

تأثیر افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام

علی قاسمی^۱

وهاب رستمی^۲

بهزاد قربانی^۳

چکیده

پژوهش حاضر، به مطالعه تأثیر افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. به منظور سنجش افشای اختیاری اجزای سرمایه فکری، از چک‌لیست تدوین شده توسط لی (۲۰۰۷) و آبیکنول و همکاران (۲۰۱۳)، جهت گردآوری اطلاعات مرتبط با افشای سرمایه انسانی، ساختاری و رابطه‌ای از گزارشات هیئت مدیره شرکت‌های مورد بررسی، استفاده شده است. داده‌های پژوهش حاضر از طریق رگرسیون خطی چندگانه و با استفاده از داده‌های پانل و روش اثرات ثابت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. در مسیر انجام این پژوهش، ۱۳۷ شرکت از طریق نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک، برای دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۹۲-۱۳۸۸ انتخاب و آزمون‌های آماری لازم بر روی آنها صورت گرفت. نتایج پژوهش حاکی از این امر بود که افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام، تأثیر مثبت و معناداری دارند. به عبارت دیگر، هر چه سطح افشای اطلاعات اجزای سرمایه فکری بیشتر باشد، دغدغه سرمایه‌گذاران و به تبع آن، ریسک سرمایه‌گذاری آنان کاهش خواهد یافت. در این حالت، سطح اطمینان آنان در افزایش بازده مورد انتظارشان، بهبود و به تبعیت آن، روند تغییرات قیمت‌های سهام، سیری صعودی داشته و در نهایت بازده سهام آنان افزایش خواهد یافت که یافته‌های حاضر در انطباق با یافته‌های لی (۲۰۰۷) می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: سرمایه فکری، اجزای سرمایه فکری، افشای سرمایه فکری، بازده سهام

۱. کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی تاکستان، گروه حسابداری، تاکستان، ایران (نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات)
Alighasemi.acc@gmail.com

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور
Vahab.rostami@gmail.com

۳. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تاکستان
dr.b_ghorbani@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۲/۲۴ تاریخ پذیرش: ۹۴/۰۴/۲۶

۱. مقدمه

هدف حسابداری، ارائه گزارش‌های حسابداری به منظور تأمین نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی^۱ است. در تهیه گزارش‌های مالی باید سعی گردد کلیه اطلاعات مربوط و مهم در تصمیمات استفاده‌کنندگان به‌طور کامل، با قابل اتکا و با رعایت قابلیت مقایسه و فهم، افشا شود (همتی و جلیلی، ۱۳۹۱). یکی از مهمترین ابزارهایی که شرکت‌ها در ارتباط با سهامداران مورد استفاده قرار می‌دهند، گزارشگری و افشای اطلاعات می‌باشد. در صورتی که افشا، توسط یک منبع قانونی و مقرراتی، الزامی شده باشد، افشای اجباری^۲ نامیده شده و در صورتی که افشا، تحت تأثیر قوانین خاصی نباشد، افشای اختیاری^۳ نامیده می‌شود (اوسو آنسا، ۱۹۹۸). هیتزمن و همکاران^۴ (۲۰۱۰) بیان می‌دارند که بنا به نظریه افشای اختیاری، مدیران در صورت فزونی منافع افشا نسبت به هزینه‌های آن، اطلاعاتی را که تحت کنترل و مدیریت خود دارند را افشا خواهند نمود. مدهانی^۵ (۲۰۰۹) اعتقاد دارد که افشای اختیاری، فرآیند تصمیم‌گیری را برای سرمایه‌گذاران^۶ بهبود بخشیده و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات شرکت را در وضعیت و موقعیت بهتری جهت تخصیص منابع اقتصادی قرار می‌دهد. فاما و جنسن^۷ (۱۹۸۳) بیان می‌دارند که افشای اختیاری مکانیسمی از کنترل خارجی بوده که سعی می‌نماید چالش‌های میان سهامداران عضو و غیر عضو را از طریق فراهم آوردن اطلاعات مرتبط با نتایج مالی و غیرمالی، کاهش دهد. یکی از مفروضات تئوری نمایندگی، این مسئله است که سهامداران عضو، تمایل بیشتری به افشای اطلاعات، بجای واگذاری امکانات نظارت به افراد غیر عضو را دارند. دلیل این امر، آن است که هزینه‌های مرتبط با حضور مدیران برای افشا (که هزینه‌های تعهد نیز نامیده می‌شود)، از هزینه‌های کنترلی افراد غیر عضو (که هزینه‌های نظارت نیز نامیده می‌شود)، کمتر است.

بنا به مبانی نظری مطروحه، در پژوهش حاضر، محققین بدنبال پرسشی برای این سؤال هستند که آیا افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری می‌تواند بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری داشته باشد؟

۲. مروری بر ادبیات و پیشینه پژوهش

۲-۱. سرمایه فکری

واژه سرمایه فکری برای نخستین بار توسط جان کنت در سال ۱۹۶۹ مطرح گردید (بونتیس، ۱۹۹۸). سرمایه فکری مفهومی است که علاوه بر پوشش دارایی‌های معنوی، دارایی‌های نامشهود

نظیر دانش، مهارت، اطلاعات و غیره را نیز در بر می‌گیرد. با توجه به اهمیت بیشتر دارایی‌های نامشهود نسبت به دارایی‌های معنوی، می‌توان نتیجه گرفت که سازمان‌ها برای فایق آمدن بر پدیده‌های ناشناخته، به سرمایه‌های فکری بیشتری نیاز دارند. سرمایه فکری موضوعی مهم برای تنظیم اهداف و استراتژی‌های سازمان می‌باشد. بی‌شک یک سازمان بدون ارزیابی سرمایه‌های معنوی، نمی‌تواند مورد ارزیابی واقع شده و قادر به تنظیم استراتژی‌های خود باشد (رابینسون و کلینر،^۹ ۱۹۹۶). از نظر صاحب‌نظران، سرمایه فکری، از جمله شایستگی‌های یک شرکت دانسته می‌شود که با تجربه و تخصص افراد درون سازمانی مرتبط می‌باشد که در دو سطح فردی و سازمانی مطرح می‌گردد. در سطح فردی، سرمایه فکری شامل دانش، استعداد، مهارت و خلاقیت نیروی انسانی بوده و در سطح سازمانی، شامل پایگاه داده‌های خاص مشتریان، فرآیندهای سازمانی، فناوری و ارتباطات می‌باشد (روس^{۱۰}، ۱۹۹۷). به عقیده رز و بارونز^{۱۱} (۲۰۰۵) سرمایه فکری، نوعی از دارایی است که توانایی سازمان را جهت ایجاد ثروت، اندازه‌گیری می‌نماید. این دارایی ماهیتی عینی و فیزیکی نداشته و یک دارایی نامشهود به حساب می‌آید که از طریق بکارگیری دارایی‌های مرتبط با منابع انسانی، روابط برون سازمانی و عملکرد سازمانی بدست آمده است. این ویژگی‌ها باعث ایجاد ارزش درون سازمانی می‌شود.

۲-۱-۱. اجزای سرمایه فکری

۲-۱-۱-۱. سرمایه انسانی

سرمایه انسانی به زیرمجموعه‌هایی نظیر شایستگی کارکنان، ارزش‌ها و توانایی‌های ارتباطی قابل دسته‌بندی می‌باشد و نشان‌دهنده موجودی دانش افراد یک سازمان است (چن و همکاران^{۱۲}، ۲۰۰۴). سرمایه انسانی بیانگر ذخیره دانش سازمان بوده که در کارکنان تبلور می‌یابد. از دیدگاه روس و همکاران سرمایه فکری ایجاد شده توسط کارکنان شامل شایستگی روش کار و تیزهوشی آنها می‌باشد. شایستگی شامل مهارت و آموزش و تیزهوشی، متهمن مؤلفه‌های رفتاری کارکنان است. کارکنان تیزهوش از توانایی لازم برای ارائه راهکارهای مناسب جهت کاهش مشکلات و بهبود فرآیندهای اجرایی برخوردارند (شجاعی و همکاران، ۱۳۸۹).

۲-۱-۱-۲. سرمایه ساختاری

از نظر سان^{۱۳} (۲۰۰۷)، سرمایه ساختاری مشتمل بر فلسفه و نظام‌های تسهیل‌کننده قابلیت‌های

سازمانی می‌باشد. به عبارت دیگر سرمایه ساختاری؛ زیرساختی حمایتی در جهت توانمندسازی سرمایه انسانی در دستیابی به اهداف عملکردی است. برخی محققین سرمایه ساختاری را به سرمایه سازمانی، سرمایه فرآیندی و سرمایه نوآوری دسته‌بندی نموده‌اند. در این میان نقش سرمایه نوآوری، مشتمل بر دارایی‌های فکری سازمان همچون حق اختراع، حق مالکیت معنوی، نشان تجاری و قابلیت‌های عملیاتی می‌باشد (چن و همکاران، ۲۰۰۴). پابلوس^{۱۴} (۲۰۰۴) بیان می‌دارد که سرمایه ساختاری، دانشی است که پس از ترک سازمان توسط کارکنان، در آن باقی می‌ماند.

۲-۱-۱-۳. سرمایه رابطه‌ای

سرمایه رابطه‌ای شامل همه روابطی است که بین بنگاه اقتصادی با هر فرد یا بنگاه اقتصادی دیگری وجود دارد. این روابط شامل مشتریان، واسطه‌ها، کارکنان، تأمین‌کنندگان مواد اولیه، مقامات قانونی، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران است. روابط مزبور به دو گروه کلی تقسیم می‌شوند: گروه اول روابطی هستند که از طریق قرارداد با مشتریان و تأمین‌کنندگان مواد اولیه یا شرکای اصلی، رسمیت می‌یابند. گروه دوم بیشتر شامل روابط غیررسمی هستند. سرمایه رابطه‌ای به عنوان یک پل و سازمان‌دهنده عملیات سرمایه فکری تلقی و عامل تعیین‌کننده در تبدیل سرمایه فکری به ارزش بازار است. این سرمایه شامل استحکام و وفاداری مناسبات و روابط با مشتری است. رضایت مشتری، سلامت مالی و حساسیت نیز قیمت ممکن است به عنوان شاخص‌های این نوع سرمایه به کار روند. تفکیک سرمایه رابطه‌ای از سرمایه انسانی و ساختاری گویای اهمیت آن در ارزش بنگاه اقتصادی است (مر^{۱۵}، ۲۰۰۸).

۲-۲. افشای سرمایه فکری

آبیسکرا و گوثری (۲۰۰۲) گزارشگری سرمایه فکری را این چنین تعریف می‌نمایند: «یک گزارشگری به منظور رویارویی با نیازهای اطلاعاتی معمول استفاده‌کنندگان، که توانایی لازم مبنی بر درخواست تهیه گزارش‌های خاص و ویژه مرتبط با سرمایه فکری برای رفع نیازهای اطلاعاتی را دارا نمی‌باشد». مر (۲۰۰۳) بر این باور است که افشای مناسب سرمایه فکری، سازمان‌ها را در مشخص نمودن نوع استراتژی‌هایشان، ارزیابی اجرای استراتژی‌ها، ایجاد ارتباط با سهامداران برون‌سازمانی یاری رسانده و نیز می‌تواند مبنایی برای جبران خدمت و پاداش کارکنان باشد. دلیل اصلی در تأکید بر افشای داوطلبانه و شفافیت این است که این دو زیر بنای اصلی برای حفظ منافع سهامداران محسوب

می‌شوند. رویکردهای افشای کامل به همراه شفافیت در گزارشگری مالی می‌تواند شرایط مطمئنی را پدید آورد و اطمینان از حمایت از منافع سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. بسیاری از پژوهشگران، از جمله لی^{۱۶}، سرمایه فکری را مطالعه و بررسی کرده‌اند و برخی نیز بر افشای سرمایه فکری متمرکز شده‌اند. این پژوهشگران به‌طور کلی نشان داده‌اند، در حال حاضر افشای اطلاعات مربوط به سرمایه فکری زیاد نیست، با این حال با توجه به اهمیت دانش و نقش اطلاعات در موفقیت بنگاه‌ها؛ در آینده شاهد افشای روزافزون اطلاعات مربوط به سرمایه فکری خواهیم بود (تالیانگ و همکاران، ۲۰۱۱). نقش سرمایه فکری و تأثیر انکار نکردنی آن در موفقیت بنگاه‌ها، اهمیت شناسایی و افشای اطلاعات مربوط به سرمایه فکری را دوچندان می‌کند. بنابراین شناسایی عوامل مؤثر بر افشای این نوع سرمایه، از اهمیت زیادی برخوردار است؛ چرا که افشای بیشتر اینگونه اطلاعات می‌تواند بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان مالی بنگاه‌ها و در نتیجه، تخصیص بهینه منابع در جامعه تأثیر داشته باشد (مشایخی و همکاران، ۱۳۹۳). افشای ارزش سرمایه فکری می‌تواند به دلایل متفاوتی صورت گیرد. اگرچه همه دلایل مشتمل بر اهداف کلیدی می‌باشند، اما هدف اصلی از افشای سرمایه فکری، تهیه اطلاعات مفید برای سهامداران سازمان می‌باشد. سهامداران نیز دارای نیازهای اطلاعاتی متفاوتی هستند که رویه شرکت می‌بایست بر مبنای افشای آن دسته از اطلاعاتی باشد که بتواند نیازهای اطلاعاتی گروه بیشتری را تأمین نماید. این استفاده‌کنندگان شامل سهامداران و سرمایه‌گذاران، تحلیلگران مالی، کارکنان و سایر افراد می‌باشند. در حسابداری سستی، محدودیت‌هایی برای گزارشگری و افشای سرمایه فکری وجود دارد؛ زیرا اعظم اقسام سرمایه فکری نمی‌تواند در ترازنامه منعکس گردد و در عوض، هزینه‌های صرف شده برای سرمایه فکری، به‌طور مستقیم تحت عنوان هزینه جاری به صورت حساب سود و زیان منظور می‌گردد. شناخت بی‌درنگ این مخارج بعنوان هزینه منجر به کاهش سوددهی جاری و مخدوش جلوه دادن وضعیت سازمان‌ها می‌گردد (امیر و لو^{۱۷}، ۱۹۹۶).

۲-۲-۱. فاکتورهای مهم در افشای سرمایه فکری

۲-۲-۱-۱. اندازه شرکت

معمولاً هر چقدر شرکت‌ها بزرگتر باشند، با دقت بیشتری توسط سهامداران‌شان مورد بررسی قرار می‌گیرند و هر گونه اقدام مثبت در زمینه گزارش‌دهی (مانند افشای سرمایه فکری) می‌تواند برایشان بسیار کمک‌کننده باشد. شرکت‌ها از این طریق می‌توانند بر روی هزینه‌های سیاسی^{۱۸} خود تأثیر

گذاشته و آنها را کاهش دهند. در این راستا تحقیقات صورت گرفته در زمینه شرکت‌هایی که در زمینه نفت و گاز در کشور استرالیا فعالیت می‌کنند، حاکی از این مطلب است که اندازه شرکت، فاکتور مهمی در افشای داوطلبانه سرمایه‌های فکری محسوب می‌شود.

۲-۱-۲-۲. تمرکز مالکیت در یک نقطه

عامل دیگری که در زمینه افشای سرمایه‌های فکری موثر است، تمرکز مالکیت در یک نقطه می‌باشد. تمرکز مالکیت در یک نقطه به چگونگی توزیع قدرت بین سهامداران و مدیران اشاره دارد. به عبارتی دیگر، تمرکز مالکیت کمتر در یک نقطه نشانگر کنترل مدیریتی و افشای بیشتر و تمرکز مالکیت زیادتر در یک نقطه، نشانگر کنترل مالکان و بالطبع افشای کمتر خواهد بود.

۳-۱-۲-۲. استقلال هیأت مدیره

استقلال هیأت مدیره به توانایی نظارتی هر یک از اعضاء در ارزیابی فعالیت‌های شرکت، کنترل رفتار مدیران شرکت و تبیین این امر به سهامداران با ارائه گزارش‌های مربوط وابستگی دارد. درصد افراد مستقل در هیأت مدیره و اندازه این هیأت به صورتی مستقیم با میزان افشای سرمایه‌های فکری رابطه دارد.

۴-۱-۲-۲. عمر شرکت

باخ و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که در مطالعات پیشین غالباً عمر شرکت‌ها به عنوان عاملی که از آن طریق ریسک در منظر دیگران کاهش می‌یابد، متصور می‌شده است. با این نظریه، آنان اثبات نموده‌اند که شرکت‌های جوان و یا به عبارتی با سابقه کم به میزان بیشتری به اطلاعات غیرمالی برای کاهش ریسک در انظار سرمایه‌گذاران‌شان متکی هستند. به عبارتی دیگر افشای این دسته اطلاعات در مقایسه با اطلاعات مالی^{۱۹} می‌تواند به نحو بهتری سرمایه‌گذاران را ترغیب به سرمایه‌گذاری نماید (آقایی لشگری، ۱۳۹۱).

۳-۲. بازده سهام^{۲۰}

سودآوری^{۲۱} شرکت‌ها همواره مورد توجه افراد ذینفع بوده و قابلیت سودآوری شرکت‌ها در آینده و توان پیش‌بینی آن می‌تواند کمک بسیار مفیدی به تصمیم‌گیری آنها در خرید و فروش سهام و دادن

اعتبار به شرکت‌ها و همچنین هشداری به مدیران جهت بهبود عملکرد خود و غیره باشد. همچنین در حوزه مدیریت مالی^{۲۲} استفاده از تکنیک‌ها، روش‌ها و مدل‌های علمی، عموماً در جهت کمک به اخذ تصمیمات معقول در حیطه امور مالی شرکت‌ها و سایر سازمان‌ها به شدت رواج پیدا کرده است و از یک سو پیشرفت سریع فناوری رشد اقتصادی^{۲۳} را سریع‌تر نموده و از سوی دیگر رقابت روزافزون شرکت‌ها دستیابی به سود را محدود و احتمال ورشکستگی^{۲۴} را افزایش داده است. سهامداران هر شرکت را افراد و مؤسساتی با علایق، اهداف، افق‌های سرمایه‌گذاری و توانایی‌های مختلف تشکیل می‌دهند. با توجه به پیچیدگی‌هایی که در اداره امور شرکت‌ها وجود دارد، از سهامداران انتظار نمی‌رود در اداره امور شرکت مسئولیتی به عهده گیرند. نفوذ سهامداران در شرکت‌ها فقط در مجامع عمومی امکان‌پذیر است و در مواردی از جمله تصویب صورت‌های مالی، انتخاب اعضای هیأت مدیره و بازرس قانونی، اصلاح اساسنامه شرکت، تصویب معاملات فوق‌العاده و غیره متمرکز می‌باشد (سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، ۱۳۸۵).

۲-۴. تأثیر افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام

از جمله نظریه‌ها در رابطه با انگیزه مدیر برای افشای اطلاعات، نظریه افشای اختیاری مبتنی بر اطلاعات شرکت یا بنگاه اقتصادی می‌کنند که منافع حاصل از افشای اطلاعات را بیشتر از هزینه تهیه و گزارش اطلاعات، از جمله هزینه مالکانه و هزینه ریسک دعاوی، بدانند. هزینه مالکانه افشای اطلاعات، هزینه‌ای است که سازمان به خاطر افشای اطلاعات محرمانه خود و به‌کارگیری بالقوه آن توسط رقبا، متحمل خواهد شد. به مفهوم دیگر، افشای اعداد و ارقام مالی شرکت برای دیگران، بخصوص رقبا مفید است؛ زیرا آنها با استفاده از این اطلاعات می‌توانند به استراتژی شرکت پی برده و از این‌رو چشم‌انداز آتی شرکت را با خطر مواجه سازند و به کاهش احتمالی در جریان‌های نقد آتی سازمان منجر شوند. بنابراین، با وجود مطلوب بودن اطلاعات، مدیر تمایلی به افشای اطلاعات نخواهد داشت (ورچیا^{۲۵}، ۲۰۰۱). پژوهش‌ها نشان می‌دهد که افشای داوطلبانه آثار مثبتی بر عملکرد شرکت دارد و بر حفظ منافع سهامداران و اشخاص ذینفع اثرگذار است. به عبارتی دیگر، نبود شفافیت اطلاعات و ابهام در گزارشگری ممکن است به بدگمانی و رفتارهای غیر اخلاقی در راستای کاهش ارزش شرکت منجر شود. در بررسی‌های گذشته مشخص شد که افشای اطلاعات در سطح بالا، ریسک مرتبط با تصمیم‌گیری‌ها را کاهش می‌دهد. ریسک پایین نیز منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود و برخی شرکت‌ها بدانجا می‌رسند که در قبال افشای اطلاعات شفاف،

به شهرت مطلوبی دست پیدا می‌کنند. در نتیجه، رویکردهای مدیریتی آنها منجر به اتکاپذیری بالاتر، نرخ بالاتر نسبت قیمت به درآمد، افزایش در میزان نقدشوندگی و کاهش در هزینه سرمایه سهام عادی می‌گردد (مدهانی، ۲۰۰۹). افشای سرمایه فکری در گزارش‌های سالانه به افزایش کارایی بازار سرمایه از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و افراد درون سازمانی کمک می‌نماید. علاوه بر این، به بازار سرمایه جهت ایجاد بازارتشکیل سرمایه دقیق‌تر برای ترکیب منابع نیز کمک می‌کند (گوثری و همکاران، ۱۹۹۹). نقش سرمایه فکری و تأثیر انکار نکردنی آن در موفقیت بنگاه‌ها، اهمیت شناسایی و افشای اطلاعات مربوط به سرمایه فکری را دو چندان می‌کند. بنابراین شناسایی عوامل مؤثر بر افشای این نوع سرمایه، از اهمیت زیادی برخوردار است؛ چرا که افشای بیشتر این گونه اطلاعات می‌تواند بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان مالی بنگاه‌ها و در نتیجه، تخصیص بهینه منابع در جامعه تأثیر داشته باشد (مشایخی و همکاران، ۱۳۹۳). پژوهش‌های پیشین بسیاری حاکی از آن است که افشا و گزارشگری مناسب سرمایه فکری بسیار حائز اهمیت می‌باشد. از آنجا که تاکنون دستورالعملی جهت افشای اطلاعات سرمایه فکری تدوین نشده است، افشای این گونه اطلاعات در حیطه افشای اختیاری قرار می‌گیرد و طبق نتایج پژوهش‌های گذشته، رابطه مستقیم و مثبتی بین اندازه شرکت و حدود افشای اختیاری و داوطلبانه اطلاعات وجود دارد. علاوه بر این، نوع مالکیت سهام شرکت و وجود سهامدار نهادی نیز می‌تواند بر نحوه گزارشگری شرکت اثرگذار باشد (همتی و جلیلی، ۱۳۹۱).

۲-۵. پیشینه پژوهش

۲-۵-۱. مطالعات داخلی

رحمانی (۱۳۹۴) در مطالعه خود، تأثیر افشای سرمایه فکری بر نقدشوندگی سهام را مورد آزمون قرار داد. یافته‌های وی حاکی از آن داشت که افشای سرمایه فکری بر نقدشوندگی سهام تأثیری مثبت و معنادار دارد. رنجبرزاده (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر افشای سرمایه فکری بر هزینه سرمایه پرداخت و دریافت که افشای سرمایه فکری بر هزینه سرمایه، تأثیری منفی و معنادار دارد. مشایخی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر افشای سرمایه فکری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش مذکور حاکی از این امر بود که فرصت رشد و عمر شرکت، رابطه مثبت و معنادار و سود آوری و اهرم مالی، رابطه منفی و معنی‌داری با افشای سرمایه فکری دارند. عباس تفرشی (۱۳۹۱) در پژوهشی، به بررسی رابطه برخی

ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و میزان افشای سرمایه فکری در ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج نشان داد بین تعداد مدیران و میزان افشای سرمایه فکری رابطه معنادار منفی وجود دارد؛ بین درصد اعضای غیرموظف و میزان افشای سرمایه فکری رابطه معنادار مثبت وجود دارد؛ بین یکسان بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره و میزان افشای سرمایه فکری رابطه معنادار منفی وجود دارد و بین وجود بخش حسابرسی داخلی و میزان افشای سرمایه فکری رابطه معنادار مثبت وجود ندارد. دارایی (۱۳۹۱) در پژوهشی، تأثیر افشای اجزای سرمایه فکری بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش نشان داد که از اجزای سرمایه فکری، تأثیر دو جزء سرمایه ارتباطی و سرمایه انسانی بر متغیر وابسته کیفیت گزارشگری مالی مثبت و معنادار و تأثیر سرمایه ساختاری بر کیفیت گزارشگری مالی منفی و معنادار است. همچنین از بین سه جزء سرمایه فکری، تأثیر سرمایه انسانی بر کیفیت گزارشگری مالی نسبت به دو عامل دیگر به مراتب قوی‌تر بوده است. شهریاری (۱۳۹۱) در پژوهش خود به بررسی عوامل تعیین‌کننده افشای سرمایه فکری در گزارشات سالانه شرکت‌های کوچک و متوسط پرداخت. نتایج پژوهش حاضر، حاکی از ارتباط مستقیم و شاید دوسویه‌ای میان میزان افشای اطلاعات سرمایه فکری و سوددهی شرکت‌های کوچک و متوسط برقرار است. پورزمانی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی تحت عنوان به بررسی «تأثیر سرمایه فکری بر ارزش بازار و عملکرد مالی» پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد رابطه بین ضریب کارایی سرمایه فکری و ارزش بازار معنادار نیست. همچنین ضریب کارایی سرمایه فکری، تأثیری مثبت و معنادار بر عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی‌ها) دارد.

۲-۵-۲. مطالعات خارجی

داداشی نسب و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی و بازده سهام پرداختند. نتایج پژوهش مذکور، حاکی از تأثیر مثبت و معنی‌دار سرمایه فکری بر عملکرد مالی و بازده سهام بود. دی جی امیل و همکاران^{۳۶} (۲۰۱۳) در پژوهش خود به بررسی تأثیر سرمایه فکری بر بازده سهام در شرکت‌های کشور اندونزی پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از عدم تأثیر سرمایه فکری بر بازده سهام بود. لطیف و همکاران^{۳۷} (۲۰۱۲) در پژوهشی، کارایی سرمایه فکری و عملکرد شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه (مقایسه بانک‌های اسلامی و معمولی) را در پاکستان انجام دادند. نتایج حاصل از این پژوهش، حاکی از ارتباط معنی‌داری بین بازده سرمایه انسانی و

تقریباً همه متغیرهای عملکرد بانک‌های اسلامی و ارتباط معنی‌داری میان سرمایه بهره‌وری و متغیرهای عملکرد در مورد بانک‌های معمولی بود. مادیتینوس و همکاران^{۲۸} (۲۰۱۲) در پژوهش خود، رابطه میان سرمایه فکری، ارزش بازار سهام و عملکرد مالی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر رابطه مثبت و معنی‌داری میان سرمایه فکری، ارزش بازار سهام و عملکرد مالی شرکت‌ها بود. مادیتینوس و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه فکری بر ارزش بازار و عملکرد مالی ۹۶ شرکت یونانی، پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که تنها بین سرمایه انسانی و یکی از معیارهای عملکرد مالی؛ یعنی بازده سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد و بین سایر اجزای سرمایه فکری و خود آن با سایر معیارهای عملکرد مالی هیچ رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، نتایج دیگر این پژوهش بیانگر آن بود که بین سرمایه فکری و اجزای آن با ارزش بازار هیچ رابطه‌ای متصور نیست. کیونگ تینگ و لین^{۲۹} (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی عملکرد سرمایه فکری و رابطه آن با عملکرد مالی در شرکت‌های مالزیایی پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از تأثیر مثبت و معنادار سرمایه فکری بر سودآوری شرکت‌ها بود. گاش و آمیتاوا^{۳۰} (۲۰۰۹) در پژوهش خود، رابطه میان سرمایه فکری و عملکرد مالی را برای ۸۰ شرکت از گروه نرم‌افزار و شرکت‌های دارویی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این پژوهش، حاکی از این مطلب بود که بین سرمایه فکری و سودآوری رابطه معناداری وجود دارد؛ اما میان سرمایه فکری و ارزش بازار (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) رابطه مثبت و معنی‌داری یافت نشد.

۳. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: افشای اختیاری اطلاعات سرمایه انسانی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بر بازده سهام آنها، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه دوم: افشای اختیاری اطلاعات سرمایه ساختاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بر بازده سهام آنها، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه سوم: افشای اختیاری اطلاعات سرمایه رابطه‌ای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بر بازده سهام آنها، تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۴. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، پژوهشی کاربردی، از نظر شیوه انجام کار از نوع پژوهش‌های توصیفی،

از نظر ماهیت جزء پژوهش‌های علی و از نظر بعد زمانی نیز، از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی می‌باشد. جامعه آماری در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۲ به مدت پنج سال بوده است. برای دستیابی به نتایج قابل اتکا، شرکت‌هایی که پس از سال ۱۳۸۸ وارد بورس شده یا در طی دوره پژوهش از بورس خارج شده‌اند، در جامعه آماری قرار نگرفتند. افزون بر این، برای حصول به نمونه آماری مطلوب از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. لذا، جامعه آماری با استفاده از شرایط و محدودیت‌های زیر تعدیل شده است:

۱. شرکت‌های نمونه در طی این دوره‌ی پنج ساله عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ کرده باشند.
۲. شرکت‌های نمونه دارای سال مالی منتهی به پایان ۲۹ اسفند باشند (به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه).
۳. داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مورد نظر قابل دسترس باشد.
۴. شرکت‌ها در طول دوره بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند.
۵. شرکت‌ها جزء بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری و هلدینگ و لیزینگ نباشد، زیرا نحوه گزارشگری مالی و ماهیت درآمدها و هزینه‌ها در آنها متفاوت است.

پس از اعمال این محدودیت‌ها، ۱۳۷ شرکت همه‌ی شرایط حضور در جامعه‌ی آماری را داشته‌اند. شیوه انتخاب شرکت‌های مذکور به صورت زیر است:

- | | |
|------|---|
| ۴۷۸ | کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدا تا پایان سال ۱۳۹۲ |
| (۶۱) | شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند نمی‌باشد. |
| (۶۱) | شرکت‌هایی که در دوره مورد بررسی، از بورس خارج شده‌اند. |
| (۶۵) | شرکت‌هایی که در دوره مورد بررسی، وارد بورس شده‌اند. |
| (۴۷) | شرکت‌هایی که داده‌های آنها برای انجام این پژوهش کافی نبوده است. |
| (۴۰) | شرکت‌هایی که در دوره مورد بررسی، سال مالی خود را تغییر داده‌اند. |
| (۶۷) | شرکت‌هایی که جزو بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، واسطه‌گری، بیمه و هلدینگ بوده‌اند. |
| ۱۳۷ | کل شرکت‌های مورد بررسی، پس از انجام نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک: |

۵. متغیرهای پژوهش

شیوه سنجش متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) تبیین شده است.

نگاره (۱): شیوه سنجش متغیرهای پژوهش

نام متغیر	علامت اختصاری	نوع متغیر	نحوه سنجش	منبع	نحوه استخراج داده‌ها
افشای سرمایه فکری	ICD	مستقل	طبق چک لیست لی (۲۰۰۷) و آیکونل و همکاران (۲۰۱۳)، در مورد احراز هر یک از موارد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر برای شرکت لحاظ شده و در نهایت جمع امتیاز شرکت بر امتیاز کل تقسیم خواهد شد.	(لی، ۲۰۰۷؛ آیکونل و همکاران، ۲۰۱۳)	گزارشات هیئت مدیره
افشای سرمایه ساختاری	SCD	مستقل	طبق چک لیست لی (۲۰۰۷) و آیکونل و همکاران (۲۰۱۳)، در مورد احراز هر یک از موارد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر برای شرکت لحاظ شده و در نهایت جمع امتیاز شرکت بر امتیاز کل تقسیم خواهد شد.	(لی، ۲۰۰۷؛ آیکونل و همکاران، ۲۰۱۳)	گزارشات هیئت مدیره
افشای سرمایه انسانی	HCD	مستقل	طبق چک لیست لی (۲۰۰۷) و آیکونل و همکاران (۲۰۱۳)، در مورد احراز هر یک از موارد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر برای شرکت لحاظ شده و در نهایت جمع امتیاز شرکت بر امتیاز کل تقسیم خواهد شد.	(لی، ۲۰۰۷؛ آیکونل و همکاران، ۲۰۱۳)	گزارشات هیئت مدیره
افشای سرمایه رابطه‌ای	RCD	مستقل	طبق چک لیست لی (۲۰۰۷) و آیکونل و همکاران (۲۰۱۳)، در مورد احراز هر یک از موارد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر برای شرکت لحاظ شده و در نهایت جمع امتیاز شرکت بر امتیاز کل تقسیم خواهد شد.	(لی، ۲۰۰۷؛ آیکونل و همکاران، ۲۰۱۳)	گزارشات هیئت مدیره
بازده سهام	R	وابسته	بازده سهام شرکت t برای سال t با توجه به تفاوت قیمت و وابسته سهام شرکت در ابتدا و پایان دوره و اعمال آثار سود نقدی و افزایش سرمایه محاسبه شده است.	(عزیززاده، ۱۳۹۳)	صورت‌های مالی
فرصت‌های سودآوری	PROF	کنترلی	نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آنها.	(باغومیان و نقدی، ۱۳۹۳)	صورت‌های مالی
درجه اهرمی	LEV	کنترلی	نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.	(قاسمی و همکاران، ۱۳۹۴)	صورت‌های مالی
عمر شرکت	AGE	کنترلی	سنوات عمر شرکت از سال تأسیس تا قلمرو زمانی پژوهش.	(رحمانی و همکاران، ۱۳۹۰)	صورت‌های مالی
اندازه شرکت	SIZE	کنترلی	لگاریتم مانده دارایی‌ها در پایان سال.	(میرخوند چگینی، ۱۳۹۲)	صورت‌های مالی

۶. یافته‌های پژوهش

۶-۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۲) نشان داده شده است.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی

متغیرها	معیارها	تعداد مشاهدات	بیشینه	کمینه	میانگین	میانه
افشای اختیاری سرمایه فکری	۶۸۵	۰/۸۶۰۵	۰/۶۵۱۲	۰/۷۹۹۴	۰/۸۱۴۰	
افشای اختیاری سرمایه ساختاری	۶۸۵	۰/۸۸۸۹	۰/۴۴۴۴	۰/۸۱۱۵	۰/۶۶۶۷	
افشای اختیاری سرمایه انسانی	۶۸۵	۰/۹۴۱۲	۰/۵۸۸۲	۰/۸۸۸۲	۰/۸۲۲۴	
افشای اختیاری سرمایه رابطه‌ای	۶۸۵	۰/۹۲۸۶	۰/۵	۰/۸۵۵۱	۰/۸۵۷۱	
بازده سهام - درصد	۶۸۵	۰/۷۱۰۸	۰/۰۹۳۳	۰/۳۱۸۸	۰/۳۲۳۱	
اندازه شرکت	۶۸۵	۲۰/۳۶۸۶	۷/۷۵۴۵	۱۳/۳۶۸۶	۱۷/۳۵۹۴	
سودآوری - درصد	۶۸۵	۳/۷۷۰۱	۰/۶۴۰۱	۱/۳۵۰۴	۰/۷۸۵۱	
عمر شرکت - سال	۶۸۵	۴۶	۵	۱۶	۱۳	
درجه اهرمی	۶۸۵	۰/۲۸۵۶	۰/۰۷۵۷	۰/۱۹۸۲	۰/۲۱۶۲	

۶-۲. آزمون نرمال بودن داده‌ها

پیش فرض آنکه آزمون‌های آماری، نتایج صحیحی را تبیین نمایند، کسب اطمینان از نرمال بودن داده‌ها ضروری می‌باشد. بدین منظور، برای بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون جارک-برا در محیط نرم‌افزاری ایویوز استفاده شده است. نتایج آزمون مذکور در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره (۳): نتایج آزمون نرمال بودن داده‌ها

متغیرها	نماد	آماره جارک - برا	احتمال آماره جارک - برا	نرمال بودن / نبودن
افشای اختیاری سرمایه فکری	ICD	۲۱/۵۲۴	۰/۵۸۶	نرمال
افشای اختیاری سرمایه ساختاری	SCD	۲۲/۹۷۵	۰/۸۸۹	نرمال
افشای اختیاری سرمایه انسانی	HCD	۲۲/۱۳۲	۰/۹۴۲	نرمال
افشای اختیاری سرمایه رابطه‌ای	RCD	۲۳/۲۴۷	۰/۲۸۶	نرمال
بازده سهام	R	۲۲/۲۱۴	۰/۷۸۸	نرمال
اندازه شرکت	SIZE	۳۲/۶۷۵	۰/۳۴۶	نرمال
سودآوری	PROF	۲۳/۰۰۱	۰/۷۲۷	نرمال
عمر شرکت	AGE	۲۲/۳۸۱	۰/۴۵۶	نرمال
درجه اهرمی	LEV	۱۴/۰۰۱	۰/۹۸۴	نرمال

با توجه به آنکه مقدار احتمال آماره جارک - برا برای تمامی متغیرهای پژوهش، بیشتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، لذا می‌توان نتیجه گرفت داده‌های مورد بررسی، نرمال می‌باشند.

۳-۶. آزمون واریانس ناهمسانی

در تحلیل رگرسیون‌های خطی چند متغیره، هنگامی این مشکل بوجود می‌آید که فرض کلاسیک تساوی واریانس جملات خطا، با واقعیت منطبق نباشد. وجود رابطه میان واریانس جملات خطا و یکی از متغیرهای مستقل، تنها یکی از عواملی است که فرض تساوی واریانس جملات خطا را نقض می‌نماید (ذوالنور، ۱۳۷۴). در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی از آزمون وایت^{۳۱} استفاده شده است و نتایج در نگاره (۴) بیان شده است.

نگاره (۴): بررسی واریانس ناهمسانی متغیرهای پژوهش

نام آزمون	آماره آزمون	احتمال آماره آزمون	درجه آزادی	نتیجه‌گیری
وایت	۳/۸۴۵۶۲۵	۰/۷۱۱۴	۱۱۴ و ۴	عدم وجود ناهمسانی واریانس

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آماره آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

۳-۶. آزمون فرضیه‌ها

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، به انتخاب الگوی رگرسیونی مناسب پرداخته شده است. در مرحله نخست، با استفاده از آزمون اف لیمر، به انتخاب الگوی داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی پرداخته شده که نتیجه آزمون مذکور در نگاره (۵) نشان داده شده است.

نگاره (۵): انتخاب الگوی داده‌های تابلویی در مقابل داده‌های تلفیقی

نوع آزمون	مقدار آماره آزمون	احتمال آماره آزمون	درجه آزادی	نتیجه
اف لیمر	۲/۸۵۷۲۲۳	۰/۰۰۰۰	(۲۱۹ و ۱۰۸)	داده‌های تابلویی

بر طبق داده‌های نگاره فوق، مقدار احتمال آماره اف لیمر، کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ می‌باشد. لذا الگوی مناسب برای فرضیه‌های پژوهش، استفاده از روش داده‌های تابلویی می‌باشد. به دلیل

انتخاب مدل داده‌های تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی، به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی تصادفی، از آزمون‌ها سمن استفاده شده است. نتیجه آزمون مذکور در نگاره (۶) نشان داده شده است.

نگاره (۶): انتخاب الگوی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی

نوع آزمون	مقدار آماره خی دو	احتمال آماره خی دو	درجه آزادی آماره خی دو	نتیجه
ها سمن	۲/۵۷۸۵۶۳	۰/۰۰۰	۳	اثرات ثابت

همانگونه که مشخص است، مقدار احتمال آماره آزمون‌ها سمن کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ می‌باشد. لذا استفاده از الگوی ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی تأیید می‌گردد. مدل رگرسیونی اثرات ثابت تأثیر افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام، در دوره پنج ساله پژوهش در سطح کلیه شرکت‌های مورد بررسی، در نگاره (۷) نشان داده شده است.

نگاره (۷): مدل رگرسیونی اثرات ثابت تأثیر افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر

بازده سهام

متغیرها	آماره‌ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره تی	احتمال آماره تی	عامل تورم واریانس
مقدار ثابت	C	۷/۸۵۴۴۲۵	۴/۵۸۷۳۳۲	۰/۰۰۰۰	-	
افشای سرمایه انسانی	HCD	۴/۱۰۸۷۳۶	۲/۷۲۰۴۹۹	۰/۰۰۳۱	۱/۹۸	
افشای سرمایه ساختاری	SCD	۶/۹۲۳۵۳۱	۲/۷۸۲۹۲۰	۰/۰۰۱۲	۱/۸۸	
افشای سرمایه رابطه‌ای	RCD	۵/۰۶۸۷۶۳	۳/۷۸۸۹۸۱	۰/۰۰۹۴	۱/۹۵	
عمر شرکت	AGE	-۰/۳۰۵۱۱۲	-۵/۳۷۰۰۶۸	۰/۰۸۵۴	۲/۸۴	
درجه اهرمی	LEV	-۰/۰۷۹۷۷۳	-۱/۸۸۳۰۹۹	۰/۰۷۵۸	۲/۹۶	
سودآوری	PROF	-۰/۲۸۹۱۶۰	-۰/۹۸۷۰۱۱	۰/۵۵۹۷	۱/۷۸	
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۵۱۲۴۲	-۲/۳۸۸۳۵۳	۰/۰۷۷۳	۲/۰۳	
آماره دورین - واتسون		۰/۶۹۷۵۸۴۴	ضریب تعیین شده	آماره اف	احتمال آماره اف	
۲/۰۳۵۵۵۵			۰/۶۶۲۹۷۱	۱۴/۷۸۴۲۵۳	۰/۰۰۰۰۷۱	

نتایج حاصل از نگاره فوق بیان‌کننده تأثیر مثبت و معنادار افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. زیرا اولاً علامت آماره‌های تی مربوط به افشای سرمایه انسانی، ساختاری و رابطه‌ای مثبت بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آنها، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. همچنین تمامی متغیرهای کنترلی، بر روی تأثیر افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام، تأثیری منفی اما غیرمعنی‌دار، داشته‌اند. زیرا اولاً علامت ضرایب رگرسیونی آنها منفی بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آنها بیشتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده، حدود ۰/۶۶ تغییرات بازده سهام، با در نظر گرفتن تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات افشای اختیاری اطلاعات اجزای سرمایه فکری توضیح داده می‌شود. برای بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون اف استفاده شد که نتایج آزمون مربوط بیان می‌دارد که مدل رگرسیونی برازش شده، معنادار می‌باشد. زیرا احتمال آماره اف (۰/۰۰۰۰۷۱)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. برای بررسی خودهمبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که مقدار آن برابر با ۲/۰۳۵۵۵۵ می‌باشد که چون مقدار فوق در بازه بهینه صفر و تفاضل آن از ۴ قرار دارد، فرض وجود خودهمبستگی نوع اول میان متغیرها، رد می‌گردد.

۷. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

با توجه به نتایج پژوهش‌های پیشین، درمی‌یابیم که هر چه سطح افشای اطلاعات بیشتر باشد، دغدغه سرمایه‌گذاران و به تبع آن، ریسک سرمایه‌گذاری آنان کاهش خواهد یافت. روشن است هر چه ریسک سرمایه‌گذاری کاهش یابد، سطح اطمینان سرمایه‌گذاران در افزایش بازده مورد انتظارشان، بهبود یافته و به تبعیت آن، روند تغییرات قیمت‌های سهام، سیری صعودی داشته و در نهایت بازده سهام آنان افزایش خواهد یافت. اغلب، تمرکز سرمایه‌گذاران عمده در حوزه کسب سود، بر سرمایه‌گذاری و بازدهی دارایی‌های فیزیکی است و در این رابطه، می‌توان بیان داشت که برخلاف دارایی‌های فیزیکی، دارایی‌های نامشهود شرکت که مزیت رقابتی ایجاد می‌نمایند، همانند سرمایه ساختاری، سرمایه مشتری و خصوصاً سرمایه انسانی، مغفول مانده‌اند. ولی در پژوهش حاضر، تأثیر مثبت این‌گونه دارایی‌های نامشهود، بر بازده سهام مشاهده گردید. بر مبنای نتایج بدست آمده، به مراجع حرفه‌ای حسابداری پیشنهاد می‌گردد استانداردها و مکانیزم‌هایی جهت افشای مستمر افشای اطلاعات سرمایه فکری در یادداشت‌های صورت‌های مالی را تدوین نمایند. همچنین، به

منظور دسترسی بیشتر سرمایه‌گذاران و جهت افشای یکسان اطلاعات اساسی مورد نیاز در رابطه با منابع نامشهود نظیر سرمایه فکری و گردآوری آنها، در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، استانداردهای مشخصی را طراحی نموده و اقدامات مقتضی لازم را مبذول نمایند. به تحلیلگران مالی پیشنهاد می‌گردد حین تحلیل‌های مالی خود، به فاکتورهای اجزای سرمایه فکری شرکت‌های مورد بررسی، توجه ویژه‌ای داشته باشند. زیرا بر مبنای نتایج پژوهش حاضر، افشای اطلاعات اجزای سرمایه فکری بر بازده سهام، تأثیر مثبت و معناداری داشته است. به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد زمینه‌های لازم را جهت رشد و شکوفایی قابلیت‌ها و توانایی‌هایی نیروی انسانی را فراهم آورده و بستر لازم جهت ارتباط سازنده با مشتریان را فراهم نموده و منابع لازم جهت سرمایه‌گذاری بیشتر بر روی سرمایه ساختاری شرکت‌ها را فراهم آورند و در انجام سرمایه‌گذاری بر روی سرمایه‌های فکری، اهتمام ویژه‌ای ورزند. در نهایت پیشنهادات زیر برای پژوهش‌های آتی بصورت زیر ارائه می‌گردد:

۱. بررسی تأثیر افشای اختیاری سرمایه فکری بر بازده غیرمتعارف سهام،
۲. بررسی تأثیر افشای اختیاری سرمایه فکری بر نوسان بازده غیرمتعارف سهام،
۳. بررسی تأثیر افشای اختیاری سرمایه فکری بر پایداری سود.

یادداشت‌ها

- | | |
|---------------------------|--------------------------|
| 1. External Users | 20. Stock Return |
| 2. Mandatory Disclosure | 21. Profitability |
| 3. Voluntary Disclosure | 22. Financial Management |
| 4. Owusu-Ansah | 23. Economic Growth |
| 5. Heitzman et al | 24. Verrecchia |
| 6. Madhani | 25. Bankrupt |
| 7. Investors | 26. DJemil et al |
| 8. Fama & Jensen | 27. Latif et al |
| 9. Robinson & Kleiner | 28. Maditinos et al |
| 10. Roos | 29. Kiung Ting & Lin |
| 11. Rose & Barrons | 30. Guash & Amitava |
| 12. Chen et al | 31. White Test |
| 13. Sun | |
| 14. Poblos | |
| 15. Marr | |
| 16. Li | |
| 17. Amir & Lev | |
| 18. Policy Costs | |
| 19. Financial Information | |

منابع و ماخذ

۱. آقای لشگری، سعید. (۱۳۹۱). تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی در شرکت‌های عضو گروه مپنا. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری*، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
۲. باغومیان، رافیک و نقدی، سجاد. (۱۳۹۳). تأثیر سازوکار حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در گزارش‌گری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، سال پنجم، شماره ۱۶. صص: ۱۱۹-۱۳۶.
۳. پورزمانی، زهرا، جهاننشا، آزیتا و محمود آبادی، علی. (۱۳۹۱). تأثیر سرمایه فکری بر ارزش بازار و عملکرد مالی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۹، شماره ۲. صص: ۱۷-۳۰.
۴. حجازی، رضوان و رشیدی، میترا. (۱۳۹۰). عوامل مؤثر بر افشای سرمایه فکری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، سال چهارم، شماره ۱۶. صص: ۹۵-۱۲۱.
۵. دارابی، رویا. (۱۳۹۱). تأثیر افشای اجزای سرمایه فکری بر کیفیت گزارشگری مالی. *دانش سرمایه‌گذاری*، سال اول، شماره ۴. صص: ۱۰۵-۱۳۱.
۶. ذوالنور، سید حسین. (۱۳۷۴). *مقدمه‌ای بر روش‌های اقتصادسنجی*. چاپ اول، شیراز، انتشارات دانشگاه شیراز.
۷. رحمانی، علی، مسجدموسوی، میرسجاد و قیطاسی، روحاله. (۱۳۹۰). بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت. *پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۹.
۸. رحمانی، محمد. (۱۳۹۴). تأثیر افشای اختیاری سرمایه فکری بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تاکستان.
۹. رنجبرزاده، بهرام. (۱۳۹۴). تأثیر افشای اختیاری سرمایه فکری بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد زنجان.
۱۰. سازمان همکاری اقتصادی و توسعه. (۱۳۸۵). *اصول حاکمیت شرکت اطلاع‌رسانی بورس*، چاپ اول.
۱۱. شجاعی، عبدالناصر، بیگی، تورج و نظری‌پور، محمد. (۱۳۸۹). شناسایی تعاملات بین اجزای سرمایه فکری با استفاده از تکنیک مدل‌یابی معادلات ساختاری در صنعت بانکداری ایران. *فراسوی مدیریت*، سال چهارم، شماره ۱۴. صص: ۱۹-۴۸.
۱۲. شهریاری، حسین. (۱۳۹۱). عوامل تعیین‌کننده افشای سرمایه فکری در گزارشات سالانه شرکت‌های کوچک و متوسط. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری*، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
۱۳. عباس تفرشی، زهره. (۱۳۹۱). تأثیر نظام راهبری شرکتی بر افشای سرمایه فکری. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری*، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء.

۱۴. عزیززاده، مهدی. (۱۳۹۳). تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریتی و واکنش سرمایه‌گذاران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی*، موسسه آموزش عالی کار، واحد خرمدره.
۱۵. قاسمی، علی، رستمی، وهاب و عاشری، فاطمه. (۱۳۹۴). *توانایی مدیریت و معیارهای سنجش کیفیت سود (با تمرکز بر ارائه مجدد، پایداری و کیفیت اقلام تعهدی سود)*. سومین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت و حسابداری. تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی.
۱۶. کمیته تدوین استانداردهای حسابداری. (۱۳۸۹). *اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی، استانداردهای حسابداری، سازمان حسابرسی، کمیته فنی، نشریه ۱۶۰*
۱۷. مشایخی، بیتا، سیدی، سیدجلال و هستی زرگران ایزد. (۱۳۹۳). *بررسی عوامل مؤثر بر افشای سرمایه فکری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲. صص: ۲۷۰-۲۵۱.*
۱۸. میرخوند چگینی، زینب. (۱۳۹۲). *بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری. دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تاکستان.*
۱۹. همتی، هدی و جلیلی، آرزو. (۱۳۹۱). *رابطه افشای سرمایه فکری با نوع مالکیت و اندازه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال اول، شماره ۲. صص: ۵۱-۶۳.*
20. Abeysekera I & Guthrie J. (2002). **An Updated Review of Literature on Intellectual Capital Reporting**. paper presented at 16th Australian and New Zealand Academy of Management (ANZAM) Conference, Beach Worth, December 4-7.
21. Amir e and Lev B. (1996). **Value – Relevance of Non-Financial information. The wireless communication industry**. *Journal of Accounting and Economics*. Vol 22. No 3. PP:3-30
22. Bontis. N. (1998). **Intellectual Capital: an exploratory study that develops measures and model**. *Managing Decision*. Vol 34. No 2. pp:63-76.
23. Chen, J. Zhu, Z. and Xie, Y. H. (2004). **Measuring intellectual capital : a new model and empirical study**. *Journal of Intellectual capital*, Vol. 5 No. 1, pp. 85-100.
24. Dadashinasab. M, Sofian. S, Ali Minaei. B & Dadashinasab. A. (2014). **Intellectual Capital Measurement Models: Literature Review of Market Capitalization Methods (MCM)**. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*. Vol, 8 (7). PP:921-925.
25. Djamil. A. B, Razafindrambinina. D, Tandans. C. (2013). **The Impact of Intellectual Capital on a Firm's Stock Return: Evidence from Indonesia**. *Journal of Business Studies Quarterly*. Vol 5, No 2. pp:176-183.
26. Fama E. & Jensen M. (1983). **Separation of ownership and control**. *Journal of Law and Economics*. Vol. 26. PP.301-326.
27. Ghosh. S & Amitava. M. (2009). **Indian software and pharmaceutical sector IC and financial performance**. *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 10. No. 3. PP: 369-388.
28. Guthrie, J., Petty, R., Ferrier, F. and Wells, R. (1999). **There is no accounting for intellectual capital in Australia: A review of annual reporting practices and the internal measurement of intangibles**. paper presented at Final Report, *OECD Symposium on Measuring and Reporting Intellectual Capital, Amsterdam, August*.

29. Heitzman S , Wasley C & Zimmerman, J. (2010). **The joint effects of materiality thresholds and Voluntary disclosure incentives on firms disclosure decisions.** *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 49. No. 1.PP: 109-132.
30. Ibikunle.J, Chiedu oba. V, Nwifo. C. (2013). **Determinants of intellectual capital disclosure in Nigeria.***Journal of CECONOMICA*.Vol. 9. No. 6.pp: 195-206.
31. Kiong Ting, I.W, Lean, H.H.(2009). **Intellectual capital performance of financial institutions in Malaysia.** *Journal of intellectual capital*.Vol 10.No 4.pp:588-599
32. Latif. M, Shoukat Malik, M & Aslam, S. (2012). **Intellectual Capital efficiency and corporate performance in developing countries: A Comparison between islamic and conventional banks of Pakistan .** *Interdisciplinaty journal of contemporary research in business*.VOL.4. NO.1.PP: 405-420.
33. Li. J. Pike. R. Haniffa. R. (2007). **Intellectual Capital Disclosure in Knowledge Rich Firms :The Impact of Market and Corporate Governance Factors.** *Working Paper*. No 07/06.PP: 1-30.
34. Madhani M. P. (2009). **Role of Voluntary disclosure and transparency in Financial Reporting.***The Accounting World*. PP: 63-66.
35. Maditinos. D, Chatzoudes. D & Tsairidis. C. (2012). **The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance.** *Journal of Intellectual Capital*.Vol. 12. No. 1.PP:132-151
36. Maditinos.D, Chatzoudes. C, Tsairidis.C, Theriou.G.(2010). **The impact of intellectual capital on firms market value and financial performance.** *MIBES*.pp:433-447.
37. Marr, B. (2003). **Why do firms measure their intellectual capital?** *Journal of Intellectual Capital*.Vol. 4 No. 4. PP. 441-64.
38. Marr, B. (2008). **Impacting Future Value: How to Manage your Intellectual Capital.** *Published by The Society of Management Accountants of Canada, the American Institute of Certified Public Accountants and The Chartered Institute of Management Accountants.*
39. Owusu-Ansah, S .(1998). **The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe.** *International Journal of Accounting*.Vol.33. No. 5. PP: 605-631.
40. Pablos, O., D. (2004). **Measuring and reporting structural capital: Lessons from European learning firms.** *Journal of Intellectual Capital*,Vol.5, No.4, PP.629-647.
41. Robinson.G.H, Kliener.B.(1996).**How to measure an organizations intellectual capital.** *Managerial Auditing*.Vol 11. No 8.pp:36-39.
42. Roos, J.(1997). **Intellectual capital: Navigating in the new business landscape,** Macmillan Business London.
43. Rose & Barrons . (2005). **The Effect of Disclosing Intellectual Capital (The core asset for the third millennium economic entities) on the Internal and External Finacial Statements.**
44. Sun, Yamei. Lu, Yonglong. Wang, Tieyu. Ma, Hua, and Guizhen He.(2007). **Pattern of patent-based environmental technology innovation in China.** *Technological Forecasting & Social Change*, [Available online at www.Sciencedirect.com].
45. Taliyang, S. M , Abdul Latif R & Mustafa N H. (2011). **The Determinates of Intellectual Capital Disclosure among Malaysian Listed Companies.** *International Journal of Management and Marketing Research*.Vol.4. No. 3. PP: 25-33.
46. Verrecchia, R.E. (2001). **Essays on disclosure.** *Journal of Accounting and Economics* . 32: 97-180.
47. Williams, M. 2001. Are Intellectual capital performance and disclosure practice relatated? *Journal of intellectual capital*. 2(3). PP:192-203.