۲۱).

حاکمیت شرکتی به عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی

یکی از تدابیری که برای کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت اتخاذ شده، استقرار یک سیستم نظارتی مؤثر تحت عنوان قواعد حاکمیت شرکتی است که با سازوکارهای مختلفی سعی بر جلوگیری از بروز رفتار فرصت‌طلبانه مدیران می‌نماید تا مدیران دست به انجام سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد و دیگر اقدامات فرصت‌طلبانه نزنند. نظام حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت کند و چنانچه به‌صورت اثربخش اعمال شود، کنترلی برای رفتار مدیریت در تخصیص منابع سازمان محسوب می‌شود (مهران، ۲۰۲۳).

سازوکارهای راهبری شرکتی بر اطلاعاتی که شرکت‌ها برای سهامداران و سایر ذینفعان افشا می‌کنند، اثر می‌گذارد و احتمال افشا نشدن کامل و مطلوب اطلاعات را کاهش می‌دهد (هتای، ۲۰۱۲). با این شرایط یکی از مهم‌ترین اهداف راهبری شرکتی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق افشای به‌موقع اطلاعات مالی شرکت‌ها است. افشای صحیح و مناسب اطلاعات مالی، مسئله نمایندگی را با پر کردن شکاف عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران تعدیل می‌کند (لیم و همکاران، ۲۰۱۴). نکته قابل توجه در سیاست‌های اقتصاد مقاومتی، تأکید بسیار بر رقابت‌پذیری، شفافیت و مردمی کردن اقتصاد و عدم تأکید بر خصوصی‌سازی است. درواقع، سیاست‌های ابلاغ‌شده اقتصاد مقاومتی به جای تأکید بر خصوصی‌سازی، بر تحقق اهداف غایی خصوصی‌سازی که شامل رقابت‌پذیری، شفافیت و مشارکت است تأکید دارد. این جهت‌گیری در سیاست‌های اقتصاد مقاومتی که بیشتر بر اهداف خصوصی‌سازی تأکید دارد تا خود خصوصی‌سازی، قابل تحلیل است چراکه مطابق با توصیه‌های اقتصاد نهادگرایی جدید نیز مسیر گذار به رقابت‌پذیری، شفافیت و اقتصاد بازار برای کشورهای درحال توسعه از خصوصی‌سازی نگذشته، بلکه از حکمرانی خوب می‌گذرد (استریتن، ۲۰۰۷). تاریخچه حکمرانی شرکتی به

جدایی اداره از مالکیت بازمی‌گردد، جایی که هیئت‌مدیره به‌عنوان مجموعه‌ای متمایز از سهامداران، قدرت تصمیم‌گیری در سازمان را بر عهده گرفت و امکان تشکیل شرکت‌های سهامی را فراهم آورد (مهران، ۲۰۲۳). سرمایه تأمین‌شده توسط سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های دولتی و خصوصی به‌عنوان یک نیروی حیاتی در بازارها محسوب می‌شود. بنابراین، حمایت از سرمایه‌گذار برای دستیابی به سرمایه‌گذاری مطلوب برای حیات و رقابت‌پذیری شرکت‌ها در بازارهای سرمایه، ضروری است. سرمایه‌گذاران نه تنها باید تشویق شده و برای سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه پاداش بگیرند، بلکه باید از طریق مقررات مناسب حاکمیتی و همچنین مکانیسم‌های نظارتی بازار، حمایت شوند (ریسال و همکاران، ۲۰۲۴). حفظ یکپارچگی، اعتبار و کارایی بازارهای سرمایه، مسئولیت تمام مشارکت‌کنندگان، مانند سرمایه‌گذاران، واحدهای تجاری، وضع‌کنندگان قوانین، واحدهای دولتی و جوامع بزرگ است و بهترین مزایا را برای تمام مشارکت‌کنندگان در پی دارد. ویلیام دونالدسون، رئیس سابق کمیته بورس و اوراق بهادار آمریکا، در موضوع اهمیت اعتبار بازارهای سرمایه اظهار می‌دارد که بازارها همیشه جایی هستند که از آن استقبال شود و معاملات در آن صورت گیرد (چن و همکاران، 2011). مدیران برای حداکثر کردن منافع خود، دارای دید کوتاه‌مدت هستند. از آنجا که آن‌ها بر اساس عملکرد کوتاه‌مدت پاداش می‌گیرند، لذا کوتاه‌مدت-نگر هستند. این کوتاه‌نگری تا حدی ناشی از عملکرد بازار سرمایه است، زیرا بازار سرمایه بر اساس عملکرد مناسب در کوتاه‌مدت، به آنان پاداش می‌دهد و بنابراین، مدیران منافع بلندمدت را فدای منافع کوتاه‌مدت می‌نمایند و در نتیجه دست به اقداماتی می‌زنند که ممکن است عدم کارایی سرمایه‌گذاری را برای شرکت در پی داشته باشد (مولر و پیو، ۲۰۰۷). در این راستا مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی میزان انحراف از تصمیمات سرمایه‌گذاری مطلوب را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رفع مشکلات نمایندگی کاهش می‌دهد (ریسال و همکاران، ۲۰۲۴). به عبارتی مکانیسم‌های راهبری شرکتی مانند مدیران غیرموظف و تمرکز مالکیت، میزان انحراف از تصمیمات سرمایه‌گذاری مطلوب را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رفع مشکلات نمایندگی کاهش داده و با افزایش محتوای اطلاعاتی ارقام مالی گزارش‌شده، با افزایش ضریب واکنش سود

و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، سبب افزایش بازدهی انتظاری باز می‌شود (ریسال و همکاران، ۲۰۲۴؛ بیل و همکاران، ۲۰۱۱)

۲. پیشنهاد پژوهش

گاش و همکاران (۲۰۲۴) با بررسی سرمایه فکری و رشد اقتصادی: شواهدی از برخی کشورهای منتخب، نشان دادند مشارکت مثبت و معنادار سرمایه فکری در رشد اقتصادی وجود دارد. از این رو، سیاست‌گذاران باید نوآوری را در تمام فضاها و مراحل یادگیری افزایش دهند. ریسال و همکاران (۲۰۲۴) با بررسی نقش حاکمیت شرکتی به عنوان یک عامل مهم سودآوری شرکت و به عنوان تعدیل‌کننده ارزش شرکت نشان دادند حاکمیت شرکتی تأثیری بر سودآوری و ارزش شرکت نداشت، سودآوری تأثیر معنی‌داری بر ارزش شرکت داشت و حاکمیت شرکتی نتوانست سودآوری را بر ارزش شرکت تعدیل کند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که جنبه‌های حاکمیت شرکتی باید با اهداف شرکت هم‌راستا شود و بهبودهایی در تمام جنبه‌های حاکمیت شرکتی نیز باید انجام شود. مهران (۲۰۲۳) با بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر رشد اقتصادی نشان داد تأثیر حاکمیت بر رشد اقتصادی از نظر آماری معنادار است. علاوه بر این، اگر سایر متغیرهای کنترل اقتصادی ثابت باشند، افزایش ۱ درصدی حاکمیت، رشد اقتصادی را به طور متوسط ۱ درصد افزایش می‌دهد. احمد و همکاران (۲۰۲۳) با بررسی رقابت در بازار محصول، تحرک نیروی کار و مقطع بازده سهام، نشان دادند شدت رقابت در بازار محصول شرکت‌ها به طور بالقوه باعث ایجاد رابطه مثبت مدیریت نیروی انسانی و بازده سهام می‌شود. گایو و همکاران (۲۰۲۳) با بررسی کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت سود: شواهد اروپایی نشان دادند بین کیفیت سود و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در هر دو سناریوی ناکارآمدی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد، نتایج نشان می‌دهد که کیفیت بالاتر سود گزارش شده، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. ماهارنی و مارسا (۲۰۲۳) با بررسی نقش سرمایه فکری در مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و بازده سهام مازاد: شواهد تجربی در بازارهای سهام در حال ظهور نشان دادند بین مدل شش عاملی قیمت‌گذاری دارایی‌های

سرمایه ای، سرمایه فکری و بازده مازاد سهام رابطه معناداری وجود دارد. آزمون استحکام از این یافته ها پشتیبانی می کند و نشان می دهد که سرمایه فکری به عنوان یک دارایی نامشهود از نظر مالی بهتر عمل می کند. لیو و اریکو (۲۰۲۳) با بررسی تأثیر سرمایه گذاری شرکت بر بازدهی سهام، نشان دادند مدیران از گزینه های سرمایه گذاری برای تأثیرگذاری بر نظرات سرمایه گذاران در مورد چشم انداز آینده شرکت ها و افزایش ارزش گذاری بازار استفاده می کنند. انگیزه های دست کاری فرآیندهای ارزش گذاری با انگیزه های سرمایه ای مدیریت و اطلاع رسانی سرمایه گذاری افزایش می یابد. لین و کامروزامان (۲۰۲۳) با بررسی تأثیر افشای محیطی و کیفیت افشای مالی و پذیرش فناوری اطلاعات بر عملکرد شرکت: نقش حاکمیت شرکتی در پایداری نشان دادند ارتباط مثبت و معنی داری بین پایداری شرکت و متغیرهای افشای مالی و محیطی، سازگاری فناوری اطلاعات و حکمرانی خوب وجود دارد. علی و همکاران (۲۰۲۲) با بررسی نقش سرمایه فکری در عملکرد مالی نشان دادند، سرمایه انسانی، سرمایه ساختاری و سرمایه به کار گرفته شده تأثیر قابل توجهی بر عملکرد مالی شرکت های پاکستانی و هندی دارند. نظریه مبتنی بر منبع^۱ از این یافته ها پشتیبانی می کند و یافته ها باید به مدیریت برای بهبود عملکرد مالی و تأکید بر اهمیت سرمایه فکری کمک کند. هو و همکاران (۲۰۲۲) با بررسی رابطه کیفیت افشا، کارایی قیمت و بازدهی مورد انتظار، نشان دادند کیفیت افشای بالاتر می تواند از طریق توجه بیشتر سرمایه گذاران و نقد شوندگی بالاتر سهام، پس از کنترل متغیرهای کیفیت حسابداری و در نظر گرفتن موضوع درون زایی، تأخیر واکنش قیمت سهام را کاهش دهد. علاوه بر این، کیفیت افشا بازده سهام مورد انتظار را از طریق کانال کارایی قیمت مرتبط با توجه سرمایه گذار و نقد شوندگی سهام کاهش می دهد. بوتو و همکاران (۲۰۲۱) با بررسی تأثیر رویه های مدیریت سود بر بازدهی سهام نشان دادند، بین بازده سهام و مدیریت سود واقعی و تعهدی رابطه معنادار و منفی وجود دارد. علاوه بر این، تأثیر ترکیبی مدیریت سود واقعی و تعهدی بر بازده سهام نیز به طور قابل توجهی منفی است. تانگ و آلویتا

1. Resource based theory

(۲۰۲۱) با بررسی تأثیر مدیریت سود بر بازده سهام بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در اندونزی نشان دادند مدیریت سود تأثیر معناداری بر متغیر بازده سهام دارد. این به این دلیل است که شیوه‌های مدیریت سود می‌تواند سرمایه‌گذاران را برای انجام معاملات سرمایه‌گذاری فریب دهد. جمیل (۲۰۲۱) با بررسی تأثیر قابلیت رقابت بازار محصول و بازدهی سهام نشان داد، صنایع متمرکز (کمتر رقابتی)، به طور متوسط، سودآورتر هستند و نتایج نه تنها در برابر استراتژی‌های تجربی مختلف، بلکه در برابر شاخص‌های مختلف تمرکز نیز مستحکم هستند. یک رابطه مثبت بین تمرکز و بازده سهام با استفاده از رگرسیون فاما-مک‌بث در سطح شرکت و صنعت حتی پس از کنترل سایر عوامل تعیین‌کننده بازده مانند اندازه، ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده گذشته و اهرم مشاهده شد. هنبی (۲۰۲۰) با بررسی عوامل تعیین‌کننده تاب‌آوری اقتصادی در مناطق روستایی پرتغال، نشان داد اتکا به کشاورزی و نوآوری سبب تاب‌آوری اقتصادی شدند. در مورد معیارهای سرمایه اجتماعی، یافته‌های متناقضی یافت شد ولی نرخ بالاتر جرم و جنایت تأثیر منفی و مشارکت سیاسی بالاتر نیز تأثیر منفی بر تاب‌آوری اقتصادی دارد. ناظمی و نصیری (۱۳۹۳) در پژوهش خود به بررسی ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان مالکیت نهادی با افشای اطلاعات پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد شرکت‌هایی که اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند از نظام حاکمیت شرکتی برتری برخوردارند. قلی‌پور و همکاران (۱۳۹۵) با بررسی حاکمیت شرکتی در بخش عمومی و نقش آن در اقتصاد مقاومتی، نشان دادند که قانون اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ به عنوان مهم‌ترین زیربنای تحقق اقتصاد مقاومتی در حوزه رقابت‌پذیری و شفافیت اقتصاد ایران، در این زمینه قابل‌بهبود است. پاک‌مرام و همکاران (۱۳۹۵)، با پژوهشی تحت عنوان ارائه مدلی برای عوامل مؤثر بر اقتصاد مقاومتی بر پایه حاکمیت شرکتی در شرکت‌های مپنا و با استفاده از روش پرسشنامه‌ای، مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی را مانند استفاده از حداکثر امکانات، حمایت از تولید ملی، مدیریت مصرف و مردمی کردن اقتصاد را با استفاده از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی تعریف کردند.

۳. فرضیه های پژوهش

۱. کیفیت افشا (معیار مستقیمی برای شفاف سازی اقتصادی) بر بازدهی سهام تأثیر معنی داری دارد.
۲. تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان) بر بازدهی سهام تأثیر معنی داری دارد.
۳. سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان) بر بازدهی سهام تأثیر معنی داری دارد.
۴. کارایی سرمایه گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره وری) بر بازدهی سهام تأثیر معنی داری دارد.
۵. رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت پذیری اقتصادی) بر بازدهی سهام تأثیر معنی داری دارد.
۶. کنترل دست کاری فرصت طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد) بر بازدهی سهام تأثیر معنی داری دارد.
۷. حاکمیت شرکتی (به عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی) بر بازدهی سهام تأثیر معنی داری دارد.

متغیرهای مستقل

شفاف سازی اقتصادی (ECOCLAR). معیار مورد استفاده برای شفاف سازی اقتصادی، کیفیت افشا است. برای سنجش کیفیت افشا از امتیاز داده شده به هر شرکت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استفاده شد. معیار به موقع بودن بر اساس زمان ارسال اطلاعات توسط شرکت در مقاطع تعیین شده در دستورالعمل افشای اطلاعات و با لحاظ نمودن میزان تأخیر در ارسال اطلاعات، محاسبه می شود. میزان نوسانات و تغییرات در پیش بینی های ارسالی و هم چنین تفاوت های میان مبالغ پیش بینی شده و عملکرد واقعی حسابرسی شده، معیار قابلیت اتکا است که معادل لگاریتم طبیعی امتیاز و رتبه افشای شرکتی است.

اقتصاد دانش بنیان (KNOWECON). معیار مورد استفاده برای اقتصاد دانش بنیان، لگاریتم مخارج تحقیق و توسعه مستخرج از یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی شرکت‌ها (توما و همکاران، ۲۰۲۱؛ تودر و همکاران، ۲۰۲۳) و همچنین ارزش افزوده سرمایه فکری است که به شرح زیر اندازه گیری می شود:

روش ضریب ارزش افزوده سرمایه فکری مستقیماً کارایی سه نوع دارایی را اندازه گیری می نماید: (۱) سرمایه مالی و فیزیکی (۲) سرمایه نیروی انسانی و (۳) سرمایه ساختاری. جمع جبری سه قسمت برابر با ضریب ارزش افزوده سرمایه فکری خواهد بود. ضریب ارزش افزوده بالاتر بیانگر استفاده بهینه از منابع ایجاد ارزش در واحد تجاری است و به عنوان مقیاس توانایی عوامل نامشهود شرکت به کار برده می شود (زگال وانیس، ۲۰۱۱؛ ترن و همکاران، ۲۰۲۳؛ علی و همکاران، ۲۰۲۲؛ الجوبوری و همکاران، ۲۰۲۲).

محاسبه روش ضریب ارزش افزوده فکری یک عده گام‌های متفاوتی را طی می کند: بر طبق نظریه سهامدار ارزش افزوده به شرح زیر (رابطه ۱ و ۲) محاسبه می شود:

$$\text{رابطه ۱)} \quad \text{ورودی} - \text{خروجی} = \text{ارزش افزوده}$$

و یا

رابطه ۲) هزینه استهلاک - بهای تمام شده کالای فروش رفته - فروش خالص = ارزش افزوده
خروجی‌ها (OUT) درآمد را نشان می دهند و همه محصولات و خدمات فروخته شده در بازار را مورد مقایسه قرار می دهند. ورودی‌ها (IN) شامل همه مخارج برای عملیات شرکت، هزینه‌های منحصربه فرد کارکنان که به عنوان هزینه در نظر گرفته نشده اند است. طبق نظر پالیک، هزینه‌های کارکنان به عنوان یک شاخص سرمایه انسانی مورد توجه قرار گرفته است. رابطه بین ارزش افزوده و سرمایه انسانی (رابطه ۳ و ۴) توانایی سرمایه انسانی در خلق ارزش در یک شرکت را مشخص می - کند (پالیک، ۲۰۰۴).

رابطه ۳)

(در اصل هزینه های کارکنان مشغول در تحقیق و توسعه) هزینه های تحقیق و توسعه - هزینه های کارکنان = سرمایه انسانی (HC)

رابطه ۴) ارزش افزوده / سرمایه انسانی = ارزش افزوده سرمایه انسانی

ضریب ارزش افزوده ساختاری ترکیب سرمایه ساختاری در خلق ارزش را نشان می دهد. بر طبق پالیک (۲۰۰۴)، سرمایه ساختاری وقتی به دست می آید که سرمایه انسانی از ارزش افزوده کسر شود. بنابراین رابطه بین ارزش افزوده و سرمایه ساختاری به شرح زیر (رابطه ۶ و ۵) محاسبه شده است:

رابطه ۵) سرمایه ساختاری = سرمایه انسانی - ارزش افزوده

رابطه ۶) سرمایه ساختاری / ارزش افزوده = ارزش افزوده سرمایه ساختاری

ضریب ارزش افزوده سرمایه فکری با حاصل جمع ضریب ارزش افزوده سرمایه انسانی (VAHU) و ضریب ارزش افزوده سرمایه ساختاری (SCVA) به دست می آید (رابطه ۷).

رابطه ۷) ارزش افزوده سرمایه انسانی + ارزش افزوده سرمایه ساختاری = ارزش افزوده سرمایه فکری طبق نظر پالیک (۲۰۰۴)، سرمایه فکری نمی تواند بر روی مالکیت خودش ارزش ایجاد کند. بنابراین ضروری است تا سرمایه فیزیکی و مالی به منظور داشتن ینش کامل به جامعیت ارزش افزوده ایجاد شده به وسیله منابع شرکت محاسبه شود. ضریب ارزش افزوده سرمایه بکار گرفته شده (VACA) نشان می دهد که چگونه ارزش جدید بیشتری به وسیله هر واحد پول سرمایه - گذاری شده در سرمایه بکار گرفته شده ایجاد شده است. بنابراین، رابطه بین ارزش افزوده و سرمایه افزوده شده (رابطه ۸ و ۹)، توانایی سرمایه به کار گرفته شده در خلق ارزش در یک شرکت را نشان می دهد.

رابطه ۸) ارزش افزوده / ارزش دفتری خالص دارایی ها = ارزش افزوده سرمایه به کار گرفته (سرمایه فیزیکی و مالی)

رابطه ۹) ارزش افزوده (کارایی) سرمایه افزوده شده + ضریب ارزش (کارایی) افزوده سرمایه فکری = ضریب ارزش افزوده فکری

مدیریت و زیاده‌روی در مصرف (MEXCONS) و رشد بهره‌وری (PRODGROW)

در این پژوهش، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری به عنوان شاخص مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری مورد استفاده قرار گرفته‌اند. در این پژوهش، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری با استفاده از رابطه زیر (رابطه ۱۰) که حاصل کار تهرانی و حصار زاده (۱۳۸۸) به عنوان مدل تعیین بیش و کم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در ایران بوده، استفاده شده است:

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it-1} + \beta_2 MTBit + \beta_3 CG_{it-1} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 OP_{it-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۱۰})$$

CFO_{it-1} : جریان نقد عملیاتی سال جاری تقسیم‌بر کل دارایی‌های ابتدای سال، $MTBit$:

ارزش بازار به ارزش دفتری سهام، CG_{it-1} : رشد فروش که از تقسیم تغییرات فروش سال جاری با سال قبل تقسیم‌بر فروش سال قبل به دست می‌آید، ROA_{it-1} : بازدهی دارایی‌ها که برابر است با سود خالص تقسیم‌بر دارایی‌های ابتدای سال، OP_{it-1} : سود عملیاتی سال جاری تقسیم‌بر دارایی‌های ابتدای سال جاری و $\varepsilon_{i,t}$: جز خطا است و مقدار مثبت جز خطا، بیش سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد (برابر ۱) و مقدار منفی جز خطا کم سرمایه‌گذاری (برابر صفر) را نشان می‌دهد.

رقابت بازار محصول ($Pmcomp$)

برای سنجش رقابت بازار محصول از شاخص هرفیندال-هیرشمن (HHI) استفاده شده است. شاخص هرفیندال-هیرشمن از حاصل جمع توان دوم سهم بازار تمامی بنگاه‌های فعال در صنعت به صورت فرمول زیر (رابطه ۱۱) به دست می‌آید (الالری و ماکودم پترسون، ۲۰۲۳؛ لی و همکاران، ۲۰۲۰):

$$HHI = \sum_{i=1}^k S_i^2 \quad (\text{رابطه ۱۱})$$

که در آن HHI شاخص هرفیندال-هیرشمن، k تعداد بنگاه‌های فعال در بازار و S_i سهم بازار

شرکت i ام است که از رابطه زیر (رابطه ۱۲) به دست می‌آید:

$$S_i = X_j / \sum_{j=1}^n X_j \quad (\text{رابطه ۱۲})$$

که در آن X_j نشان دهنده فروش شرکت j ام و I نشان دهنده نوع صنعت است. شاخص هر فیندال-هیرشمن، میزان تمرکز صنعت را اندازه گیری می کند. هر چه این شاخص بزرگ تر باشد، میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و بالعکس.

دست کاری فعالیت های واقعی (Manipulation)

ز شیوه های دست کاری فعالیت های واقعی، دست کاری هزینه های اختیاری، تولید اضافی و افزایش حجم فروش ها است در این پژوهش از جریان های نقد عملیاتی غیر عادی به عنوان شاخص دست کاری فعالیت های واقعی استفاده شده است (رابطه ۱۳) (زمانیانفر و همکاران، ۲۰۲۱؛ دانگ و همکاران، ۲۰۲۳؛ بوتو و همکاران، ۲۰۲۱؛ تانگ و آلویتا، ۲۰۲۱)؛

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۱۳})$$

$Sales_{i,t}$ = فروش i ، T ، $CFO_{i,t}$ = جریان های نقد عملیاتی واقعی دوره T ،

$\Delta Sales_{i,t}$ = تغییرات فروش نسبت به سال قبل، $TA_{i,t-1}$ = کل دارایی های پایان دوره قبل،

$\epsilon_{i,t}$ = باقیمانده مدل (جریان های نقد عملیاتی غیر عادی)

حاکمیت شرکتی (Corporate Governance)

که با استفاده از سه شاخص آن یعنی مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و استقلال هیئت مدیره اندازه گیری می شود. تمرکز مالکیت (OWNCON): مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند، مالکیت نهادی (InsOwn): مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به بانک ها، بیمه ها، نهادهای مالی، شرکت های هلدینگ، سازمان ها و نهادها و شرکت های دولتی است، استقلال هیئت مدیره (BRDIND): تعداد اعضای غیر موظف (مستقل) در ترکیب هیئت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیئت مدیره (مهران، ۲۰۲۳؛ ریسال و همکاران، ۲۰۲۴؛ مهران، ۲۰۲۳).

متغیر وابسته: بازدهی مورد انتظار (RET)

برای محاسبه بازدهی سهام از مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به شرح زیر (رابطه ۱۴) استفاده می‌شود (لیو و اریکو، ۲۰۲۳؛ ماهارانی و نارسا، ۲۰۲۳؛ جمیل، ۲۰۲۱):

$$EXP(R_f) = R_f + \beta_i (R_m - R_f), \beta_i = \frac{COV_{R_i, R_m}}{VAR_{R_i}} \quad (\text{رابطه ۱۴})$$

که $EXP(R_f)$ بازدهی مورد انتظار سهام، R_f نرخ بازدهی بدون ریسک (نرخ سود سپرده‌های کوتاه‌مدت بانکی)، β_i شاخص ریسک سیستماتیک، R_m بازدهی بازار که از طریق شاخص بورس به شرح زیر (رابطه ۱۵) محاسبه می‌شود:

$$R_m = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}} \quad (\text{رابطه ۱۵})$$

متغیرهای کنترل

بر اساس پژوهش‌های قبلی مانند بوتو و همکاران (۲۰۲۱)، دانگ و همکاران (۲۰۲۳)، هو و همکاران (۲۰۲۲)، لیو و اریکو (۲۰۲۳)، ماهارانی و نارسا (۲۰۲۳)، جمیل (۲۰۲۱)، متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترلی انتخاب شدند: وجه نقد نگهداری شده شرکت (CASH): در این پژوهش به عنوان جمع وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت شرکت در سال قبل تعریف شده است که میزان نقدینگی و توانایی سرمایه گذاری شرکت را نشان می‌دهد و بر اساس دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل می‌شود. اندازه شرکت (SIZE): معادل لگاریتم طبیعی کل فروش شرکت در سال قبل که برای کنترل ریسک شرکت استفاده می‌شود و همچنین شرکت‌های بزرگ به واسطه ارتباط بیشتر با سایر ذینفعان مستلزم وجود سازوکارهای مناسب‌تری برای پاسخگویی و افشا هستند. اهرم شرکت (LEV): معادل نسبت بدهی شرکت است که میزان توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی را نشان می‌دهد. شرکت‌هایی که اهرم بالایی دارند، اطلاعات مالی را با کیفیت بالاتر ارائه می‌کنند. کیفیت حسابرسی (AQ): متغیری ساختگی است که اگر حسابرس جز ۱۹ موسسه حسابرسی خصوصی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار متعلق به رتبه الف باشد عدد یک و برای مؤسسات خصوصی معتمد سایر رتبه‌ها عدد صفر داده می‌شود.

۴. روش مطالعه، جامعه آماری، روش نمونه گیری

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی و پس رویدادی است. با توجه به اینکه این پژوهش می تواند در فرآیند گزارش اطلاعات باکیفیت و کمک به تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی مورد استفاده قرار گیرد، نوع پژوهش کاربردی محسوب می شود برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون خطی چندمتغیره و برای تبیین الگوی بازدهی مورد انتظار سهام، از تحلیل عاملی استفاده شده است. جامعه آماری مورد مطالعه ی این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ است. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه، از کل داده های در دسترس استفاده شده می شود. نخست تمام شرکت هایی که می توانستند در نمونه گیری شرکت کنند، انتخاب، سپس به روش حذف سیستماتیک از بین کلیه ی شرکت های موجود، شرکت هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده - اند، حذف شده و در نهایت شرکت های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند: عضویت پیش از سال ۱۳۹۳ در بورس تهران، دوره ی مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفندماه، عدم تغییر فعالیت یا دوره ی مالی طی دوره مورد نظر، نمونه آماری شامل شرکت های واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، لیزینگ، بانک ها و شرکت های بیمه نباشند و در دسترس بودن اطلاعات بر این اساس تعداد ۱۰۳ شرکت انتخاب و مورد مطالعه قرار گرفتند.

۵. یافته های پژوهش

آمار استنباطی

قبل از برازش الگوها لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده های تابلویی (پنل) با اثرات ثابت در مقابل روش داده های ترکیبی برای الگوهای پژوهش انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوی پژوهش حاکی از رد شدن فرضیه ی H_0 برای الگوهای (فرضیه های) پژوهش، به غیر از الگوهای شماره ۷ بوده، در نتیجه برای الگوهای شماره ۱، ۲، ۳، ۴، ۵، ۶ الگوی داده های تابلویی با اثرات تصادفی و برای الگوهای شماره ۷ الگوی داده های تابلویی با

اثرات ثابت ارجح است. نتایج آزمون بروش - پاگان با سطح معنی‌داری زیر ۵ درصد بیانگر وجود ناهمسانی واریانس بود که از طریق حداقل مربعات تعمیم‌یافته رفع شد. برای بررسی وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی از آزمون عامل تورم واریانس استفاده شده است. اگر بیشترین مقدار عامل تورم واریانس بزرگ‌تر از عدد ۱۰ باشد نشان‌دهنده هم خطی بین متغیرهای مستقل است. نتایج این آزمون بیانگر این است که برای همه متغیرهای مستقل مقدار VIF کمتر از ۱۰ است، بنابراین هم خطی بین آن‌ها وجود ندارد. همچنین نتایج آزمون دورین واتسون (طبق جداول) برای بررسی فرض نبود خودهمبستگی در الگوها حاکی از آن بود که مقدار آماره این آزمون بین ۲/۵ و ۱/۵ است، لذا فرض نبود خودهمبستگی تأیید می‌شود.

آمار توصیفی متغیرها

جدول ۱، مقادیر توصیفی متغیرهای بکار رفته در پژوهش را نشان می‌دهد. تفاوت زیاد بین کمینه و بیشینه متغیرهای پژوهش به دلیل تفاوت در اندازه شرکت‌های نمونه، امری اجتناب‌ناپذیر است. وائس (۲۰۰۲) عنوان می‌کند که زمانی که اندازه نمونه بزرگ‌تر از ۱۰۰ باشد (معیاری تقریبی برای توزیع نرمال) احتمال نرمال بودن داده‌ها افزایش می‌یابد. متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه در جداول شماره ۱ از لحاظ میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف استاندارد، بیان شده‌اند. متغیر کیفیت افشا با مقدار میانگین ۰/۵۸۶۱ بیانگر رتبه متوسط شرکت‌های مورد مطالعه در افشای اطلاعات به موقع و قابل اتکا است، میانگین بازدهی مورد انتظار شرکت‌های مورد مطالعه، ۰/۰۵۲ است که حاکی از بازدهی کمتر بازار سرمایه در مقایسه با دیگر بازارها است، شاخص تحقیق و توسعه با میانگین ۰/۰۹۴۶ حاکی از سهم پایین مخارج تحقیق و توسعه و نگرش کوتاه‌مدت در بین شرکت‌های بازار سرمایه ایران است، میانگین متغیر کارایی سرمایه‌گذاری با مقدار ۰/۶۷۵ بیانگر بیش سرمایه‌گذاری ۶۷ درصدی در بین شرکت‌های مورد مطالعه و عدم مدیریت بهینه مصرف است، دست‌کاری فرصت‌طلبانه با میانگین ۰/۰۰۸۵ بیانگر مدیریت و دستکاری سود افزایشی و کیفیت پایین سود گزارش شده در بین شرکت‌های مورد مطالعه است، متغیر حاکمیت شرکتی با میانگین ۰/۳۰۹۱ بیانگر برخورداری حدود ۳۰ درصدی شرکت‌های مورد مطالعه از راهبری

شرکتی خوب است، از بین متغیرهای اصلی پژوهش متغیر ارزش افزوده فکری با مقدار ۲/۲۶۸ دارای بیشترین میانگین و دست کاری فرصت طلبانه سود با مقدار ۰/۰۰۸۵ دارای کمترین میانگین و متغیر بازدهی مورد انتظار بام مقدار ۵/۳۴۳ دارای بیشترین پراکندگی و متغیر تحقیق و توسعه با مقدار ۰/۶۲۸۸ دارای کمترین پراکندگی هستند.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر		میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد
بازدهی مورد انتظار	RET	۰/۰۵۲	۰/۰۳۷	۳/۱۶۸	-۲/۶۰۷	۵/۳۴۳
کیفیت افشا (معیار مستقیمی برای شفاف‌سازی اقتصادی)	ECOCLAR	۰/۵۸۶۱	۰/۵۰۲۲	۱/۰۳۴	۰/۲۳۲	۳/۵۳۲
تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان)	KNOWECON- R&D	۰/۰۹۴۶	۰/۰۵۲۴	۱/۱۷۲۴	۱	۰/۶۲۸۸
سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان)	KNOWECON- IC	۲/۲۶۸	۱/۶۰۵	۶/۳۹۲	-۲/۳۰۵	۳/۲۰۸
کارایی سرمایه‌گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری)	MEXCONS	۰/۶۵۷	۱	۱	۰	۰/۹۴۷۱
رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت پذیری اقتصادی)	Pmcomp	۰/۰۶۷۲	۰/۰۳۴۵	۵/۳۴۰	۰/۰۰۰	۰/۷۲۵۵
کنترل دست کاری فرصت طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد)	Manipulation	۰/۰۰۸۵	-۰/۰۰۱۹	۰/۱۱۶	-۰/۰۸۳	۰/۶۴۷۳
حاکمیت شرکتی (به‌عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی)	COR-GO	۰/۳۰۹۱	۰/۲۲۴۳	۱	۰	۲/۴۰۶۱

ادامه جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر		میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد
وجه نقد نگهداری شده شرکت	CASH	۰/۱۶۵۲	۰/۱۲۷۱	۰/۲۸۱۹	۰/۰۳۴۱	۱/۵۴۹۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۰/۸۰۳۴	۱۰/۰۱۰	۱۴/۹۲۳	۸/۳۶۱	۰/۶۲۵۱
اهرم شرکت	LEV	۰/۵۴۳	۰/۴۹۳	۰/۷۲۹	۰/۱۰۵	۰/۸۳۵۲
کیفیت حسابرسی	AQ	۰/۰۴۱۶	۰/۰۱۵۲	۱	۰	۰/۴۵۷

۶. نتایج آزمون فرضیات

جدول شماره ۲، نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می‌شود. در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی‌دار بودن مدل‌ها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۳۸۲۱ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی به کار رفته در مدل است. متغیر کیفیت افشا با سطح معنی‌داری ۰/۰۰۲۵ و ضریب ۰/۰۲۸ بیانگر تأثیر مثبت معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است. چراکه افشای بیشتر اطلاعات با کاهش نابرابری اطلاعاتی و افزایش شفافیت اطلاعاتی، زمینه معاملات آگاهانه برای سهامداران را فراهم می‌کند که با جلب مشارکت بیشتر بازیگران بازار، با افزایش حجم معاملات، سبب افزایش بازدهی سهام می‌گردد. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، نقدینگی و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی‌دار و متغیر اهرم مالی دارای تأثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است ولی اندازه شرکت تأثیری بر بازدهی مورد انتظار ندارد.

جدول ۲. آزمون فرضیه ۱

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت (C)	۰/۴۰۵۰	۰/۰۳۶۹	۱۰/۹۶۲	۰/۰۰۰
کیفیت افشا (ECOCLAR)	۰/۰۲۸۱	۰/۰۰۷۱	۴/۰۲۰۶	۰/۰۰۲۵
نقدینگی (CASH)	۰/۱۲۸۰	۰/۰۴۹۹	۲/۵۶۳	۰/۰۱۰۵
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۲۶	-۰/۰۸۲۲	۰/۹۳۴۴
اهرم مالی (LEV)	-۰/۳۹۹	۰/۰۲۵۶	-۱۵/۵۷۲	۰/۰۰۰
کیفیت حسابرسی (AQ)	۰/۰۴۷۷	۰/۰۱۰۵	۴/۵۳۱	۰/۰۰۰
کل مدل رگرسیون	آماره F	P-Value	(D-W)	$R^2 = ۰/۳۹۴۲$
	۲۳/۶۲۷۳	۰/۰۰۰	۱/۹۳۷۹	$AR^2 = ۰/۳۸۲۱$

جدول شماره ۳، نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می شود. در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی دار بودن مدل ها پذیرفته می شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۳۹۴۲ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی بکار رفته در مدل است. متغیر تحقیق و توسعه با سطح معنی داری ۰/۰۱۳۴ و ضریب ۰/۱۸۶۲ بیانگر تأثیر مثبت معنی دار بر بازدهی مورد انتظار است. چراکه افشای وجود مخارج تحقیق و توسعه به عنوان نشانه اقتصاد دانش بنیان و برنامه بلندمدت سودآوری شرکت، سبب افزایش پایداری عملکرد، بازدهی مورد انتظار و سودآوری آتی شرکت می شود. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، نقدینگی و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی دار و متغیر اهرم مالی دارای تأثیر منفی معنی دار بر بازدهی مرد انتظار است ولی اندازه شرکت تأثیری بر بازدهی مورد انتظار ندارد.

جدول ۳. آزمون فرضیه ۲

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت (C)	۰/۶۱۵۰	۰/۰۲۹۴	۲۰/۹۱۸	۰/۰۰۰
تحقیق و توسعه (KNOWECON-R&D)	۰/۱۸۶۲	۰/۰۵۲۱	۳/۵۷۶	۰/۰۱۳۴
نقدینگی (CASH)	۰/۰۹۴۶	۰/۰۳۰۸	۳/۰۷۱	۰/۰۱۶۲
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۱۷	-۱/۸۲۳	۰/۱۴۰۵
اهرم مالی (LEV)	-۰/۱۹۰۱	۰/۰۸۱۶	-۲/۳۲۹	۰/۰۰۰۱
کیفیت حسابرسی (AQ)	۰/۰۳۶۱	۰/۰۱۲۴	۲/۹۱۱	۰/۰۰۳
کل مدل رگرسیون	F آماره	P-Value	(D-W)	$R^2 = ۰/۴۰۸۴$
	۲۱/۳۱۸۶	۰/۰۰۰	۱/۸۳۸۱	$AR^2 = ۰/۳۹۴۲$

جدول شماره ۴، نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش را نشان می‌دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می‌شود. در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی‌دار بودن مدل‌ها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۳۱۶۶ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی بکار رفته در مدل است. متغیر سرمایه فکری با سطح معنی‌داری ۰/۰۱۶۲ و ضریب ۰/۲۰۶۱ بیانگر تأثیر مثبت معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است. به عبارتی سرمایه فکری به عنوان دارایی نامشهود و منبع دانشی با ارزش خلق ارزش برای شرکت، پتانسیل بالای شرکت برای بازدهی‌های بیشتر در آینده را نشان می‌دهد. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، نقدینگی و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی‌دار و متغیر اهرم مالی دارای تأثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است ولی اندازه شرکت تأثیری بر بازدهی مورد انتظار ندارد.

جدول ۴. آزمون فرضیه ۳

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت (C)	۰/۴۹۶۴	۰/۰۶۱۵	۸/۰۷۱	۰/۰۰۰
سرمایه فکری (KNOWECON-IC)	۰/۲۰۶۱	۰/۰۷۳۱	۳/۰۱۲	۰/۰۱۶۲
نقدینگی (CASH)	۰/۰۸۳۴	۰/۰۳۰۳	۲/۷۵۲	۰/۰۲۱۰
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۰۰۶۲	۰/۰۰۵۴	-۱/۱۴۸	۰/۲۱۰۸
اهرم مالی (LEV)	-۰/۰۸۴۲	۰/۰۳۲۴	-۲/۲۹۸	۰/۰۰۴
کیفیت حسابرسی (AQ)	۰/۰۵۴۷	۰/۰۲۱۸	۲/۵۰۹	۰/۰۰۰
کل مدل رگرسیون	آماره F	P-Value	(D-W)	$R^2 = ۰/۳۳۰۹$
	۲۰/۴۱۶۷	۰/۰۰۰	۱/۸۵۵۲	$AR^2 = ۰/۳۱۶۶$

جدول شماره ۵، نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش را نشان می دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می شود. در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی دار بودن مدل ها پذیرفته می شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۳۲۶۰ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی بکار رفته در مدل است. متغیر عدم کارایی سرمایه گذاری با سطح معنی داری ۰/۰۱۰۵ و ضریب ۰/۰۶۷۲- بیانگر تأثیر منفی معنی دار بر بازدهی مورد انتظار است. به عبارتی عدم تخصیص بهینه منابع و نبود کارایی سرمایه گذاری با ایجاد هدررفت منابع و با افزایش مشکلات نمایندگی، قابلیت سودآوری منابع را کاهش و با افزایش هزینه سرمایه، بازدهی مورد انتظار را کاهش می دهد. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، نقدینگی و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی دار و متغیر اهرم مالی دارای تأثیر منفی معنی دار بر بازدهی مورد انتظار است ولی اندازه شرکت تأثیری بر بازدهی مورد انتظار ندارد.

جدول ۵. آزمون فرضیه ۴

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت (C)	۰/۳۸۱۱	۰/۰۳۵۷	۱۰/۶۷۳	۰/۰۰۰
عدم کارایی سرمایه‌گذاری (MEXCONS)	-۰/۰۶۷۲	۰/۰۲۹۱	-۲/۳۱۰	۰/۰۱۰۵
نقدینگی (CASH)	۰/۱۴۱۶	۰/۰۴۸۴	۲/۹۲۵	۰/۰۰۳۵
اندازه شرکت (SIZE)	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۲۵	۰/۱۹۶۶	۰/۸۴۴۲
اهرم مالی (LEV)	-۰/۳۷۳۶	۰/۰۲۴۵	-۱۵/۲۳۹	۰/۰۰۰
کیفیت حسابرسی (AQ)	۰/۰۴۳۷	۰/۰۱۰۲	۴/۲۶۲	۰/۰۰۰
کل مدل رگرسیون	F آماره	P-Value	(D-W)	$R^2 = ۰/۳۴۰۴$
	۲۲/۴۲۷۱	۰/۰۰۰	۱/۹۱۲۵	$AR^2 = ۰/۳۲۶۰$

جدول شماره ۶، نتایج آزمون فرضیه پنجم پژوهش را نشان می‌دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می‌شود. در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی‌دار بودن مدل‌ها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۳۱۴۱ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی به کار رفته در مدل است. متغیر رقابت بازار محصول با سطح معنی‌داری ۰/۰۱۰۴ و ضریب ۰/۰۷۴۱ بیانگر تأثیر مثبت معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است. به عبارتی وجود قدرت و امکان رقابت بالای محصول برای شرکت‌ها، زمینه فروش و سودآوری بیشتر را فراهم می‌کند و با ایجاد اطمینان نسبت به پایداری تولید و فروش در آینده، در نتیجه بازدهی مورد انتظار را افزایش می‌دهد. از بین متغیرهای کتلی پژوهش، نقدینگی، اندازه شرکت و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی‌دار و متغیر اهرم مالی دارای تأثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است.

جدول ۶. آزمون فرضیه ۵

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت (C)	۲/۷۸۲	۰/۲۹۶۵	۹/۳۸۳	۰/۰۰۰
رقابت بازار محصول (Pmcomp)	۰/۰۷۴۱	۰/۰۳۱۵	۲/۳۵۲	۰/۰۱۰۴
نقدینگی (CASH)	۰/۱۹۸۳	۰/۰۷۲۱	۲/۷۵۱۳	۰/۰۰۶۱
اندازه شرکت (SIZE)	۰/۲۱۱۲	۰/۰۳۶۷	۵/۷۳۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی (LEV)	-۰/۱۹۰۲	۰/۱۸۷۱	-۱/۰۱۶	۰/۳۰۹۷
کیفیت حسابرسی (AQ)	۰/۰۲۷۴	۰/۰۱۲۳	۲/۲۲۵	۰/۰۰۵۷
کل مدل رگرسیون	F آماره	P-Value	(D-W)	$R^2 = ۰/۳۳۸۴$
	۲۱/۸۱۲۴	۰/۰۰۰	۲/۰۱۶۵	$AR^2 = ۰/۳۱۴۱$

جدول شماره ۷، نتایج آزمون فرضیه ششم پژوهش را نشان می دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می شود. در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی دار بودن مدل ها پذیرفته می شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۲۸۳۴ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی بکار رفته در مدل است. متغیر دست کاری فرصت طلبانه سود با سطح معنی داری ۰/۰۲۸۲ و ضریب ۰/۰۳۲۶- بیانگر تأثیر منفی معنی دار بر بازدهی مورد انتظار است. یعنی دستکاری فرصت طلبانه سود توسط شرکت ها، کیفیت و قابلیت اتکای سود را کاهش و با علامت دهی منفی به بازار، با واکنش منفی بازار همراه شده و بازدهی مورد انتظار را کاهش می دهد. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، نقدینگی و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی دار و متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی دارای تأثیر معنی داری بر بازدهی مورد انتظار ندارند.

جدول ۷. آزمون فرضیه ۵

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت (C)	۲/۵۵۳	۰/۲۵۷۲	۹/۹۲۷۱	۰/۰۰۰
دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (Manipulation)	-۰/۰۳۲۶	۰/۰۱۵۳	-۲/۱۳۰	۰/۰۲۸۲
نقدینگی (CASH)	۰/۰۰۵۸	۰/۰۰۱۲	۴/۸۳۳۳	۰/۰۰۶۴
اندازه شرکت (SIZE)	-۴/۰۶۵۰	۰/۳۶۳۰	-۱/۱۱۹۹	۰/۲۶۳۲
اهرم مالی (LEV)	-۰/۲۶۲۰	۰/۱۸۵۹	-۱/۴۰۹	۰/۱۵۹۳
کیفیت حسابرسی (AQ)	۰/۱۸۱۹	۰/۰۳۱۴	۵/۷۷۷	۰/۰۰۰
کل مدل رگرسیون	F آماره	P-Value	(D-W)	$R^2 = ۰/۳۰۲۷$
	۲۴/۶۲۷۳	۰/۰۰۰	۲/۱۵۲۵	$AR^2 = ۰/۲۸۳۴$

جدول شماره ۸، نتایج آزمون فرضیه هفتم پژوهش را نشان می‌دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می‌شود. در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی‌دار بودن مدل‌ها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۳۱۵۳ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی بکار رفته در مدل است. متغیر حاکمیت شرکتی با سطح معنی‌داری ۰/۰۱۵۸ و ضریب ۰/۰۶۰۵ بیانگر تأثیر مثبت معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است. یعنی وجود مکانیزم حاکمیت شرکتی قوی، به سبب نظارت بیشتر بر تصمیمات تجاری، کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت، افزایش تخصیص بهینه منابع و افزایش قابلیت اتکای عملکرد جاری، زمینه سودآوری و بازدهی بالاتری را برای سهام در آینده به همراه دارد. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، نقدینگی و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی‌دار و متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی دارای تأثیر معنی‌داری بر بازدهی مورد انتظار ندارند.

جدول ۸. آزمون فرضیه ۷

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت (C)	۲/۶۱۴۲	۰/۲۶۰۰	۱۰/۰۵۳۱	۰/۰۰۰
حاکمیت شرکتی (COR-GO)	۰/۰۶۰۵	۰/۰۲۸۲	۲/۱۴۵	۰/۰۱۵۸
نقدینگی (CASH)	۰/۱۸۱۶	۰/۰۳۱۷	۵/۷۱۴۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت (SIZE)	-۰/۲۳۰۷	۰/۱۸۶۸	-۱/۲۳۴۹	۰/۲۱۷۳
اهرم مالی (LEV)	-۰/۲۸۹۱	۰/۳۷۱۹	-۰/۷۷۷۴	۰/۴۳۷۲
کیفیت حسابداری (AQ)	۰/۲۰۳۹	۰/۰۷۱۶	۲/۸۴۷۵	۰/۰۰۴۶
کل مدل رگرسیون	F آماره	P-Value	(D-W)	$R^2 = ۰/۳۳۱۹$
	۲۲/۴۲۵۳	۰/۰۰۰	۱/۹۸۹۱	$AR^2 = ۰/۳۱۵۳$

سنجش اثر گروهی متغیرها بر بازدهی بر اساس یافته‌های تحلیل عامل

برای تعیین و تشخیص مناسب بود داده‌ها به منظور انجام تحلیل عاملی از ضریب KMO استفاده شد که مقدار آن همواره بین صفر و یک در نوسان است. مقدار KMO حاکی از کفایت نمونه‌گیری است. به منظور کسب اطمینان نسبت به این که ماتریس همبستگی که پایه تحلیل عاملی قرار گرفته، در جامعه برابر صفر نیست از آزمون کرویت بارتلت استفاده شده است. نتایج برآورد شاخص KMO و آزمون بارتلت در جدول آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۹ نشان داده شده است مقدار KMO برابر ۰/۸۲۵ بوده و آزمون بارتلت در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است؛ بنابراین با توجه به کفایت نمونه‌برداری و معناداری آزمون بارتلت، ماتریس همبستگی داده‌ها برای تحلیل عاملی مناسب است. پس اجرای تحلیل عاملی بر پایه‌ی ماتریس همبستگی مورد مطالعه قابل توجه خواهد بود.

جدول ۹. آزمون کایز-مایر-الین و بارتلت (KMO)

۰/۸۲۵۱	شاخص کفایت نمونه‌گیری (KMO)	
253/۲65	خی دو	Bartlett's Test of Sphericity
64۱	درجه آزادی	
۰/۰۰۰	احتمال آماره	

برای استخراج عامل‌ها از ماتریس همبستگی از روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی استفاده شد؛ همچنین برای تعداد عامل‌های مناسب از معیار کایزر استفاده شده است. بر طبق معیار کایزر تنها عواملی انتخاب می‌شوند که مقادیر ویژه‌ی آن‌ها بالای یک است. واریانس‌های مستخرج از عوامل را مقادیر ویژه می‌گویند. اگر عاملی واریانس کم‌تر از یک نسبت به یک متغیر اصلی را کسب کند حذف می‌شود. مقادیر ویژه و واریانس به‌دست‌آمده از عامل‌ها بعد از چرخش واریماکس در جدول شماره ۱۰ آورده شده است. به‌منظور استخراج عوامل زیربنایی متغیرها، با استفاده از روش عامل‌گیری محور اصلی و معیار کایزر -گاتمن، ۵ عامل طبق جدول شماره ۵ استخراج گردید. این فاکتورها یا عوامل با توجه به میزان نقش آن‌ها در تبیین واریانس مجموعه متغیرها مرتب‌شده‌اند بر این اساس، عامل اول حدود ۱۳ درصد از واریانس مشترک موجود در مجموعه‌ی متغیرها را توجیه می‌کند؛ درحالی‌که عامل دوم حدود ۹ درصد از واریانس ایجادشده در کل متغیرها را توجیه می‌نماید. درمجموع این ۵ عامل قادرند حدود ۴۷ درصد از تغییرات مشترک در مجموعه‌ی متغیرها را تبیین نمایند.

جدول ۱۰. مجموع واریانس مشترک توضیح داده‌شده هر متغیر به‌وسیله‌ی عوامل استخراجی

Rotation Sums of Squared Loadings			Extraction Sums of Squared Loadings			Initial Eigenvalues			عامل
Cumulative %	% of Variance	Total	Cumulative %	% of Variance	Total	Cumulative %	% of Variance	Total	
۱۳/۱۴۶	۱۳/۱۴۶	۱/۸۵۳	۱۳/۴۰۳	۱۳/۴۰۳	۱/۶۵	۱۳/۴۰۳	۱۳/۴۰۳	۱/۶۵	۱
۲۳/۳۸۰	۱۰/۲۳۴	۱/۶۰۲	۲۳/۳۵۶	۹/۹۵۳	۱/۴۸	۲۳/۳۵۶	۹/۹۵۳	۱/۴۸	۲
۳۱/۹۲۱	۸/۵۴۱	۱/۴۶۵	۳۱/۸۴۷	۸/۴۹۱	۱/۲۹	۳۱/۸۴۷	۸/۴۹۱	۱/۲۹	۳
۳۹/۵۱۴	۷/۵۹۳	۱/۱۹۴	۳۹/۶۱۸	۷/۷۷۱	۱/۱۶	۳۹/۶۱۸	۷/۷۷۱	۱/۱۶	۴
۴۷/۲۸۹	۷/۷۷۵	۱/۱۳۴	۴۷/۲۸۹	۷/۶۷۱	۱/۱۰	۴۷/۲۸۹	۷/۶۷۱	۱/۱۰	۵

جدول شماره ۱۱ میزان اثرپذیری هریک از متغیرها از عوامل ایجادشده را به تفکیک عوامل، بعد از عمل دوران نشان می‌دهد. هرچه، قدر مطلق بارهای عاملی در این جدول بیش‌تر باشد، نشان می‌دهد که آن متغیر نقش مهم‌تری در ایجاد آن عامل داشته و در آن گروه جای می‌گیرد. تجربه نشان می‌دهد که چنانچه ضریب همبستگی بین متغیر و عامل بیش‌تر از ۵۰ درصد باشد، متغیر

مذکور در آن گروه قرار می گیرد. بارهای عاملی بر اساس ۵ مؤلفه بعد از چرخش واریماکس به دست می آید. در این پژوهش حداقل بار عاملی ۰/۴ در نظر گرفته شده است (بارهای عاملی بالای ۴۰ درصد انتخاب می شوند). البته میزان همبستگی برخی از متغیرها با عوامل، کمتر از ۴۰ درصد است که نشان می دهد هیچ کدام از عوامل نتوانسته به میزان کافی واریانس مشترک آن متغیر را تبیین نماید؛ اما در هر صورت جهت مقاصد گروه بندی، این دسته از متغیرها را نیز شناسایی نموده ایم.

جدول ۱۱. ماتریس عوامل چرخش یافته

عامل					متغیرها
۵	۴	۳	۲	۱	
۰/۱۸۳	۰/۱۲۳	۰/۰۷۸	۰/۱۳۴	۰/۵۹۲	ECOCLAR
۰/۴۷۹	۰/۱۸۸	-۰/۰۰۱	۰/۲۴۰	۰/۰۸۵	KNOWECON-R&D
۰/۰۳۱	-۰/۱۳۸	۰/۶۱۹	۰/۱۹۴	۰/۰۸۵	KNOWECON-IC
-۰/۰۶۵	-۰/۰۷۹	-۰/۰۰۱	-۰/۴۴۲	۰/۰۱۶	MEXCONS
۰/۰۸۱	۰/۷۲۳	۰/۲۴۶	۰/۱۳۸	۰/۳۹۱	Pmcomp
۰/۰۲۰	۰/۰۵۲	-۰/۰۲۵	-۰/۵۸۹	-۰/۰۶۵	Manipulation
۰/۰۴۰	۰/۰۴۵	۰/۰۳۱	-۰/۰۳۱	۰/۶۴۱	COR-GO
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.					

با توجه به تأثیر متغیر و بار عاملی هر متغیر بر عامل ها می توان ۵ عامل را به شرح زیر (جدول

۱۲) نام گذاری کرد:

جدول ۱۲. عامل های اکتشافی در تحلیل عاملی

عامل	عناصر هر عامل (متغیرها)
۱	کیفیت افشا (معیار مستقیمی برای شفاف سازی اقتصادی) و حاکمیت شرکتی (به عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی)
۲	عدم کارایی سرمایه گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره وری) و دست کاری فرصت طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد)
۳	سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان)
۴	رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت پذیری اقتصادی)
۵	تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان)

در این مرحله رابطه‌ی بین ۵ عامل زیربنایی به‌دست آمده در مرحله‌ی قبل را با بازدهی مورد انتظار سهام با به‌کارگیری رگرسیون خطی چند متغیره آزمون کردیم. این کار را با استفاده از مدلی که بر مبنای نمرات عاملی (مقیاس‌های عاملی) به‌دست آمده از مرحله‌ی چهار فن تحلیل عامل حاصل می‌شود، انجام می‌دهیم. بر اساس یافته‌های جدول ۷، رابطه ۵ مقیاس عاملی $f1$ تا $f5$ با بازدهی مورد انتظار سهام در سطح معنی‌داری ۵ درصد تأیید گردید که این ۵ عامل باهم، حدود ۴۶ درصد از تغییرات بازدهی مورد انتظار سهام شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران را تبیین می‌نمایند. از آنجاکه عامل سازه‌ای است که عملاً به‌وسیله بارهای عاملی‌اش شناخته می‌شود، می‌توان عوامل معنادار جدول شماره ۱۳ را بر اساس بارهای عاملی جدول شماره ۱۲ مشخص کرد. بر این اساس عامل $f1$ (کیفیت افشا (معیار مستقیمی برای شفاف‌سازی اقتصادی) و حاکمیت شرکتی (به‌عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی))، $f2$ (کارایی سرمایه‌گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری) و کنترل دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد))، $f3$ (سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان))، $f4$ (رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت‌پذیری اقتصادی))، $f5$ (تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان))، هستند. بنابراین مدل به‌دست آمده بر اساس این عوامل به شرح زیر است:

$$RET = 0.48 f1 - 0.54 f2 + 0.29 f3 + 0.36 f4 + 0.24 f5$$

جدول ۷. الگوی برآوردی بین مقیاس‌های ایجادشده از فن تحلیل عامل به‌عنوان متغیرهای مستقل و بازدهی مورد انتظار سهام

متغیر	مانایی	FEM یا REM	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره
F1	I(0)	FEM الگوی اثرات ثابت	۰/۴۸۶۴	۰/۰۹۳۴	۵/۲۰۷۷	۰/۰۰۴
F2	I(0)		-۰/۵۴۲۸	۰/۱۱۲۶	-۴/۸۲۰۶	۰/۰۱۲
F3	I(0)		۰/۲۹۰۴	۰/۰۷۱۳	۴/۰۷۲۹	۰/۰۰۷۱
F4	I(0)		۰/۳۶۵۱	۰/۰۶۴۳	۵/۵۷۸۰	۰/۰۰۰
F5	I(0)		۰/۲۴۱۳	۰/۰۴۹۵	۴/۸۷۴۷	۰/۰۰۱۵
C			۶/۵۰۱۹	۰/۷۲۶۱	۸/۹۵۴۵	۰/۰۰۱
		ضریب تعیین	۰/۴۹۲۷	ضریب تعیین تعدیلی	۰/۴۶۱۵	
		آماره F	۱۸/۷۳۱	DW	۱/۸۱۶	
		احتمال آماره	۰/۰۰۰			

۷. بحث و نتیجه‌گیری

بازارهای مالی، به دلیل تغییرات گسترده و روزمره در ابزارهای مبادلات و معاملات و همچنین حجم فراوان گردش مالی در این بخش از اقتصاد، ظرفیت ایجاد بحران‌ها و تکانه‌های بالقوه زیادی دارد. پیشرفت سریع ابزارها و مشتقات مالی باعث شده است که نظارت بر این بازارها بسیار دشوار شود و از حالت هدایت‌شده به بخش مهارناپذیر تبدیل شود. تا امروز، بحران‌های مالی زیادی در دنیا رخ داده است که اغلب از ماهیت بازارها نشئت گرفته‌اند (فلیپ و استرادا، ۲۰۲۰). حسابداران و حساب‌برسان در حوزه آسیب‌شناسی موانع و نیازمندی‌های تحقق اقتصاد مقاومتی، آگاهی بخشی به ذی‌نفعان برای تأمین منابع مالی در پروژه‌های کلان اقتصادی، ارائه تحلیل‌ها و راهکارهای کارشناسی در زمینه مالی، توجه به کیفیت خدمات، توجه به نیاز ذی‌نفعان، مشارکت و همکاری با نهادها و سازمان‌های ذی‌ربط می‌توانند اثرگذار باشند. در این راستا هدف پژوهش الگوسازی اقتصاد مقاومتی با استفاده از سنجه‌های حسابداری و بررسی تأثیر آن بر بازدهی سهام به‌عنوان نشانه‌ای از کارایی بازار است. برای مفهوم تاب‌آوری اقتصادی از سنجه‌های حسابداری کیفیت افشا (به‌عنوان معیار مستقیمی برای شفاف‌سازی اقتصادی)، کارایی سرمایه‌گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری)، تحقیق و توسعه و سرمایه‌گذاری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان)، رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت‌پذیری اقتصادی)، کنترل دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد)، حاکمیت شرکتی (به‌عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی)، استفاده‌شده است. نتایج آزمون فرضیات اولیه بیانگر این است که متغیرهای کیفیت افشا، تحقیق و توسعه، سرمایه‌گذاری، رقابت بازار محصول و حاکمیت شرکتی دارای تأثیر مثبت معنی‌دار و متغیرهای عدم کارایی سرمایه‌گذاری و دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود دارای تأثیر منفی معنی‌داری بر بازدهی مورد انتظار هستند. در تفسیر نتایج باید گفت با افزایش کیفیت افشای شرکت‌ها، نابرابری اطلاعاتی که عامل اصلی ایجاد شکاف و حباب قیمت‌ها در بازار است به حداقل می‌رسد و زمینه اطلاع‌رسانی برابر برای همه ذینفعان و واکنش به‌موقع سهامداران را فراهم می‌کند، وجود مخارج تحقیق و توسعه به‌عنوان شاخص تصمیم‌گیری بلندمدت و تصمیم سرمایه‌ای، نشان از توان سودآوری و پایداری عملکرد در

سال‌های آتی برای شرکت‌های مذکور است که به بازار علامت مثبتی از عملکرد آتی را به تصویر می‌کشد، وجود سرمایه فکری قوی برای شرکت‌های مورد مطالعه در عصر دانش، به عنوان یک دارایی نامشهود هم به عنوان مزیت رقابتی تلقی می‌شود و هم پیشران راهبردهای عملیاتی شرکت‌ها در تحقق اهداف سازمانی و بهبود کیفیت محصولات و خدمات ارائه شده برای مصرف‌کنندگان است که با پاداش‌دهی بالای بازار به صورت بازدهی بالاتر مواجه می‌شود، شرکت‌های با راهبری شرکتی قوی، با افزایش نظارت بر فعالیت‌های تجاری و تصمیم‌گیری‌های اثربخش، توان عملیاتی شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد و با افزایش کارایی فعالیت‌ها و قابلیت اتکای بیشتر عملکرد، بازدهی بیشتری را برای کسب و کارها به همراه دارد. با این حال وجود بیش سرمایه‌گذاری به عنوان شاخص عدم مصرف بهینه منابع و نشانه‌ای از مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها، مانع از ایجاد بهره‌وری و صرفه اقتصادی می‌شود و ارزش افزوده کمتری را برای شرکت‌ها به همراه دارد که با واکنش منفی بازار به صورت بازدهی کمتر مواجه می‌گردد و همچنین دستکاری فرصت‌طلبانه سود به عنوان نشانه کیفیت پایین سود، مانع از اتکای سرمایه‌گذاران به اطلاعات گزارش‌های مالی شرکت‌ها و دخالت آن در تصمیمات اقتصادی می‌شود و به عنوان نشانه و اخبار منفی از عملکرد شرکت‌ها، با فروش بیشتر سهام توسط سرمایه‌گذار، ریزش بیشتر قیمت و بازدهی سهام را به دنبال دارد. این نتیجه هم‌راستا با نتایج پژوهش‌های قبلی مانند گاش و همکاران (۲۰۲۴)، ریسال و همکاران (۲۰۲۴)، مهران (۲۰۲۳)، احمد و همکاران (۲۰۲۳)، گایو و همکاران (۲۰۲۳)، ماهارنی و مارسا (۲۰۲۳)، لین و کامروزامان (۲۰۲۳)، تانگ و آلویتا (۲۰۲۱)، قلی‌پور و همکاران (۱۳۹۵)، پاک‌مرام و همکاران (۱۳۹۵)، است. که حاکی از نقش سنجه‌های مالی و حسابداری اقتصاد مقاومتی بر بازدهی سهام و تأثیرپذیری بازار سرمایه در قالب تخصیص بهینه منابع محدود از تاب‌آوری اقتصادی به عنوان پیشران مدیریت بهینه منابع است. با به کارگیری روش تحلیل عاملی برای معرفی الگوی پژوهش، رابطه ۵ مقیاس عاملی با بازدهی مورد انتظار سهام در سطح معنی‌داری ۵ درصد تأیید گردید که این ۵ عامل باهم، حدود ۴۶ درصد از تغییرات بازدهی مورد انتظار سهام شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران را تبیین می‌نمایند. بر این اساس عامل f۱ (کیفیت افشا) معیار مستقیمی برای شفاف‌سازی اقتصادی و

حاکمیت شرکتی (به عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی))، f۲ (کارایی سرمایه گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری) و کنترل دست کاری فرصت طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد))، f۳ (سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان))، f۴ (رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت پذیری اقتصادی))، f۵ (تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان))، هستند که در این بین f۲ (کارایی سرمایه گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری) و کنترل دست کاری فرصت طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد) بیشترین تأثیر (تأثیر منفی) و f۵ (تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش بنیان)، کمترین تأثیر (تأثیر مثبت) را بر بازدهی مورد انتظار سهام دارند. بنابراین در مسیر رسیدن به هدف اقتصاد مقاومتی و تاب‌آوری اقتصاد کشور، بهبود وضعیت گزارشگری، حکمرانی شرکتی و بهبود شاخص آزادی اقتصادی که برخی از زیرشاخص آن به عنوان نماینده کارایی بازار در نظر گرفته شده است را باید در کشور در نظر گرفت و برای رشد و توسعه بازار سرمایه به عنوان دماسنج اقتصاد و نماد کارایی بازار سرمایه، در قالب تاب‌آوری اقتصادی باید در سطح بنگاه‌های تجاری زمینه‌سازی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تصمیم‌گیری برای استفاده بهینه از منابع، با کاربست نگاه بلندمدت در سرمایه‌گذاری‌ها و توسعه رویکرد مبادرتی در مدیریت شرکت‌ها، با جدیت بیشتری دنبال شوند. پیشنهاد می‌شود نهادهای قانون‌گذار در راستای تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی، شرکت‌های بورس تهران را از لحاظ شاخص‌های کمی و حسابداری تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی رتبه‌بندی کرده و با انتشار رتبه سالانه شرکت‌ها، برای شرکت‌های با رتبه بالاتر امتیازهایی مانند معافیت‌های بیشتر و یا دسترسی راحت‌تر به منابع تأمین مالی از جمله شبکه بانکی را فراهم کنند تا انگیزه‌ای برای تلاش بیشتر برای همراهی کسب و کارها در تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی فراهم گردد. از محدودیت‌های این پژوهش می‌توان به عدم تعدیل تورمی صورت‌های مالی، نبود اتفاق نظر در خصوص متغیرهای کمی و مالی اقتصاد مقاومتی، تأثیرپذیری بازدهی سهام از هیجانات و مالی رفتاری در بازار سرمایه و مطالعه نمونه‌ای شرکت‌های بورس تهران که تعمیم‌پذیری نتایج را با محدودیت جدی مواجه می‌کند، اشاره کرد.

منابع

امیری، حسین؛ پیرداده بیرانوند، محبوبه؛ نوروزی عموقین، فریبا و علیزاده، شیوا. (۱۳۹۷). برآورد شاخص‌های آسیب‌پذیری و تاب‌آوری در اقتصاد ایران. *سیاست‌های راهبردی و کلان*، ۶(۲۳)، ۴۳۴-۴۵۵.

براهویی، مریم؛ حکیمیان، سمیرا (۱۳۹۵). نقش حسابداری در اقتصاد مقاومتی، کنفرانس بین‌المللی نخبگان مدیریت، تهران، موسسه سرآمد همایش کارین. ۲۱-۱.

تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش و کم سرمایه‌گذاری، *مجله‌ی تحقیقات حسابداری*، ۱(۳)، ۶۷-۵۰.

فشاری، مجید؛ پورغفار، جواد (۱۳۹۳). بررسی و تبیین الگوی اقتصاد مقاومتی در اقتصاد ایران. *مجله اقتصادی (دوماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی)*. ۱۴ (۵ و ۶)، ۲۹-۴۰.

مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، *فصلنامه بورس و اوراق بهادار*، ۱(۲)، ۱۱۶-۸۵.

نوری دوآبی، پیام و صدری نیا، محمد (۱۳۹۵). حسابداری و حسابرسی لازمه تحقق اقتصاد مقاومتی، اولین کنفرانس بین‌المللی دستاوردهای نوین پژوهشی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد، تهران، دفتر کنفدراسیون بین‌المللی مخترعین جهان در ایران، دانشگاه جامع علمی کاربردی مینو، ۲۶-۱.

Abdoh, H., & Varela, O. (2017). Product market competition, idiosyncratic and systematic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 43(1), 500-513.

Ahmed, S., Bu, Z., & Ye, X. (2023). Product market competition, labor mobility, and the cross-section of stock returns. *The Review of Asset Pricing Studies*, 13(3), 440-480.

Alam, M. S. (2022). Is trade, energy consumption and economic growth threat to environmental quality in Bahrain—evidence from VECM and ARDL bound test approach. *Int. J. Emerg. Serv.* 11 (3), 396-408.

Alfan, A. T., Harahap, N., & Harahap, M. I. (2024). Socioeconomic Development Sustainability Analysis: A Review of Corporate CSR and ESG in Indonesia. *International Journal of Economics Development Research*, 5(1), 312-335.

Ali S., Murtaza, G., Hedvicakova, M., Jiang, J. & Naeem, M. (2022). Intellectual capital and financial performance: A comparative study. *Frontiers in Psychology*, 13, 967820.

Aljuboori, Z. M., Singh, H., Haddad, H., Al-Ramahi, N. M., & Ali, M. A. (2021). Intellectual capital and firm performance correlation: the mediation role of

- innovation capability in Malaysian manufacturing SMEs perspective. *Sustainability*, 14(1), 154.
- Andriamahery, A., & Qamruzzaman, M. (2022a). Do access to finance, technical know-how, and financial literacy offer women empowerment through women's entrepreneurial development? [Original research]. *Front. Psychol.* 12, 776844.
- Bhutto, N. A., Shaique, M., Kanwal, S., & Matlani, A. (2021). Impact of earnings management practices on stock return. *The Indonesian Capital Market Review*, 13(1), 2.
- Biddle, G., Hilary, G., & Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
- Billett, M. T., Garfinkel, A., & Jiang, Y. (2011). The influence of governance on investment: Evidence from a hazard model. *Journal of Financial Economics*, 102 (3), 643–670.
- Chen, S., Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17 (2), 259–271.
- Dang, D. Q., Korkos, I., & Wu, W. (2023). The effects of earnings management on information asymmetry and stock price synchronicity. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), 2290359.
- Farooq, U., Tabash, M. I., Anagreh, S., & Khudoykulov, K. (2022). How do market capitalization and intellectual capital determine industrial investment? *Borsa Istanbul Review*, 22(4), 828–837.
- Felipe, J., & Estrada, G. (2020). What Happened to the World's Potential Growth after the 2008- 2009 Global Financial Crisis? *Journal of the Japanese and International Economies*, 1-23, 101072
- Gaio, C., Gonçalves, T. C., & Cardoso, J. (2023). Investment efficiency and earnings quality: European evidence. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(4), 224.
- Gashe, K., Sime, Z., & Mada, M. (2024). Intellectual capital and economic growth: evidence from some selected countries. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2330429.
- Guariglia, A., & Yang, J. (2016). A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. *Journal of Corporate Finance*, 36 (6), 111–130.
- Ha, N. M., Do, B. N., & Trung, T. N. (2022). The impact of family ownership on firm performance: A study on Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 10(1). 2038417.
- Hassani, B. K., & Bahini, Y. (2022). Relationships between ESG disclosure and economic growth: A critical review. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(11), 538.
- Hennebry, B. (2020). The Determinants of Economic Resilience in Rural Regions. An Examination of the Portuguese Case. *Regional Studies on Development*, 24(1), 24-29.

- Ho, K. C., Lee, S. C., & Sun, P. W. (2022). Disclosure quality, price efficiency, and expected returns. *The North American Journal of Economics and Finance*, 59(3), 101573.
- Htay, N.S. (2012). Corporate governance and strategic information disclosure in Malaysian listed banks, *International Review of Business Research Papers*, 8(1), 196-210.
- Iswati, S., & Anshori, M., (2007). The influence of intellectual capital to financial performance at insurance companies in Jakarta Stock Exchange (JSE), Proceedings of the 13th Asia Pacific Management Conference, Melbourne, Australia, 1393 – 1399.
- Jamil, M. (2021). Product Market Competition Profitability and Stock Return: Evidence From Pakistsn. *Pakistan Journal of Social Research*, 3(4), 713-725.
- Jang, G. Y., Kang, H. G., & Kim, W. (2022). Corporate executives' incentives and ESG performance. *Finance Research Letters*, 49(2), 103–187.
- Jin, L., Li, Z., Lu, L., & Ni, X. (2023). Does stock market rescue affect investment efficiency in the real sector?. *Journal of Financial Markets*, 65(3), 100859.
- Liao, S., & Errico, M. (2023). Corporate investment and stock market valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 50(3-4), 795-819.
- Lim, M., How, J., & Verhoeven, P. (2014). Corporate ownership, corporate governance reform and timeliness of earnings: Malaysian evidence, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(1), 32-45.
- Limijaya, A., Hutagaol-Martowidjojo, Y., & Hartanto, E. (2021). Intellectual capital and firm performance in Indonesia: The moderating role of corporate governance. *International Journal of Management, Finance and Accounting*, 13(6), 159–182.
- Lin, J., & Qamruzzaman, M. (2023). The impact of environmental disclosure and the quality of financial disclosure and IT adoption on firm performance: Does corporate governance ensure sustainability?. *Frontiers in Environmental Science*, 11(1), 1002357.
- Lu, Y. (2011). Political connections and trade expansion: Evidence from Chinese private firms. *Economics of Transition* 19 (2), 231–254.
- Maharani, A., & Narsa, I. M. (2023). Six-factor plus intellectual capital in the capital asset pricing model and excess stock return: Empirical evidence in emerging stock markets. *Cogent Economics & Finance*, 11(2), 2252652.
- Mahran, H. A. (2023). The impact of governance on economic growth: spatial econometric approach. *Review of Economics and Political Science*, 8(1), 37-53.
- Mueller, D. C., & Peev, E. (2007). Corporate governance and investment in Central and Eastern Europe. *Journal of Comparative Economics*, 35 (2), 414– 437.
- Murshed, M., Haseeb, M., & Alam, M. S. (2022). The environmental kuznets curve hypothesis for carbon and ecological footprints in south asia: The role of renewable energy. *GeoJournal* 87 (3), 2345–2372.
- Peet, R. & H. Elaine (2009). Theories of Development Contentions, Arguments, Alternatives, The Guilford Press, Second Edition.

- Risal, R., Mustaruddin, M., & Afifah, N. (2024). ESG disclosure and company profitability: Does company size play a role?. *Journal of Enterprise and Development (JED)*, 6(2), 390-399.
- Seetharaman, A., Kevin, L.T., & Saravanan, A.S., (2004). Comparative Justification on Intellectual Capital, *Journal of Intellectual Capital*, 5(4), 522-539.
- Shehata, N. F. (2014). Theories and Determinants of Voluntary Disclosure, *Accounting and Finance Research*, 3(1), 1-36.
- Stevanović, T., Ivanović-Đukić, M., Radenović, T., & Radović, O. (2018). The impact of national intellectual capital on the economic growth in the South-Eastern European Countries. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu*, 36(2), 777-800.
- Streeten, P. (2007). Good Governance: History and Development of the Concept, Paper Presented at the Paper Delivered at a Symposium [Available online]
- Tang, S., & Alvita, W. (2021). The effect of earnings management to stock return on company listed in Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Jagaditha*, 8(2), 194-201.
- Tansel, A., & Ozdemir, Z. A. (2018). Unemployment invariance hypothesis, added and discouraged worker effects in Canada. *International Journal of Manpower*, 39(7), 929-936.
- Toma, C.A., Boboc, C., Vasile, V., & Ghiță, S. I. (2021). Income inequality shift paradigm. From economic approach to sharing responsibilities. *Amfiteatru Economic*, 23(15), 964-981.
- Tayles, M., Pike, R.H., & Sofian, S. (2007). Intellectual capital, management, accounting practices and corporate performance, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(4), 522-548.
- Toader, L., Paraschiv, D., Dinu, V., Manea, D., & Mihai, M. (2023). The effects of private sector companies' research and development investments on the adoption of cloud computing services in the European Union. 1-38.
- Tran, N. P., Dinh, C. T. H., Hoang, H. T. T., & Vo, D. H. (2022). Intellectual capital and firm performance in Vietnam: The moderating role of corporate social responsibility. *Sustainability*, 14(3), 12763.
- Tran, P. N., & Vo, H. D. (2023). The Impact of Intellectual Capital and Corporate Governance on Bank Performance in Vietnam. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính-Marketing*, 12-25.
- Vasudevan, H. L. (2022). Leadership style and company performance in the manufacturing industry. *International Journal of Human Capital in Urban Management*, 7(3), 1-12.
- Vo, X. V., Chu, T. K. H., & McMillan, D. (2019). Do foreign shareholders improve corporate earnings quality in emerging markets? Evidence from Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1698940.
- Zamanianfar, L., Rahnamay Roodposhti, F., Banimahd, B., Nikoomaram, H., & Deilami, Z. (2021). The Role of Earnings Management in Economic Growth and Corporate Growth Illusion. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 5(4), 769.

فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی