Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies

Winter 2024, Vol. 12, No. 48, PP. 189-233

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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189] [Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

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

الگوی کمی‌سازی اقتصاد مقاومتی با استفاده از سنجه‌های 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 شرکت‌ها است که لازمه آن تبدیل مؤلفه‌های اقتصاد مقاومتی به معیارهای قابل‌سنجش و ملموس حسابداری و نظارت در راستای تحقق این اهداف است. هدف این پژوهش الگوسازی کمی اقتصاد مقاومتی با استفاده از سنجه‌های حسابداری و بررسی تأثیر آن بر بازدهی سهام به‌عنوان نشانه‌ای از کارایی بازار است. برای مفهوم اقتصاد مقاومتی 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 سرمایه فکری (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. برای این منظور از داده‌های ۱۰۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ و رگرسیون چند متغیره و تحلیل عاملی اکتشافی استفاده‌شده است. نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای کیفیت افشا، تحقیق و توسعه، سرمایه فکری، 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 و با معرفی الگوی ۵ عاملی با استفاده از فن تحلیل عاملی، مشخص شد عامل دوم، کارایی سرمایه‌گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری) و کنترل دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد) بیشترین تأثیر منفی و عامل پنجم، تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان)، کمترین مثبت را بر بازدهی مورد انتظار سهام دارند.

طبقه‌بندی E20-E21-E22-G18-G28:JEL

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

* تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۲/۰۸

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 مواجه‌شدن 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[1] و میزان بازیابی پس از تکانه اشاره دارد که بر اساس آن، زیرسیستم‌های اقتصادی، اجتماعی، حکمرانی، فناوری و زیست‌محیطی کشورها باید به‌گونه‌ای 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 (هنیبری،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 به‌طورکلی به معنای داشتن اقتصادی خوداتکا است که بتواند در برابر فشارها و شوک‌های اقتصادی مقاومت نموده و همواره دارای رشدی قابل‌قبول 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 (به‌عنوان معیار ثروت زایی اقتصادی) است. در اقتصاد مقاومتی به‌طور 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 محورهایی 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

1. Momentum

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 به‌نظام اقتصادی ملت، یا گروه اجتماعی مقاومی اشاره دارد که در راستای احقاق حقوق خود یا پیگیری اهداف سیاسی که ازنظر آن‌ها برحق است، مبارزه می‌کنند (پیت و الاین،2009). از طرفی دیگر در سطح عمومی، حسابداران و حسابرسان 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 حسابرسان در شفاف‌سازی عملیات، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری‌ها، اعمال مدیریت بهینه، توسعه فرهنگ حساب دهی و رعایت قوانین و مقررات، فساد زدایی و نظارت بر حسن اجرای سیاست‌ها نیز کاملاً چشمگیر است. همچنین حسابداران و حسابرسان 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 راه‌کارهای تخصصی، روش‌های استاندارد و ابزارهای کارآمدی به کار گرفته شود. یکی از این تخصص‌ها و ابزارهای مهم و کارآمدی که ما را دررسیدن 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 برمبنای تصمیم-گیری 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،

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 یک‌سو؛ 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 (مورشد و همکاران، ۲۰۲۲). هنگامی که عملکرد یک شرکت، خوب است، طبق فرضیه سیگنالینگ[1]، 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 کرزوزمن،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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

جمع آوری و تجزیه‌وتحلیل اطلاعات توسط واسطه‌گری مالی که منجر به کاهش هزینه‌های نظارت و بهینه‌سازی تخصیص وجوه می‌شود. دوم، عدم تقارن کمتر، کسری از پس‌انداز را کاهش می‌دهد (افزایش سرمایه‌گذاری‌ها) که منجر به انباشت سرمایه و درنتیجه رشد اقتصادی می‌شود (حسنی و بهینی،۲۰۲۲).

بر اساس تئوری مشروعیت، شرکت تحت تأثیر جامعه‌ای است که در آن فعالیت می‌کند، اطلاعات را در واکنش به عوامل متعدد اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و محیطی، افشاء می‌کند و این افشاءها به فعالیت‌های شرکت مشروعیت می‌دهد (رایسل و همکاران،۲۰۲۴). تئوری مشروعیت بیانگر این است که یک شرکت تداوم فعالیت نخواهد داشت مگر اینکه ارزش‌های آن منطبق باارزش‌های اجتماعی در سطح کلان قرارگرفته باشد. افشا ابزاری برای اطمینان‌دهی نسبت به فعالیت در چارچوب معیارهای پذیرفته‌شده اجتماعی است. ازآنجایی‌که تئوری مشروعیت مبتنی بر انتظارات جامعه است، مدیریت مجبور به افشای اطلاعاتی می‌شود که نظر استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی را درباره شرکت تغییر دهد (شهاتا، ۲۰۱۴)؛ بنابراین کیفیت افشا، معیار مستقیمی برای شفاف‌سازی اقتصادی محسوب می‌شود. در سال‌های اخیر، درخواست‌های عمومی و نظارتی، شرکت‌ها را مجبور به افشای اطلاعات در مورد شیوه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی کرده است. این امر سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها را تشویق کرده است تا به مسائل کلان توجه کنند. به‌طور فزاینده‌ای از شرکت‌ها خواسته می‌شود که نه‌تنها بر عملکرد مالی تمرکز کنند، بلکه اینکه چگونه اقدامات آن‌ها بر جامعه و محیط‌زیست تأثیر می‌گذارد در نظر بگیرند (رایسل و همکاران،۲۰۲۴). افشای اقتصادی و اجتماعی راهی برای شرکت‌ها برای نشان دادن تعهد خود به توسعه پایدار است. تحقیق آلفان و همکاران (۲۰۲۴) نشان می‌دهد که متغیرهای محیطی به‌طور قابل‌توجهی بر بهبود توسعه اجتماعی-اقتصادی تأثیر می‌گذارد.

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،

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 قابل‌استفاده باشد (آندریماهری و قمروزمان، ۲۰۲۲). بنابراین، افشا می‌تواند به‌عنوان ارائه اطلاعات به‌موقع 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 کسب‌وکار مدرن هم پویا و هم پیچیده است. سهامداران به دلیل فقدان اطلاعات کامل در مورد عملکرد شرکت درخطر دست‌کاری سود خود قرارگرفته‌اند، همان‌طور که در سال‌های اخیر با افزایش تعداد رسوایی‌ها، کلاه‌برداری‌ها، تعلیق‌ها و حتی حذف از بورس مشاهده‌شده است (هو و همکاران،۲۰۲۲). درنتیجه 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 شناخته‌شده است چراکه برای حمایت از گذار به اقتصاد پایدار و جامعه عادلانه‌تر طراحی‌شده است. بااین‌حال، اگرچه سیاست‌های عملکرد پایدار فعلی توجیه اقتصادی محکم و قابل‌فهمی ندارد، اما می‌توانند پیامدهای مطلوبی بر اقتصاد و رفاه جهانی مانند بهبود عملکرد زیست‌محیطی نیز داشته باشند (حسنی و بهینی،۲۰۲۲). سهام شرکتی باکیفیت افشای بهتر، پس از جلب‌توجه سرمایه‌گذاران و متغیرهای نقد شوندگی سهام، هم اخبار بازار و هم اخبار

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

خاص شرکت را به‌طور مؤثرتری منعکس می‌کند و محتوای اطلاعاتی بیشتری برای بازتعریف بازدهی سهام دارد (هو و همکاران،۲۰۲۲).

تحقیق و توسعه و سرمایه فکری، معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان

نظریه رشد جدید تغییرات فنّاورانه را به‌عنوان یک متغیر درون‌زا مشاهده می‌کند که در توضیح عملکرد اقتصادی و رقابت بسیار مهم است. دانش، فناوری و نوآوری، به‌ویژه سرمایه فکری، به محرک‌های کلیدی توسعه اقتصادی و مبنای رقابت ملی تبدیل‌شده است (ماهارانی و نارسا، ۲۰۲۳). اگرچه این سیاست‌ها می‌توانند توسعه و اجرای فناوری‌های جدید را با تشویق سرمایه‌گذاری و تأمین مالی هزینه‌های تحقیق و توسعه بهبود بخشند، اما در بلندمدت بر تکامل بازار کار یا کاهش نرخ بیکاری تأثیر مثبتی می‌گذارند (تنسل و ازدمیر، ۲۰۱۸). درعین‌حال، پیاده‌سازی فناوری‌های جدید می‌تواند منجر به افزایش نابرابری‌های درآمدی گردد که می‌تواند سبب عدم تعادل اقتصادی و چالشی واقعی برای توسعه یک جامعه پایدار باشد (توما و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین، توسعه استراتژی‌هایی که می‌تواند منجر به ایجاد تعادل در اجرای فناوری‌های 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 به‌تبع آن تولید فناوری و به‌کارگیری فناوری‌ها و تجاری‌سازی دانش و استفاده حداکثری از شرکت‌های دانش‌بنیان و کارگاه‌های خصوصی کوچک و متوسط و هم‌افزایی علم و ثروت و حرکت به سمت خوداتکایی و تحقق خودکفایی کشور است که در اقتصاد مقاومتی برجسته‌تر می‌شود تا تولید ملی بهینه گردد و کشور به خود متکی و از تک‌محصولی بودن خارج شود (فشاری و پورغفار، ۱۳۹۲). بنابراین یکی از معیارهای مستقیم اقتصاد دانش‌بنیان، تحقیق و توسعه است.

سرمایه فکری به‌عنوان چهارمین عامل تولید در کنار دارایی ثابت، نیروی کار و سرمایه مالی، محرک‌های خلق ارزش نامشهود را بهینه می‌نماید (اسواتی و انشوری، ۲۰۰۷). در اقتصاد دانش‌محور سرمایه فکری بخش مهمی از ارزش شرکت‌ها محسوب می‌شود. اختلاف در حال

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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، واردشده‌ایم. 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[1]، 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 ارزش‌افزوده 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 هزینه های 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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

بلندمدت نگه می‌دارند. هر بنگاهی که دارای سرمایه فکری مانند مهارت‌ها و دانش خاصی باشد می‌تواند برای افزایش بهره‌وری و بازدهی مورداستفاده قرار دهد (علی و همکاران، ۲۰۲۲). شرکت‌ها می‌توانند از تحصیل، به اشتراک‌گذاری، کاربرد دانش بهتر، بهره ببرند چراکه به آن‌ها کمک می‌کند تا نحوه انجام امور به شیوه مناسب و صحیح را بدانند. این ممکن است منجر به کیفیت بهتر، هزینه‌های کمتر و درنتیجه عملکرد بهتر و ارزش ایجادشده بیشتری برای شرکت شود (الجوبوری و همکاران، ۲۰۲۲). دارایی نامشهود و سرمایه فکری می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند اطلاعاتی را جمع‌آوری کنند که می‌تواند برای بهبود مهارت‌ها و درآمدهای مدیریتی، جذب مشتریان بیشتر، ارائه محصولات/خدمات جدید و درنتیجه بهبود عملکرد مورد انتظار شرکت مورداستفاده قرار گیرد (لیمیجایا و همکاران،۲۰۲۱). شرکت‌هایی که دارایی‌های نامشهود زیادی دارند، عملکرد مالی بهتری دارند و می‌توانند بین سرمایه فکری و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در راستای ایجاد بازدهی بیشتر رابطه ایجاد کنند (فاروق و همکاران، ۲۰۲۲؛ ماهارانی و نارسا، ۲۰۲۳). پیروی از رویکرد محافظه‌کاری در گزارشگری و ایجاد شکاف بین ارزش‌های دفتری و بازار از یک‌سو (ماهارانی و نارسا، ۲۰۲۳)، نگرش بلندمدت منافع مورد انتظار دارایی‌های 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).

بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری، معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری

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، مهم‌ترین اصل در ارائه یک الگوی اسلامی مصرف است (فشاری و پورغفار، ۱۳۹۲). از محورهای اساسی اقتصاد مقاومتی مدیریت مصرف و پرهیز از زیاده‌روی در مصرف و رشد بهره‌وری است. کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌های باارزش فعلی خالص مثبت

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

سرمایه‌گذاری نمایند (گایو و همکاران،۲۰۲۳). البته این سناریو در صورتی کارساز است که بازار کامل باشد و هیچ‌یک از مسائل بازار ناقص ازجمله 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 یک‌سو از مصرف منابع در حد فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش‌ازحد مطلوب انجام‌شده 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 حادث‌شده 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 به‌صورت 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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 گروه-های 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)، درنتیجه 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 به‌عنوان یکی از مکانیسم‌های راهبری شرکتی که به‌طور مؤثر از هدر رفتن وجه نقد توسط مدیر جلوگیری می‌کند؛ موردتوجه قرارگرفته 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 به‌عنوان 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 جهانی‌شدن فعالیت‌های اقتصادی و رقابت روابط متقابلی وجود دارد که عبارتند از: افزایش جریان تجارت و سرمایه گذاری 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 شرکت ها 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 سرمایه گذاری 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.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

این پیش‌بینی می‌کند که مدیران شرکت‌ها برای بهینه‌سازی سود از طریق افزایش کارایی برای رقابتی ماندن در بازار محصول، تحت‌فشار 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. بااین‌حال، از یک‌سو، رقابت شدید انتخاب‌های بیشتری برای مصرف‌کننده ایجاد می‌کند، بنابراین شرکت‌ها برای حفظ آن‌ها بیش‌ازحد 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 رقبا افزایش دهند. علاوه بر این، شرکت‌ها همچنین می‌توانند شوک‌های هزینه‌ای را به مصرف‌کنندگان نهایی منتقل کنند و درنتیجه 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 شرکت هایی با بازده بالاتر پاداش دهد (جمیل،۲۰۲۱).

کنترل دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود، ابزاری برای مبارزه با فساد

یکی دیگر از محورهای اقتصاد مقاومتی مبارزه با فساد است. فساد یک سیستم باعث می‌شود که منابع شرکت به‌درستی به فعالیت‌های انتفاعی و منفعت زا 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 به‌تبع 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 فرصت‌طلبانه سود، به هدف خودش که همان حداکثر کردن منافع شخصی است، نزدیک می‌شود

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

و در صورت ارتکاب عمل دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (با قصد حداکثر کردن مبلغ پاداش خود و ایجاد امنیت شغلی)، می‌توان ادعا کرد که دریچه‌های فساد در شرکت گشوده می‌شود و با مبانی نظری مبارزه با فساد مغایرت می‌یابد (زمانیانفر و همکاران،۲۰۲۱). انتظار بر وجود ارتباط منفی میان دست‌کاری سود از طریق اقلام واقعی و عملکرد آتی شرکت‌ها خصوصاً در شرکت‌های مشکوک به دست‌کاری سود است زیرا مدیران فرصت‌طلب، با سوءاستفاده از رویه‌های حسابداری و یا فعالیت‌های اختیاری، موجب افزایش قیمت سهام شرکت، امنیت شغلی و پاداش خود می‌گردند که این اقدامات درنهایت منتج به زیان سایر ذینفعان شرکت می‌شود (تانگ و آلویتا، ۲۰۲۱).

اگرچه تعدیل سود می تواند آموزنده باشد، اما قصد گمراه کردن سهامداران شرکت ممکن است اعتماد سرمایه‌گذار را از بین ببرد. در مواردی خاص، سطح بالای مدیریت سود به‌عنوان سطح پایین کیفیت سود شناخته می‌شود که حاکی از سیگنال بد بازار مالی است. همان‌طور که ریسک فزاینده ورشکستگی با مدیریت سود مرتبط است. دست‌کاری 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 می‌توانند از سیاست‌های حسابداری برای تأثیرگذاری بر اقلام تعهدی استفاده کنند (دانگ و همکاران،۲۰۲۳). علاوه بر این، در شرایط دست‌کاری سود، اقلام تعهدی می‌تواند منجر به نتایج مغرضانه شود (ها و همکاران، ۲۰۲۲)، درحالی‌که سرمایه‌گذاران خارجی نگران کیفیت افشای مالی شرکت در فرایند ارزیابی کیفیت صورت‌های مالی برای تخصیص بهینه منابع هستند (وو و همکاران، ۲۰۱۹).

یکی از عوامل مؤثر بر قیمت سهام، سود گزارش‌شده در صورت‌های مالی است. سود گزارش‌شده در صورت‌های مالی بر رفتار سرمایه‌گذاری یک سرمایه‌گذار تأثیر می‌گذارد (بوتو و همکاران، ۲۰۲۱). سود بالا باعث جذب سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود زیرا سرمایه‌گذاران قضاوت می‌کنند که شرکت عملکرد خوبی دارد. سرمایه‌گذاران به اخبار مثبت

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 به‌عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی

یکی از تدابیری که برای کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت اتخاذشده، 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 قابل‌توجه در سیاست‌های اقتصاد مقاومتی، تأکید بسیار بر رقابت‌پذیری، شفافیت و مردمی کردن اقتصاد و عدم تأکید بر خصوصی‌سازی است. درواقع، سیاست‌های ابلاغ‌شده اقتصاد مقاومتی به‌جای 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، قابل‌تحلیل است چراکه مطابق با توصیه‌های اقتصاد نهادگرایی جدید نیز مسیر گذار به رقابت‌پذیری، شفافیت و اقتصاد بازار برای کشورهای درحال‌توسعه از خصوصی‌سازی نگذشته، بلکه از حکمرانی خوب می‌گذرد (استریتن، ۲۰۰۷). تاریخچه حکمرانی شرکتی به

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 نه‌تنها 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. ازآنجاکه آن‌ها بر اساس عملکرد کوتاه‌مدت پاداش می‌گیرند، لذا کوتاه‌مدت-نگر هستند. این کوتاه نگری تا حدی ناشی از عملکرد بازار سرمایه است، زیرا بازار سرمایه‌بر اساس عملکرد مناسب در کوتاه‌مدت، به آنان پاداش می‌دهد و بنابراین، مدیران منافع بلندمدت را فدای منافع کوتاه‌مدت می‌نمایند و درنتیجه 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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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

۲. پیشینه 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. ازاین‌رو، سیاست‌گذاران باید نوآوری را در تمام فضاها و مراحل یادگیری افزایش دهند. ریسال و همکاران (۲۰۲۴) با بررسی نقش حاکمیت شرکتی به‌عنوان یک عامل مهم سودآوری شرکت و به‌عنوان 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 ازنظر آماری معنادار است. علاوه بر این، اگر سایر متغیرهای کنترل اقتصادی ثابت باشند، افزایش ۱ درصدی حاکمیت، رشد اقتصادی را به‌طور 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 به‌طور 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 بیش‌ازحد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد، نتایج نشان می‌دهد که کیفیت بالاتر سود گزارش‌شده، 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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

سرمایه‌ای، سرمایه فکری و بازده مازاد سهام رابطه معناداری وجود دارد. آزمون استحکام از این یافته‌ها پشتیبانی می‌کند و نشان می‌دهد که سرمایه فکری به‌عنوان یک دارایی نامشهود ازنظر مالی بهتر عمل می‌کند. لیو و اریکو (۲۰۲۳) با بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری شرکت بر بازدهی سهام، نشان دادند مدیران از گزینه‌های سرمایه‌گذاری برای تأثیرگذاری بر نظرات سرمایه‌گذاران در مورد چشم‌انداز آینده شرکت‌ها و افزایش ارزش‌گذاری بازار استفاده می‌کنند. انگیزه‌های دست‌کاری فرآیندهای ارزش‌گذاری باانگیزه‌های سرمایه‌ای مدیریت و اطلاع‌رسانی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. 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 معنی‌داری 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 گرفته‌شده تأثیر قابل‌توجهی بر عملکرد مالی شرکت‌های پاکستانی و هندی دارند. نظریه مبتنی بر منبع[1] از این یافته‌ها پشتیبانی می‌کند و یافته‌ها 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 می‌تواند از طریق توجه بیشتر سرمایه‌گذاران 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 سرمایه‌گذار و نقد شوندگی سهام کاهش می‌دهد. بوتو و همکاران (۲۰۲۱) با بررسی تأثیر رویه‌های 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 به‌طور قابل‌توجهی منفی است. تانگ و آلویتا

1. Resource based theory

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

(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 نه‌تنها 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. هنبری (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. قلی پور و همکاران (۱۳۹۵) با بررسی حاکمیت شرکتی در بخش عمومی و نقش آن در اقتصاد مقاومتی، نشان دادند که قانون اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ به‌عنوان 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.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

۳. فرضیه‌های پژوهش

۱. کیفیت افشا (معیار مستقیمی برای شفاف‌سازی اقتصادی) بر بازدهی سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

۲. تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان) بر بازدهی سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

۳. سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان) بر بازدهی سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

۴. کارایی سرمایه‌گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری) بر بازدهی سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

۵. رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت‌پذیری اقتصادی) بر بازدهی سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

۶. کنترل دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد) بر بازدهی سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

۷. حاکمیت شرکتی (به‌عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی) بر بازدهی سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

متغیرهای مستقل

شفاف‌سازی اقتصادی (ECOCLAR). معیار مورد استفاده برای شفاف‌سازی اقتصادی، کیفیت افشا است. برای سنجش کیفیت افشا از امتیاز داده‌شده به هر شرکت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استفاده شد. معیار به‌موقع بودن بر اساس زمان ارسال اطلاعات توسط شرکت در مقاطع تعیین‌شده در دستورالعمل افشای اطلاعات و با لحاظ نمودن میزان تأخیر در ارسال اطلاعات، محاسبه می‌شود. میزان نوسانات و تغییرات در پیش‌بینی‌های ارسالی و هم‌چنین تفاوت‌های میان مبالغ پیش‌بینی‌شده و عملکرد واقعی حسابرسی شده، معیار قابلیت اتکا است که معادل لگاریتم طبیعی امتیاز و رتبه افشای شرکتی است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

اقتصاد دانش‌بنیان (KNOWECON). معیار مورداستفاده برای اقتصاد دانش‌بنیان، لگاریتم مخارج تحقیق و توسعه مستخرج از یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی شرکت‌ها (توما و همکاران، ۲۰۲۱؛ تودر و همکاران،۲۰۲۳) و همچنین ارزش‌افزوده سرمایه فکری است که به شرح زیر اندازه‌گیری می‌شود:

روش ضریب ارزش‌افزوده سرمایه فکری مستقیماً کارایی سه نوع دارایی را اندازه‌گیری می‌نماید: ۱) سرمایه مالی و فیزیکی ۲) سرمایه نیروی انسانی و ۳) سرمایه ساختاری. جمع جبری سه قسمت برابر با ضریب ارزش‌افزوده سرمایه فکری خواهد بود. ضریب ارزش‌افزوده بالاتر بیانگر استفاده بهینه از منابع ایجاد ارزش در واحد تجاری است و به‌عنوان مقیاس توانایی عوامل نامشهود شرکت به‌کاربرده می‌شود (زگال وانیس، ۲۰۱۱؛ ترن و همکاران، ۲۰۲۳؛ علی و همکاران، ۲۰۲۲؛ الجوبوری و همکاران، ۲۰۲۲).

محاسبه روش ضریب ارزش‌افزوده فکری یک عده گام‌های متفاوتی را طی می‌کند: بر طبق نظریه سهامدار ارزش‌افزوده به شرح زیر (رابطه ۱ و ۲) محاسبه می‌شود:

رابطه ۱) ورودی- خروجی= ارزش‌افزوده

و یا

رابطه ۲) هزینه استهلاک - بهای تمام‌شده کالای فروش رفته - فروش خالص= ارزش‌افزوده

خروجی‌ها (OUT) درآمد را نشان می‌دهند و همه محصولات و خدمات فروخته‌شده در بازار را مورد مقایسه قرار می‌دهند. ورودی‌ها (IN) شامل همه مخارج برای عملیات شرکت، هزینه‌های منحصربه‌فرد کارکنان که به‌عنوان هزینه در نظر گرفته نشده‌اند است. طبق نظر پالیک، هزینه‌های کارکنان به‌عنوان یک شاخص سرمایه انسانی موردتوجه قرارگرفته است. رابطه بین ارزش‌افزوده و سرمایه انسانی (رابطه ۳ و ۴) توانایی سرمایه انسانی در خلق ارزش در یک شرکت را مشخص می‌کند (پالیک، ۲۰۰۴).

رابطه ۳)

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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

رابطه ۴) ارزش‌افزوده/ سرمایه انسانی=ارزش‌افزوده سرمایه انسانی

ضریب ارزش‌افزوده ساختاری ترکیب سرمایه ساختاری در خلق ارزش را نشان می‌دهد. بر طبق پالیک (۲۰۰۴)، سرمایه ساختاری وقتی به دست می‌آید که سرمایه انسانی از ارزش‌افزوده کسر شود. بنابراین رابطه بین ارزش‌افزوده و سرمایه ساختاری به شرح زیر (رابطه ۶ و ۵) محاسبه‌شده است:

رابطه ۵) سرمایه ساختاری= سرمایه انسانی- ارزش‌افزوده

رابطه ۶) سرمایه ساختاری/ ارزش‌افزوده=ارزش‌افزوده سرمایه ساختاری

ضریب ارزش‌افزوده سرمایه فکری با حاصل جمع ضریب ارزش‌افزوده سرمایه انسانی (VAHU) و ضریب ارزش‌افزوده سرمایه ساختاری (SCVA) به دست می‌آید (رابطه ۷).

رابطه ۷) ارزش‌افزوده سرمایه انسانی+ارزش‌افزوده سرمایه ساختاری=ارزش‌افزوده سرمایه فکری

طبق نظر پالیک (۲۰۰۴)، سرمایه فکری نمی‌تواند بر روی مالکیت خودش ارزش ایجاد کند. بنابراین ضروری است تا سرمایه فیزیکی و مالی به‌منظور داشتن بینش کامل به جامعیت ارزش‌افزوده ایجادشده به‌وسیله منابع شرکت محاسبه شود. ضریب ارزش‌افزوده سرمایه بکار گرفته‌شده (VACA) نشان می‌دهد که چگونه ارزش جدید بیشتری به‌وسیله هر واحد پول سرمایه-گذاری شده در سرمایه بکار گرفته‌شده ایجادشده است. بنابراین، رابطه بین ارزش‌افزوده و سرمایه افزوده‌شده (رابطه ۸ و ۹)، توانایی سرمایه به کار گرفته‌شده در خلق ارزش در یک شرکت را نشان می‌دهد.

رابطه ۸) ارزش‌افزوده/ارزش دفتری خالص دارایی‌ها=ارزش‌افزوده سرمایه به‌کاررفته (سرمایه فیزیکی و مالی)

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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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

در این پژوهش، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری به‌عنوان شاخص مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری مورداستفاده قرارگرفته‌اند. در این پژوهش، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری با استفاده از رابطه زیر (رابطه ۱۰) که حاصل کار تهرانی و حصار زاده (۱۳۸۸) به‌عنوان مدل تعیین بیش و کم سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در ایران بوده، استفاده‌شده است:

$$Iit = \beta0 + \beta1\ CFO\ it\text{-}1 + \beta2MTBit + \beta3\ CG\ it\text{-}1 + \beta4ROA\ it\text{-}1 + \beta4OP\ it\text{-}1 + \varepsilon i,t \quad \text{رابطه ۱۰}$$

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 εi,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) استفاده‌شده است. شاخص هرفیندال-هیرشمن از حاصل جمع توان دوم سهم بازار تمامی بنگاه‌های فعال در صنعت به‌صورت فرمول زیر (رابطه ۱۱) به دست می‌آید (الالری و ماکودم پترسون،۲۰۲۳؛ لی و همکاران ۲۰۲۰):

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

که در آن HHI شاخص هرفیندال-هیرشمن، k تعداد بنگاه‌های فعال در بازار و Si سهم بازار شرکت i ام است که از رابطه زیر (رابطه ۱۲) به دست می‌آید:

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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

که در آن Xj نشان‌دهنده فروش شرکت jام و l نشان‌دهنده نوع صنعت است. شاخص هرفیندال-هیرشمن، میزان تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند. هر چه این شاخص بزرگ‌تر باشد، میزان تمرکز بیشتر بوده و رقابت کمتری در صنعت وجود دارد و بالعکس.

دست‌کاری فعالیت‌های واقعی (Manipulation)

ز شیوه‌های دست‌کاری فعالیت‌های واقعی، دست‌کاری هزینه‌های اختیاری، تولید اضافی و افزایش حجم فروش‌ها است در این پژوهش از جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی به‌عنوان شاخص دست‌کاری فعالی‌های واقعی استفاده‌شده است (رابطه ۱۳) (زمانیانفر و همکاران،۲۰۲۱؛ دانگ و همکاران،۲۰۲۳؛ بوتو و همکاران،۲۰۲۱؛ تانگ و آلویتا،۲۰۲۱)؛

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t}$$ رابطه۱۳)

$Sales_{it}$= فروش فروش T، CFO_{it}= جریان‌های نقد عملیاتی واقعی دوره T ،

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

ϵ_{it}= باقیمانده مدل (جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی)

حاکمیت شرکتی (Corporate Governance)

که با استفاده از سه شاخص آن یعنی مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و استقلال هیئت‌مدیره اندازه-گیری می‌شود. تمرکز مالکیت (OWNCON): مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیاردارند، مالکیت نهادی (InsOwn): مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان‌ها و نهادها و شرکت‌های دولتی است، استقلال هیئت‌مدیره (BRDIND): تعداد اعضای غیرموظف (مستقل) در ترکیب هیئت‌مدیره تقسیم‌بر تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره (مهران،۲۰۲۳؛ ریسال و همکاران،۲۰۲۴؛ مهران،۲۰۲۳).

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

متغیر وابسته: بازدهی مورد انتظار (RET)

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

$$\text{EXP}(R_f) = R_f + \beta_i\,(R_m - R_f)\,,\ \beta_i = \frac{COV_{R_i,R_m}}{VAR_{R_i}} \qquad \text{رابطه۱۴)}$$

که $\text{EXP}(R_f)$ 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(رابطزیر (محاسبه می‌شود:

$$R_m = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}} \qquad \text{رابطه۱۵)}$$

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 به‌عنوان متغیر کنترلی انتخاب شدند: وجه نقد نگهداری شده شرکت (CASH): در این پژوهش به‌عنوان جمع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شرکت در سال قبل تعریف‌شده است که میزان نقدینگی و توانایی سرمایه‌گذاری 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 به‌واسطه 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 باکیفیت 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.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

٤. روش مطالعه، جامعه آماری، روش نمونه‌گیری

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 می‌تواند در فرآیند گزارش اطلاعات باکیفیت و کمک به تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی مورداستفاده قرار گیرد، نوع پژوهش کاربردی محسوب می‌شود برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون خطی چندمتغیره و برای تبیین الگوی بازدهی مورد انتظار سهام، از تحلیل عاملی استفاده‌شده است. جامعه آماری موردمطالعه‌ی این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۱ است. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه، از کل داده‌های در دسترس استفاده‌شده می‌شود. نخست تمام شرکت‌هایی که می‌توانستند در نمونه‌گیری شرکت کنند، انتخاب، سپس به روش حذف سیستماتیک از بین کلیه‌ی شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف‌شده و درنهایت شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند: عضویت پیش از سال ۱۳۹۳ در بورس تهران، دوره‌ی مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه، عدم‌تغییر فعالیت یا دوره‌ی مالی طی دوره موردنظر، نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نباشند و در دسترس بودن اطلاعات بر این اساس تعداد ۱۰۳ شرکت انتخاب و موردمطالعه قرار گرفتند.

٥. یافته‌های پژوهش

آمار استنباطی

قبل از برازش الگوها لازم است تا آزمون F لیمر به‌منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی (پنل) با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوهای پژوهش انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوی پژوهش حاکی از رد شدن فرضیه‌ی H0 برای الگوهای (فرضیه‌های) پژوهش، به‌غیراز الگوهای شماره 7 بوده، درنتیجه برای الگوهای شماره ۱،۲،۳،۴،۵،۶ الگوی داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی و برای الگوهای شماره ۷ الگوی داده‌های تابلویی با

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 استفاده‌شده است. اگر بیشترین مقدار عامل تورم واریانس بزرگ‌تر از عدد ۱۰ باشد نشان‌دهندهٔ هم خطی بین متغیرهای مستقل است. نتایج این آزمون بیانگر این است که برای همهٔ متغیرهای مستقل مقدار VIF کمتر از ۱۰ است، بنابراین هم خطی بین آن‌ها وجود ندارد. همچنین نتایج آزمون دوربین واتسون (طبق جداول) برای بررسی فرض نبود خودهمبستگی در الگوها حاکی از آن بود که مقدار آمارهٔ 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. واوس (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 به‌صورت خلاصه در جداول شماره ۱ ازلحاظ میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف استاندارد، بیان‌شده‌اند. متغیر کیفیت افشا با مقدار میانگین ۰/۵۸۶۱ بیانگر رتبه متوسط شرکت‌های مورد مطالعه در افشای اطلاعات به‌موقع و قابل اتکا است، میانگین بازدهی مورد انتظار شرکت‌های موردمطالعه،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 بیش‌سرمایه‌گذاری 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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

شرکتی خوب است، از بین متغیرهای اصلی پژوهش متغیر ارزش‌افزوده فکری با مقدار ۲/۲۶۸ دارای بیشترین میانگین و دست‌کاری فرصت‌طلبانه 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 دست‌کاری فرصت‌طلبانه 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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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

٦. 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. درنتیجه، 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 به‌وسیله 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 مرد انتظار است ولی اندازه شرکت تأثیری بر بازدهی مورد انتظار ندارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

جدول ۲. آزمون فرضیه ۱

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آمارهt	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	Fآماره	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 می‌دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می‌شود. درنتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی‌دار بودن مدل‌ها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۳۹۴۲ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای توضیحی بکار رفته در مدل است. متغیر تحقیق و توسعه با سطح معنی‌داری ۰/۰۱۳۴ و ضریب ۰/۱۸۶۲ بیانگر تأثیر مثبت معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است. چراکه افشای وجود مخارج تحقیق و توسعه به عنوان نشانه اقتصاد دانش‌بنیان و برنامه بلندمدت سودآوری شرکت، سبب افزایش پایداری عملکرد، بازدهی مورد انتظار و سودآوری آتی شرکت می‌شود. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، نقدینگی و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی‌دار و متغیر اهرم مالی دارای تأثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی مرد انتظار است ولی اندازه شرکت تأثیری بر بازدهی مورد انتظار ندارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

جدول ۳. آزمون فرضیه ۲

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آمارهt	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	Fآماره	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. درنتیجه، 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 به‌وسیله 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 مرد انتظار است ولی اندازه شرکت تأثیری بر بازدهی مورد انتظار ندارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

جدول ۴. آزمون فرضیه ۳

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آمارهt	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	Fآماره	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 می‌دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می‌شود. درنتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی‌دار بودن مدل‌ها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۳۲۶۰ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای توضیحی بکار رفته در مدل است. متغیر عدم کارایی سرمایه‌گذاری با سطح معنی‌داری ۰/۰۱۰۵ و ضریب ۰/۰۶۷۲- بیانگر تأثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است. به عبارتی عدم تخصیص بهینه منابع و نبود کارایی سرمایه‌گذاری با ایجاد هدررفت منابع و با افزایش مشکلات نمایندگی، قابلیت سودآوری منابع را کاهش و با افزایش هزینه سرمایه، بازدهی مورد انتظار را کاهش می‌دهد. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، نقدینگی و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی‌دار و متغیر اهرم مالی دارای تأثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی مرد انتظار است ولی اندازه شرکت تأثیری بر بازدهی مورد انتظار ندارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

جدول ۵. آزمون فرضیه ۴

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آمارهt	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	Fآماره	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. درنتیجه، 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 به‌وسیله 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، درنتیجه بازدهی مورد انتظار را افزایش می‌دهد. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، نقدینگی، اندازه شرکت و کیفیت حسابرسی دارای تأثیر مثبت معنی‌دار و متغیر اهرم مالی دارای تأثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی مرد انتظار است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

جدول ۶. آزمون فرضیه ۵

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آمارهt	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	Fآماره	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 می‌دهد. مقدار احتمال مربوط به آماره F برای تصریح برابر ۰/۰۰۰ است و لذا فرض صفر مبنی بر خطای تصریح مدل رد می‌شود. درنتیجه، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنی‌دار بودن مدل‌ها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین تعدیلی مدل معادل ۰/۲۸۳۴ است که بیانگر میزان توصیف درصد تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای توضیحی بکار رفته در مدل است. متغیر دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود با سطح معنی‌داری ۰/۰۲۸۲ و ضریب ۰/۰۳۲۶- بیانگر تأثیر منفی معنی‌دار بر بازدهی مورد انتظار است. یعنی دستکاری فرصت‌طلبانه سود توسط شرکت‌ها، کیفیت و قابلت اتکای سود را کاهش و با علامت‌دهی منفی به بازار، با واکنش منفی بازار همراه شده و بازدهی مورد انتظار را کاهش می‌دهد. 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.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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)	-/۴۰۶۵۰	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	Fآماره	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. درنتیجه، 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 به‌وسیله 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.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

جدول ۸. آزمون فرضیه ۷

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آمارهt	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 حسابرسی (AQ)	۰/۲۰۳۹	۰/۰۷۱۶	۲/۸۴۷۵	۰/۰۰۴۶
کل مدل رگرسیون	Fآماره	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 به‌منظور 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. به‌منظور کسب اطمینان نسبت به این‌که ماتریس همبستگی که پایه تحلیل عاملی قرارگرفته، در جامعه برابر صفر نیست از آزمون کرویت بارتلت استفاده‌شده است. نتایج برآورد شاخص KMO و آزمون بارتلت در جدول آورده شده است. همان‌طور که در جدول شماره ۹ نشان داده‌شده است مقدارKMO برابر ۰/۸۲۵ بوده و آزمون بارتلت در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است؛ بنابراین با توجه به‌کفایت نمونه‌برداری و معناداری آزمون بارتلت، ماتریس همبستگی داده‌ها برای تحلیل عاملی مناسب است. پس اجرای تحلیل عاملی بر پایه‌ی ماتریس همبستگی موردمطالعه قابل توجیه خواهد بود.

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

شاخص کفایت نمونه‌گیری (KMO)		۰/8251
Bartlett's Test of Sphericity	خی دو	253/۲65
	درجه آزادی	641
	احتمال آماره	۰/۰۰۰

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

برای استخراج عامل‌ها از ماتریس همبستگی از روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی استفاده شد؛ همچنین برای تعداد عامل‌های مناسب از معیار کایزر استفاده‌شده 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 عامل گیری 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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

مذکور در آن گروه قرار می‌گیرد. بارهای عاملی بر اساس ۵ مؤلفه بعد از چرخش واریماکس به دست می‌آید. در این پژوهش حداقل بار عاملی ۰/۴ در نظر گرفته‌شده است (بارهای عاملی بالای ۴۰ درصد انتخاب می‌شوند). البته میزان همبستگی برخی از متغیرها با عوامل، کمتر از ۴۰ درصد است که نشان می‌دهد هیچ‌کدام از عوامل نتوانسته به میزان کافی واریانس مشترک آن متغیر را تبیین نماید؛ اما درهرصورت جهت مقاصد گروه‌بندی، این دسته از متغیرها را نیز شناسایی نموده‌ایم.

جدول ۱۱. ماتریس عوامل چرخش یافته

متغیرها	عامل				
	۱	۲	۳	۴	۵
ECOCLAR	۰/۵۹۲	۰/۱۳۴	۰/۰۷۸	۰/۱۲۳	۰/۱۸۳
KNOWECON-R&D	۰/۰۸۵	۰/۲۴۰	-/۰۰۱	۰/۱۸۸	۰/۴۷۹
KNOWECON-IC	۰/۰۸۵	۰/۱۹۴	۰/۶۱۹	-۰/۱۳۸	۰/۰۳۱
MEXCONS	۰/۰۱۶	-۰/۴۴۲	-۰/۰۱	-۰/۰۷۹	-/۰۶۵
Pmcomp	۰/۳۹۱	۰/۱۳۸	۰/۲۴۶	۰/۷۲۳	۰/۰۸۱
Manipulation	-۰/۰۶۵	-۰/۵۸۹	-/۰۲۵	۰/۰۵۲	۰/۰۲۰
COR-GO	۰/۶۴۱	-/۰۳۱	۰/۰۳۱	۰/۰۴۵	۰/۰۴۰
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.					

با توجه به تأثیر متغیر و بار عاملی هر متغیر بر عامل‌ها می‌توان ۵ عامل را به شرح زیر (جدول ۱۲) نام‌گذاری کرد:

جدول ۱۲. عامل‌های اکتشافی در تحلیل عاملی

عامل	عناصر هر عامل (متغیرها)
۱	کیفیت افشا (معیار مستقیمی برای شفاف‌سازی اقتصادی) و حاکمیت شرکتی (به‌عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی)
۲	عدم کارایی سرمایه‌گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری) و دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد)
۳	سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان)
۴	رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت‌پذیری اقتصادی)
۵	تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان)

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

در این مرحله رابطه‌ی بین ۵ عامل زیربنایی به‌دست‌آمده 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 برمبنای نمرات عاملی (مقیاس‌های عاملی) به‌دست‌آمده از مرحله‌ی چهار فن تحلیل عامل حاصل می‌شود، انجام می‌دهیم. بر اساس یافته‌های جدول ۷، رابطه ۵ مقیاس عاملی f1 تا f۵ با بازدهی مورد انتظار سهام در سطح معنی‌داری ۵ درصد تائید 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. ازآنجاکه 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 f۱ (کیفیت افشا (معیار مستقیمی برای شفاف‌سازی اقتصادی) و حاکمیت شرکتی (به‌عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی))، f۲ (کارایی سرمایه‌گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری) و کنترل دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد))، f۳ (سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان))، f۴ (رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت‌پذیری اقتصادی))، f۵ (تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان))، هستند. بنابراین مدل به‌دست‌آمده بر اساس این عوامل به شرح زیر است:

RET= ۰/۴۸ f۱ −۰/۵۴ f۲ + ۰/۲۹ f۳+ ۰/۳۶ f۴ + ۰/۲۴ f۵

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

متغیر	مانایی	FEMیا 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			

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 رخ‌داده است که اغلب از ماهیت بازارها نشئت گرفته‌اند (فلیپ و استرادا، ۲۰۲۰). حسابداران و حسابرسان 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 درزمینه 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 سرمایه فکری (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، سرمایه فکری، 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 به عنوان شاخص تصمیم‌گیری بلندمدت و تصمیم سرمایه‌ای، نشان از توان سودآوری و پایداری عملکرد در

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 به‌صورت 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 کسب‌وکارها به همراه دارد. با این حال وجود بیش‌سرمایه‌گذاری 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 به‌صورت 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)، قلی پور 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 به‌عنوان پیشران مدیریت بهینه منابع است. با به‌کارگیری روش تحلیل عاملی برای معرفی الگوی پژوهش، رابطه ۵ مقیاس عاملی با بازدهی مورد انتظار سهام در سطح معنی‌داری ۵ درصد تائید 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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

حاکمیت شرکتی (به‌عنوان بازوی اجرایی اقتصاد مقاومتی))، f۲ (کارایی سرمایه‌گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری) و کنترل دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد))، f۳ (سرمایه فکری (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان))، f۴ (رقابت بازار محصول (معیار مستقیمی برای رقابت‌پذیری اقتصادی))، f۵ (تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان))، هستند که دراین‌بین f۲ (کارایی سرمایه‌گذاری (معیار معکوسی برای مدیریت مصرف و رشد بهره‌وری) و کنترل دست‌کاری فرصت‌طلبانه سود (ابزاری برای مبارزه با فساد) بیشترین تأثیر (تأثیر منفی) و f۵ (تحقیق و توسعه (معیار مستقیمی برای اقتصاد دانش‌بنیان)، 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 به‌عنوان نماینده کارایی بازار در نظر گرفته‌شده است را باید در کشور در نظر گرفت و برای رشد و توسعه بازار سرمایه به‌عنوان 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 مباشرتی 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 ازجمله شبکه بانکی را فراهم کنند تا انگیزه‌ای برای تلاش بیشتر برای همراهی کسب‌وکارها در تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی فراهم گردد. از محدودیت‌های این پژوهش می‌توان به عدم تعدیل تورمی صورت‌های مالی، نبود اتفاق‌نظر 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.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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 حصار زاده، 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

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

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., Rađenović, 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.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189] [Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-26]

[DOI: 10.61186/qjfep.12.48.189]