

بررسی تأثیر شاخص‌های سرمایه فکری و عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده پرتفوی سهام: رشدی یا ارزشی؟

غلامرضا سلیمانی امیری

دانشیار حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران.
gh_soleymani@alzahra.ac.ir

زهرا زارع آهن پنجه

کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه، تهران، ایران.
zahrazare.1390@gmail.com

فاطمه دانشیار

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران، (نویسنده مسئول).
daneshyar.fatemeh@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۰/۰۶ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۴/۱۸

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر شاخص‌های سرمایه فکری و عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده سهام رشدی و ارزشی به صورت تجربی بوده است. سرمایه فکری با استفاده از سه معیار سرمایه انسانی، کارایی سرمایه ساختاری و کارایی سرمایه بهره‌وری مورد سنجش قرار گرفته است و تفکیک سهام به رشدی و ارزشی با استفاده از نسبت pe و نرخ رشد دارایی‌ها انجام شده است. همچنین، اندازه شرکت، نسبت اهرمی به عنوان متغیرهای کنترلی، وارد الگوی پژوهش شدند. نمونه پژوهش، مشتمل بر ۷۸ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ است. نتایج به دست آمده با استفاده از رگرسیون داده‌های ترکیبی حاکی از آن است که از بین شاخص‌های سرمایه فکری، شاخص سرمایه انسانی تأثیر مثبت و معنادار، کارایی ساختاری تأثیر منفی و معنادار و کارایی بهره‌وری تأثیر منفی و معناداری با بازده پرتفوی سهام رشدی براساس pe داشته‌اند همچنین نسبت سرمایه انسانی تأثیر منفی و معنادار، کارایی ساختاری تأثیر مثبت و معنادار و کارایی سرمایه بهره‌وری تأثیر منفی و معنادار با بازده پرتفوی ارزشی بر اساس نسبت pe داشته‌اند. آزمون فرضیه دوم هم نشان داد که سرمایه انسانی و کارایی سرمایه بهره‌وری در هر دو پرتفوی رشدی و ارزشی سهام بر اساس رشد دارایی‌ها تأثیر منفی و معناداری بر بازده سهام داشته‌اند اما کارایی ساختاری تأثیری بی معنی در هر دو پرتفوی رشدی و ارزشی بر بازده سهام داشته است، عدم تقارن اطلاعاتی در هر دو پرتفوی رشدی و ارزشی بر اساس نسبت pe و رشد دارایی‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر بازده داشته است.

واژه‌های کلیدی: سرمایه فکری، عدم تقارن اطلاعاتی، سهام رشدی، سهام ارزشی.

۱- مقدمه

خلق ارزش از طریق سرمایه‌های فکری موجود در سازمان‌ها هستند. از مهم‌ترین جنبه‌های مرتبط با سرمایه فکری، ارزشیابی آن و بررسی ارتباط آن با عملکرد مالی شرکت‌هاست (چونگ، ۲۰۰۸). از طرفی عدم تقارن اطلاعاتی بر بازار سرمایه تأثیر گذاشته و باعث اشتباه در قیمت‌گذاری سهام می‌شود (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۹۷). از اینرو پژوهش حاضر در نظر دارد تأثیر سرمایه فکری و عدم تقارن اطلاعاتی را به عنوان عوامل مهم تأثیر گذار بر بازده پرتفوی سهام رشدی و ارزشی بررسی کند و سوالی که در این رابطه مطرح می‌شود این است که آیا شاخص‌های سرمایه فکری و عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده پرتفوی سهام رشدی و ارزشی تأثیر معناداری دارد؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- سهام رشدی

سهام رشدی سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن‌ها، بالاتر از میانگین بازار است. سهام رشدی متعلق به شرکت‌هایی است که هنوز به مرحله بلوغ نرسیده‌اند و تا حد امکان از توزیع سود خودداری می‌کنند. این شرکت‌ها عموماً دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب هستند (فاما و فرنچ، ۲۰۰۷). دلیل اصلی سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام رشدی، سرمایه‌گذاری در رشد آینده سودهای شرکت است. سرمایه‌گذاران رشدی، به دنبال سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی هستند که طی دوره‌های زمانی گذشته، رشدی سریع‌تر از حد متوسط داشته‌اند و بنابراین قابلیت رشد بالایی دارند. سرمایه‌گذاری رشدی، به طور عمده بازده سرمایه‌گذاری خود را از محل افزایش در قیمت‌های سهام به دست می‌آورند (بنایی‌زاده و کردلویی، ۱۳۹۲).

۲-۲- سهام ارزشی

سهام ارزشی، سهامی است که قیمت آن نسبت به جریان‌های نقدی، سود، سود تقسیمی و ارزش دفتری آن‌ها، پایین‌تر از میانگین بازار است (فاما و فرنچ، ۲۰۰۳). سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی، به ارزش روز شرکت توجه می‌کنند، بدون آنکه انتظار رشد چشم‌گیر و یا تغییر عمده در سودآوری شرکت داشته باشند. سهام ارزشی متعلق به شرکت‌هایی است که از نظر سودآوری وضعیتی مطلوب دارند، اما بازار، سهام آن‌ها را به صورت موقت، زیر ارزش ذاتی ارزش‌گذاری کرده است. بنابراین، انتظار

سهم‌داران و سرمایه‌گذاران همواره در پی اطلاعات هستند که آنان را در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری و مناسب‌ترین پرتفوی، یاری کند (احمدی و جمالی، ۱۳۹۲). پژوهشگران مالی، همواره به دنبال متغیرهایی هستند که بتوانند از طریق آن‌ها، بازده سهام را برای دوره‌های آتی با درصد اطمینان بیشتری نسبت به متغیرها و مدل‌های قبلی پیش‌بینی کنند (هندریکسن و بردا، ۱۹۹۱). روش انتخاب سهام مناسب برای سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در این زمینه دو استراتژی مختلف گزینش وجود دارد، که عبارتند از سرمایه‌گذاری ارزشی و سرمایه‌گذاری رشدی (اسلامی‌بیدگلی، فلاح‌پور و سبزواری، ۱۳۹۱). از طرفی حرکت اقتصاد صنعتی به سوی اقتصاد دانش محور و اهمیت یافتن سرمایه‌های غیر مادی مثل سرمایه‌های انسانی، دانشی، فکری، اجتماعی (نمازی و ابراهیمی، ۱۳۸۸) و همچنین افزایش شکاف بین ارزش واقعی و دفتری شرکت‌ها، توجه محققان را برای توضیح ارزش نامرئی که در این بین از صورت‌های مالی حذف شده، جلب کرده است. (مدهوشی و اصغرنژاد امیری، ۱۳۸۸). سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نامشهود دارای منافع بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مشهود است. از این رو، اثرات این نوع دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری در آن‌ها باید شناسایی تجزیه و تحلیل، ارزش‌گذاری و در فرآیند گزارشگری گنجانده شود. یکی از مهم‌ترین دارایی‌های نامشهود که منجر به ایجاد ارزش می‌گردد سرمایه فکری است (پرپا، ۲۰۱۷). با گذر از اقتصاد صنعتی و دستیابی به اقتصاد مبتنی بر دانش، گزارشگری سرمایه فکری برای شرکت‌ها به یک امر ضروری و حیاتی تبدیل شده است. شواهد متعددی حاکی از آن است که شرکت‌ها به منظور بهبود شرایط برای پیش‌بینی وضعیت آتی، تعیین ارزش ذاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، به طور داوطلبانه این اطلاعات را افشا می‌کنند (نیکبخت، یزدانپان و جمالی، ۱۳۹۵). همچنین در دهه اخیر شرکت‌ها توجه ویژه‌ای را برای اندازه‌گیری سرمایه فکری برای ارائه گزارش به استفاده‌کنندگان دارند، از طرفی براساس نظریه‌های نمایندگی و علامت‌دهی، شرکت‌ها علاقمند هستند کیفیت اطلاعات ارائه شده خود را بهبود بخشند (فیروزنیا، داداشی و غلام‌نیاروشن، ۱۳۹۸). لی و وایتینگ (۲۰۱۱) معتقدند سازمان‌ها به منظور حفظ مزیت رقابتی خود باید سرمایه‌گذاری‌های خود را به سمت اجزای سرمایه فکری سوق دهند. روس و همکاران (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که سرمایه فکری عامل اصلی ایجاد ارزش در شرکت‌ها است و بیان می‌کنند که شرکت‌ها در حال حرکت به سمت

و نمی‌تواند توسط سازمان تملک شود. (نجیب اله و همکاران، ۲۰۰۶). ویلیام پتی (۱۶۹۰)، کنتیلون (۱۷۵۵) و آدام اسمیت (۱۷۷۶) بودند که برای اولین بار اهمیت منابع انسانی در سازمان به عنوان یک سرمایه را مطرح نمودند. به طور کلی تعداد زیادی از مطالعات نمایانگر این موضوع هستند که گزارشات مرتبط با سرمایه انسانی بر تصمیم‌گیری سرمایه گذاران و تحلیل آنها اثرگذار است و این موضوع اهمیت گزارشگری سرمایه های انسانی را آشکار می‌سازد (خدابنده‌لو، کرمی و تالانه، ۱۳۹۶).

سرمایه ساختاری ۲: شامل همه منابع غیر انسانی دانش در سازمان است که شامل پایگاه داده‌ها چارت‌های سازمانی، راهنمای فرآیندها، استراتژی‌ها و خط مشی است. سرمایه ساختاری در یک سازمان هر آن چیزی است که کارکنان را مورد حمایت قرار می‌دهد. (بارتس و همکاران، ۲۰۰۵).
سرمایه مشتری ۳: قدرت و تداوم ارتباطات مشتری است، زمینه اصلی سرمایه مشتری، دانش جاسازی شده در کانال‌های بازاریابی و ارتباطات مشتری است که در مسیر هدایت کسب و کار توسعه می‌یابد (اسدی و یوخنه القیانی، ۱۳۹۳).

۲-۴- عدم تقارن اطلاعاتی

فرضیه عدم تقارن اطلاعات اولین بار در دهه ۱۹۷۰ میلادی توسط سه دانشمند به نام‌های مایکل اسپنس، جرج اکرلوف و جوزف استیلیتز (برندگان جایزه نوبل اقتصاد در سال ۲۰۰۱) مطرح شد. اکرلوف نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند موجب افزایش گزینش مغایر در بازارها شود که این امر قبل از وقوع معامله برای افراد به وجود می‌آید (جابه‌ها و مردیان، ۱۳۹۳). بر اساس تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران شرکت‌ها، مزیت اطلاعات نهانی از درون شرکت دارند (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۲). مدیران به عنوان مسئول تهیه صورت‌های مالی با آگاهی کامل بر وضعیت مالی شرکت و با برخورداری از سطح آگاهی بیشتر نسبت به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، به طور بالقوه سعی دارند که تصویر واحد تجاری را مطلوب جلوه دهند. همچنین ممکن است دارایی‌ها و سرمایه واحد تجاری بیشتر از میزان واقعی گزارش گردد. نتیجه کلی این عملیات چنین خواهد بود که تصویر واحد تجاری بهتر از وضعیت واقعی به نظر می‌رسد و انگیزه سرمایه‌گذاری افراد برون‌سازمانی در واحد تجاری افزایش یابد. در این صورت شکاف اطلاعاتی بین استفاده‌کنندگان داخلی و خارجی به وجود می‌آید که در اصطلاح عدم تقارن اطلاعاتی نامیده می‌شود (خالقی، ۱۳۸۹). بعضی از استفاده‌کنندگان از جمله افراد درون سازمانی مانند؛ مدیران و تحلیلگران آن‌ها و

سرمایه‌گذاران این است که بازار این اشتباه در قیمت‌گذاری را کشف کند و قیمت این سهام افزایش یابد.

فاما و فرنچ (۱۹۹۲)، بیان کردند، سهام ارزشی دارای ضریب حساسیت (β) و نسبت D/E پایین و نسبت‌های D/P، CF/P، S/P، B/P بالاست. که از بین این نسبت‌ها، نسبت B/P به طور گسترده‌ای به عنوان شاخص ارزش استفاده می‌شود. یکی از روش‌های تشخیص سهام ارزشی از سهام رشدی مدل شش عاملی هاگن است. این مدل برای تفکیک سهام رشدی از سهام ارزشی از ۶ عامل استفاده می‌کند: (هاگن، ۲۰۰۱).

نرخ رشد دارایی‌ها

نرخ رشد ارزش دفتری (نرخ رشد حقوق صاحبان سهام).

نسبت قیمت به ارزش دفتری P/B

نسبت قیمت به فروش P/S

نسبت بازده دارایی‌ها ROA

نسبت بازده ارزش دفتری (نسبت بازده حقوق صاحبان سهام) ROE (اسلامی‌بیدگلی، فلاح‌پور و سبزواری، ۱۳۹۱).

۲-۳- سرمایه فکری

از زمان آغاز تحقیقات در اوایل دهه ۱۹۸۰، تعاریف بسیاری برای سرمایه فکری مطرح شده است:

استوارت (۱۹۹۷) سرمایه فکری را مواد فکری- دانش، اطلاعات، اموال فکری و تجربه می‌داند.

ادوینسون و مالون (۱۹۹۷) سرمایه فکری را «دانشی که می‌تواند به ارزش تبدیل شود» تعریف می‌کنند.

سرمایه فکری دارایی است که توانایی سازمان را برای ایجاد ثروت اندازه‌گیری می‌کند. این دارایی ماهیت عینی و فیزیکی ندارد و یک دارایی نامشهود است که از طریق به‌کارگیری دارایی‌های مرتبط با منابع انسانی، عملکرد سازمانی و روابط خارج از سازمان به‌دست‌آمده است. همه‌ی این ویژگی‌ها باعث ایجاد ارزش در درون سازمان می‌شود و این ارزش به‌دست آمده به دلیل اینکه یک پدیده کاملاً داخلی است، قابلیت خرید و فروش ندارد (روس و بارنوس، ۲۰۰۵). آنچه که بیشتر مورد توافق همگان است، این است که «سرمایه فکری بیانگر ارزش نامشهود یک سازمان است، چیزی که بیان آن دشوار است». به نظر می‌رسد که طبقه‌بندی سرمایه فکری در قالب سه بخش، مورد قبول اکثر صاحب نظران باشد (اسدی و یوخنه القیانی، ۱۳۹۳):

سرمایه انسانی ۱: سرمایه انسانی، دانش، مهارت‌ها و توانایی کارکنان است و نشان‌دهنده توانایی یا قابلیت‌های انسانی ترکیبی یک سازمان برای حل مسائل کسب و کار است

مؤسسه‌هایی که از این افراد اطلاعات دریافت می‌کنند به اخبار محرمانه دسترسی دارند (اوهارو، ۲۰۰۴). هرچه اطلاعات محرمانه بیشتر باشد، دامنه‌ی تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام بین سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و در نتیجه بازده سرمایه‌گذارانی که به این‌گونه اطلاعات دسترسی ندارند، کاهش می‌یابد (لافوند و واتز، ۲۰۰۸).

۲-۵- پیشینه پژوهش

ازکان و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی رابطه بین سرمایه‌فکری و عملکرد مالی پرداختند. بدین منظور اطلاعات ۴۴ بانک فعال در ترکیه بین سال‌های ۲۰۰۵ و ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفت. عملکرد مالی بانک‌ها از طریق روش ارزش افزوده اقتصادی (vaic) اندازه‌گیری شد. سرمایه‌فکری بخش بانکداری ترکیه به‌طورکلی تحت تأثیر کارایی سرمایه انسانی قرار دارد. نتایج تحقیق نشان داد که کارایی سرمایه ساختاری و کارایی سرمایه انسانی بر عملکرد مالی بانک‌ها تأثیر مثبت دارد. با این حال، کارایی سرمایه ساختاری تأثیر بیشتری بر عملکرد مالی بانک‌ها در مقایسه با کارایی سرمایه انسانی دارد. بنابراین، بانک‌هایی که در بخش بانکداری ترکیه فعالیت می‌کنند باید از سرمایه‌های فیزیکی و مالی خود در صورت تمایل به دستیابی به سطح بالاتر سودآوری استفاده کنند.

پرابو (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی تأثیر افشای سرمایه‌فکری و عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخت. از این رو تعداد ۴۵ شرکت را طی بازه زمانی ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۵ مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی و افشای سرمایه‌فکری تأثیر مثبتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام دارد.

مطلب (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسانات بازده سهام شرکت‌های بورسی نیجریه با استفاده از داده‌های سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۲ پرداختند، یافته‌های پژوهش آنان حاکی از آن بود که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معناداری بر نوسانات بازده سهام دارد.

یاسین و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده سهام شرکت‌های بورسی عمان طی سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ پرداختند. یافته‌های آن‌ها حاکی از آن بود که سرمایه‌گذاری که دارای اطلاعات محرمانه بودند می‌توانند سود بیشتری ببرند. به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری داشته اما هنگامی که سیاست‌های حسابداری محافظه‌کارانه‌تری توسط مدیریت اعمال می‌شود این اثر کمرنگ‌تر شده است.

لطیف و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی، کارایی سرمایه‌فکری و عملکردها شرکت را در کشورهای درحال 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.

لی و وایتینگ (۲۰۱۱) رابطه بین افشای سرمایه‌فکری و هزینه سرمایه (هزینه حقوق صاحبان سهام) را در ۷۰ شرکت استرالیایی در سال ۲۰۰۸ بررسی کردند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره نشان داد، افشای سرمایه انسانی در مقایسه با افشای سرمایه داخلی و سرمایه خارجی بیشترین تأثیر را بر نوسانات هزینه سرمایه دارد.

کیقبادی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعات بر نوسان‌پذیری بازده سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان پرداختند، بدین منظور آنها از اطلاعات ۱۰۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ با استفاده از روش معادلات همزمان و رگرسیون مقطعی مورد آزمون قرار دادند. کیفیت افشای اطلاعات شرکتی با استفاده از نمره افشای شرکت‌های بورسی، عدم تقارن اطلاعاتی نیز با استفاده از دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش و در نهایت نوسان‌پذیری بازده سهام با استفاده از لگاریتم طبیعی یک به علاوه انحراف معیار بازده روزانه سهام کمی شده است. یافته‌ها نشان داده است که کیفیت بالای افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و بدین ترتیب عدم تقارن اطلاعاتی پایین نیز منجر به کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام شده است.

فلاح شمس و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی روابط پویای حجم و بازده سهام با عدم تقارن اطلاعاتی در سطوح مختلف اندازه معاملات کوچک، متوسط و بزرگ پرداختند، نمونه آماری آنان ۱۷۰ شرکت از آذر ۱۳۸۷ تا آذر ۱۳۹۰ بوده است، شکاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است نتایج حاصل از رگرسیون نشان داد که در طول دوره تحقیق رابطه منفی و معناداری بین عدم تقارن اطلاعاتی و پویایی روابط بین حجم معاملات و بازده سهام در معاملات با اندازه بزرگ وجود داشته و روابط مذکور در معاملات با اندازه کوچک و متوسط منفی و بی معنی بوده است و معمولاً معاملات آگاهانه در سطح معاملات با اندازه بزرگ انجام شده و معاملات در سطح کوچک با اندازه کوچک و متوسط ناآگاهانه بوده است.

رحیمی‌ریگی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر اجزای سرمایه فکری شرکتها سرمایه ارتباطی، سرمایه ساختاری و سرمایه انسانی بر کارایی شرکتها برای دوره زمانی ۹ ساله از ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ پرداختند، تجزیه و تحلیل روابط آماری داده‌های تحقیق بر اساس رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های تلفیقی نشان داد که سرمایه انسانی، سرمایه ساختاری و سرمایه ارتباطی تأثیر مثبت بر کارایی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران داشته است.

حاجیها و مرادیان (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ پرداختند نتایج حاصل تحلیل ۹۹ شرکت با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات نشان داد که عدم تقارن اطلاعات باعث تأثیر ارزش شرکت بر سرمایه‌گذاری می‌شود و زمانی که عدم تقارن اطلاعات بالاست، مدیران تخمینی محافظه کارانه از اطلاعات بازار ایجاد خواهند کرد و عدم تقارن اطلاعات می‌تواند منجر به اشتباهات یا ریسک‌های بزرگ شود.

اسدی و یوخنه‌قیانی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی شرکتها پرداختند، آنان از ۸۱۶ سال- شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ استفاده کردند که نتایج آن‌ها نشان داد که ضریب ارزش افزوده فکری بر چهار شاخص عملکرد مالی شرکت تأثیر مثبت دارد و در بین اجزای ضریب ارزش افزوده، کارایی سرمایه به کار گرفته شده، بیشترین تأثیر را بر عملکرد مالی شرکتها دارد.

سجادی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به پیش بینی ارتباط بین بازده سهام و عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از شبکه‌های عصبی مصنوعی پرداختند. نتایج تجزیه و تحلیل ۱۰۰ شرکت بورس اوراق بهادار تهران بیانگر این بود که ارتباط معنادار بین متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام مشاهده می‌شود.

رحمانی و عارف منش (۱۳۹۱) به اندازه‌گیری سرمایه فکری و و بررسی اجزای آن یعنی سرمایه‌های انسانی، ساختاری و سرمایه فیزیکی با هزینه حقوق صاحبان سهام برای دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ پرداختند. یافته‌های ایشان نشان داد که ارزش افزوده سرمایه فکری با حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری داشته است و ارزش افزوده سرمایه انسانی رابطه منفی و معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام داشته است به عبارت دیگر موجب کاهش هزینه سرمایه شده است اما ارزش افزوده سرمایه فیزیکی و سرمایه ساختاری با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری نداشته است.

نیکومرام و اسحق‌قی (۱۳۸۹) در پژوهشی رابطه بین تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد شرکت‌های ارزشی و رشدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج حاصل از تحلیل ۶۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۶ نشان داد که رابطه معناداری بین سرمایه فکری و بازده سرمایه‌گذاری رشدی وجود نداشته و رابطه مثبت و معناداری بین سرمایه فکری و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های رشدی و سرمایه فکری و بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سرمایه-گذاری شرکت‌های ارزشی وجود داشته است و سرمایه فکری همبستگی بالایی با عملکرد شرکتها داشته است.

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی و مبتنی بر پژوهش‌های میدانی، از نظر روش، از نوع همبستگی و از نظر روش، در زمره پژوهش‌های پس‌رویدادی است. جامعه آماری پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دوره مورد تحقیق یک دوره هفت ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می‌باشد؛ از کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۷۸ شرکت با حذف مستقیم به عنوان نمونه انتخاب شدند. از روش رگرسیون ترکیبی جهت بررسی و تحلیل نتایج استفاده می‌شود.

۴- فرضیه‌های پژوهش

با عنایت به مطالب مطرح شده در بخش ادبیات و پیشینه پژوهش و نیز پاسخ‌گویی به سؤال‌های مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش در قالب دو گروه، به شرح زیر تدوین گردیده است:

فرضیه‌های گروه اول: افشای سرمایه فکری بر بازده سهام رشدی (ارزشی) تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

فرضیه اصلی اول: افشای سرمایه فکری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

۱-۱- افشای سرمایه انسانی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

۱-۲- افشای کارایی سرمایه ساختاری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

افشای سرمایه فکری (پرابو، ۲۰۱۷):

سرمایه انسانی

$$HCE = VA/HC$$

$$VA = OUT - IN$$

OUT : کل درآمد

IN : سود عملیاتی به غیر از منافع کارکنان

HC : حقوق و مزایای کارکنان

کارایی سرمایه ساختاری

$$SCE = SC/VA$$

$$SC = VA - HC$$

کارایی سرمایه بهره وری

$$CEE = VA/CE$$

CE: منبع مالی در دسترس - مبالغ حقوق + سود خالص

عدم تقارن اطلاعاتی (پرابو، ۲۰۱۷):

$$SPREAD_{it} = \frac{(ask_{it} - bidi_{it})}{\{(ask_{it} + bidi_{it})/2\}} \times 100$$

ask: بالاترین قیمت پیشنهادی فروش که در طول روز اتفاق

می افتد (بر طبق گزارش سالیانه).

bidi: پایین ترین قیمت پیشنهادی خرید که در طول روز اتفاق

می افتد (بر طبق گزارش سالیانه).

متغیر وابسته

متغیر وابسته پژوهش بازده سهام رشدی و ارزشی بر اساس

مدل هاگن می باشد.

بازده سهام

$Return_{i,t}$: نرخ بازده سهام شرکت i در سال t

بازده عبارت است از نسبت کل عایدی (ضرر) از سرمایه گذاری

در یک دوره معین به سرمایه ای که برای بدست آوردن این

عایدی در ابتدای دوره مصرف گردیده است، و شامل تغییر در

اصل سرمایه (تغییر قیمت سهام) و سود نقدی دریافتی می-

باشد. برای محاسبه نرخ بازده سهام عادی، قیمت سهام عادی را

در آخر سال از قیمت آن در دوره در اول همان سال کسر و

سپس سود سهام دریافتنی به آن اضافه می شود آنگاه حاصل

جمع قیمت همان سهم در اول دوره تقسیم می شود (دستگیر،

گوگردچیان و آدمیت ۱۳۹۴). نرخ بازده سهام بیانگر میزان

بازده و منفعتی است که سرمایه گذار از خرید سهم خود بدست

می آورد (دهقان، م فرهادی شریف آباد و فهیمی، ۱۳۹۸).

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS}{P_{t-1}}$$

۳-۱ افشای کارایی سرمایه بهره وری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

فرضیه اصلی دوم: افشای سرمایه فکری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد دارایی ها تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

۱-۲ افشای سرمایه انسانی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد دارایی ها تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

۲-۲ افشای کارایی سرمایه ساختاری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد دارایی ها تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

۳-۲ افشای کارایی سرمایه بهره وری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد دارایی ها تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

فرضیه های گروه دوم: عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) تأثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت نرخ رشد دارایی ها تأثیر معناداری دارد.

۴-۱- الگوها و متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون فرضیه های گروه اول و دوم، به ترتیب الگوهای رگرسیونی شماره (۱) و (۲) برآورد گردیده است:

الگوی (۱)

$$Returns = \beta_0 + \beta_1 HCH_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

الگوی (۲)

$$Returns = \beta_0 + \beta_1 HSC_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

الگوی (۳)

$$Returns = \beta_0 + \beta_1 CEE_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

الگوی (۴)

$$Returns = \beta_0 + \beta_1 SPREAD_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 Leverage_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

متغیر مستقل

متغیرهای مستقل پژوهش افشای سرمایه فکری و عدم تقارن اطلاعاتی است.

اهرم مالی

این متغیر از طریق نسبت بدهی بلندمدت به جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. اهرم مالی نشان دهنده توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها، خصوصاً بدهی‌های بلندمدت است.

۵- یافته‌های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و از شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار و شاخص‌های توزیع همچون چولگی و کشیدگی ۶ انجام پذیرفته است، در این تحقیق بیشترین کشیدگی را سرمایه ساختاری (۴۵/۴۰۸) و کم‌ترین کشیدگی را اندازه شرکت (۳/۹۵۲) دارد کشیدگی مثبت یعنی قله توزیع مورد نظر از توزیع نرمال بالاتر از ۶ و کشیدگی منفی نشانه پایین‌تر بودن قله از عدد ۳ است، همچنین یکی از مهم‌ترین استفاده‌ای که می‌توان از جدول آمار توصیفی داشت، قضاوت در مورد نرمال یا غیر نرمال بودن داده‌ها است. تست چاک‌برا آزمونی است که برای این بررسی بیشتر عمومیت دارد. این آماره نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش دارای توزیع نرمال نمی‌باشند؛ زیرا با توجه به احتمال مربوطه ($P\text{-value} < 0/05$) فرض صفر آزمون مبنی بر نرمال بودن داده‌ها رد می‌شود.

در مرحله بعد برای تفکیک بازده سهام به رشدی و ارزشی از دو متغیر از مدل شش عاملی هاگن استفاده شده است، بدین صورت که بازده شرکت‌ها بر اساس نسبت‌های مدل هاگن رتبه بندی شده، بازده شرکت‌های کمتر از مقدار میانه به عنوان سهام ارزشی و مقادیر بالاتر از میانه به عنوان بازده سهام رشدی طبقه‌بندی شده‌اند. (هاگن، ۲۰۰۱).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{قیمت سهم در پایان سال انتخاب نمونه}}{\text{پیش بینی سهم}}$$

رشد دارایی‌ها

$$\frac{[دارایی شرکت در سال (n-1)] - [دارایی شرکت در سال n]}{دارایی شرکت در سال (n-1)}$$

متغیرهای کنترل

اندازه شرکت

عبارت است از بزرگ و یا کوچک بودن یک شرکت مورد رسیدگی حسابرسان. هرچه اندازه‌ی شرکت بزرگ‌تر باشد، تعداد قراردادهای نظارتی و حاکمیت شرکتی نیز افزایش پیدا می‌کند؛ بنابراین، حسابرسان در ارائه گزارش حسابرسانی دقت بیشتری را اعمال می‌کنند. همچنین در شرکت‌های بزرگ به دلیل داشتن سیستم‌های حسابداری و کنترل‌های داخلی مطلوب احتمال دریافت گزارش حسابرسانی غیر مقبول پایین خواهد بود (نیکومرام و بادآور، ۱۳۸۸).

جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	بازده سهام	عدم تقارن اطلاعاتی	سرمایه انسانی	سرمایه ساختاری	کارایی بهره‌وری	اهرم مالی	اندازه شرکت
میانگین	۰/۲۳۱	۴/۱۸۴	۲/۹۳۴	۰/۵۱۷	-۰/۲۴۸	۰/۵۷۷	۱۴/۲۵۹
میان	-۰/۰۶۴	۴/۲۱۰	۳/۱۳۶	۰/۹۶۰	-۰/۹۸۸	۰/۵۶۹	۱۴/۱۱۸
ماکسیمم	۴/۳۹۶	۵/۲۹۸	۴/۷۲۱	۲/۹۲۵	۲۱/۵۴۷	۲/۸۷۶	۲۱/۰۵۳
مینیمم	-۰/۹۶۳	۰/۰۰۰	-۵/۲۷۲	-۱۸/۹۳۹	-۱۹/۰۱۱	۰	۹/۲۵۶
انحراف معیار	۰/۹۶۴	۰/۷۶۳	۱/۵۰۷	۲/۷۷۵	۶/۸۶۹	۰/۳۵۵	۱/۶۱۷
چولگی	۲/۰۴۰	-۲/۰۲۵	-۲/۴۳۴	-۶/۵۹۰	۰/۵۹۳	۱/۹۶۲	۰/۴۶۸
کشیدگی	۷/۷۱۱	۱۲/۷۱۵	۱۲/۵۲۴	۴۵/۴۰۸	۶/۳۴۷	۱۳/۱۳۷	۳/۹۵۲
آماره چارک به را	۸۸۳/۹۹	۲۵۲۰	۲۶۰۷	۴۴۸۶۷	۲۸۷/۰۰	۲۶۸۸	۴۰/۶۲۴
احتمال	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
تعداد مشاهدات	۵۴۶	۵۴۶	۵۴۶	۵۴۶	۵۴۶	۵۴۶	۵۴۶

۵-۲- همبستگی بین متغیرهای پژوهش

ضریب همبستگی یک رابطه متقارن می‌باشد، هرچه ضریب همبستگی به یک نزدیک‌تر باشد میزان وابستگی دو متغیر بیشتر است و همبستگی بین متغیرهای مستقل در یک مدل باعث مخدوش شدن نتایج رگرسیون می‌شود. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل در جدول ۲ حاکی از آن است که متغیرها همبستگی زیادی باهم ندارند.

با توجه به جدول، کم‌ترین مقدار میانگین مربوط به هزینه حقوق صاحبان سهام (۰/۴۷۸-) و بیشترین مقدار آن مربوط به اندازه شرکت (۱۴/۲۵۰) می‌باشد. بین متغیرهای پژوهش متغیر اهرم مالی (۰/۳۵۵) کم‌ترین انحراف معیار را داشته بنابراین کم‌ترین پراکندگی را داشته لذا نسبت به سایر داده‌ها متمرکزتر بوده و از دقت بیشتری برخوردار است و متغیر کارایی بهره‌وری با مقدار ۶/۸۶۹ بیشترین انحراف معیار را دارد لذا از دقت آماری کمتری برخوردار است.

جدول ۲ همبستگی میان متغیرهای تحقیق

متغیرها	سرمایه انسانی	کارایی بهره‌وری	سرمایه ساختاری	عدم تقارن اطلاعاتی	اندازه شرکت	اهرم مالی
سرمایه انسانی	۱					
کارایی بهره‌وری	۰/۱۲۵	۱				
سرمایه ساختاری	۰/۰۱۷	-۰/۰۰۱	۱			
عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۰۴۲	۰/۰۳۵	-۰/۰۲۷	۱		
اندازه شرکت	۰/۱۴۶	۰/۰۵۹	۰/۰۰۶	-۰/۱۰۱	۱	
اهرم مالی	۰/۰۳۴	۰/۰۰۶	۰/۰۲۰	-۰/۰۰۸	-۰/۱۷۶	۱

اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل اول نیز گویای آن است که ۰/۰۹ درصد بازده سهام رشدی توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد، مقدار آماره دوربین واتسن نشان می‌دهد که خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. متغیر نسبت سرمایه انسانی با ضریب ۲/۰۰ و احتمال آماره ۰/۰۲۳ تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی داشته است اما هیچ‌کدام از بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت تأثیر معناداری بر بازده سهام رشدی نداشته‌اند.

۵-۳- آزمون فرضیه‌ها

۵-۳-۱- آزمون فرضیه اول

افشای سرمایه فکری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد. ۱-۱ افشای سرمایه انسانی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد. در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰) با

متغیرها	سرمایه انسانی و بازده ارزشی pe		سرمایه انسانی و بازده رشدی pe	
	ضرایب	مقدار آماره	احتمال	ضرایب
سرمایه انسانی	۲/۰۰	۲/۳۰۰	۰/۰۲۳	-۰/۰۹۲
اهرم مالی	۰/۰۰۲	۰/۰۲۳	۰/۹۸۰	۰/۲۹۷
اندازه شرکت	۰/۰۷۹	۱/۱۴۳	۰/۲۵۵	۰/۰۶۵
ضریب ثابت	-۰/۷۸۹	-۰/۷۷۶	۰/۴۳۸	-۰/۷۸۴
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۰۹	۰/۲۴		
دوربین واتسون	۲/۱۶۳	۲/۵۶۷		
آماره F	۱/۶۵۸	۲/۶۳۳		
احتمال آماره F	۰/۰۴	۰/۰۰۰		

اندازه شرکت با ضریب ۰/۰۶۵ و احتمال ۰/۰۱۸ تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی سهام ارزشی داشته‌اند. با توجه به نتایج می‌توان گفت که افشای سرمایه انسانی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

۱-۲ افشای کارایی سرمایه ساختاری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مدل دوم هم نشان می‌دهد که احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰) بنابراین مدل مناسبی بود و ضریب تعیین مدل دوم هم بیانگر آن است که ۰/۲۴ درصد از بازده سهام ارزشی توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین شده است، متغیر سرمایه انسانی با ضریب ۰/۰۹۲ و احتمال آماره ۰/۰۰۱ تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی ارزشی سهام داشته است، از بین متغیرهای کنترلی متغیر اهرم مالی با ضریب ۰/۲۹۷ و احتمال ۰/۰۰۰۳ و

کارایی سرمایه ساختاری و بازده ارزشی pe			کارایی سرمایه ساختاری و بازده رشدی pe			متغیرها
احتمال	مقدار آماره	ضرایب	احتمال	مقدار آماره	ضرایب	
۰/۰۰۰۵	۳/۶۱۹	۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	-۳/۰۰۹	-۰/۰۰۷	کارایی سرمایه ساختاری
۰/۰۰۰۳	۳/۷۶۲	۰/۲۶۷	۰/۴۵۶	-۰/۷۴۷	-۰/۰۳۸	اهرم مالی
۰/۱۵۷	۱/۴۲۳	۰/۰۲۶	۰/۴۹۰	-۰/۶۹۲	-۰/۰۱۵	اندازه شرکت
۰/۰۸۷	-۱/۷۲۵	-۰/۴۲۶	۰/۰۹۲	۱/۷۰۱	۰/۵۱۹	ضریب ثابت
۰/۱۷۶			۰/۱۱			ضریب تعیین تعدیلی
۲/۴۹۴			۱/۹۸۱			دوربین واتسون
۲/۰۷۰			۱/۶۷۲			آماره F
۰/۰۰۷			۰/۰۴			احتمال آماره F

pe تأثیر منفی و بر بازده پرتفوی سهام ارزشی بر اساس pe تأثیر مثبت و معناداری داشته است.

۱-۳ افشای کارایی سرمایه بهره‌وری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

بررسی مدل اول نشان می‌دهد که مقدار احتمال آماره F در مدل اول از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۲) و ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۱۱ می‌باشد بنابراین مدل مناسبی بوده است، مقدار آماره دوربین واتسن ۲/۳۶۶ است که بیانگر آن است که خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش رفع شده است. متغیر کارایی سرمایه بهره‌وری با ضریب ۰/۱۱۱- و احتمال آماره ۰/۰۴ تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی pe داشته است اما هیچ‌کدام از بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت تأثیر معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی نداشته‌اند.

در مدل دوم احتمال آماره F (۰/۰۰۰) با ضریب تعیین ۰/۲۷ بوده است بنابراین مدل مناسبی است و آماره دوربین واتسن هم عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد، متغیر کارایی سرمایه بهره‌وری با ضریب ۰/۰۰۸- و احتمال آماره ۰/۰۰۰ تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی ارزشی سهام داشته است همچنین از بین متغیرهای کنترلی

مقدار احتمال آماره F در مدل اول از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰) بنابراین با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل اول نیز گویای آن است که ۰/۱۱ درصد بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس pe توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد، مقدار آماره دوربین واتسن ۱/۹۸۱ است که بیانگر آن است که خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. متغیر کارایی سرمایه ساختاری با ضریب ۰/۰۰۷- و احتمال آماره ۰/۰۰۳ تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی pe داشته است اما هیچ‌کدام از بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت تأثیر معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی نداشته‌اند. احتمال آماره F مدل (۰/۰۰۰) با ضریب تعیین ۰/۱۷ بوده است بنابراین مدل مناسبی است و آماره دوربین واتسن هم عدم خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد، متغیر کارایی سرمایه ساختاری با ضریب ۰/۰۰۶ و احتمال آماره ۰/۰۰۵ تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی ارزشی سهام داشته است همچنین از بین متغیرهای کنترلی متغیر اهرم مالی با ضریب ۰/۲۶۷ و احتمال ۰/۰۰۰۳ و اندازه شرکت با ضریب ۰/۰۲۶ و احتمال ۰/۱۵۷ تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی سهام ارزشی داشته‌اند. بنابراین افشای کارایی سرمایه ساختاری بر بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس نسبت

متغیر اهرم مالی با ضریب $0/178$ و احتمال $0/03$ تأثیر مثبت و معنادار و متغیر اندازه شرکت با ضریب $0/026$ و احتمال $0/214$ تأثیر بدون معنی بر بازده پرتفوی سهام ارزشی داشته- اند. بنابراین افزایش کارایی سرمایه بهره‌وری بر بازده پرتفوی سهام رشدی و ارزشی بر اساس نسبت pe تأثیر منفی معناداری داشته است.

کارایی سرمایه بهره‌وری و بازده ارزشی pe			کارایی سرمایه بهره‌وری و بازده رشدی pe			متغیرها
احتمال	مقدار آماره	ضرایب	احتمال	مقدار آماره	ضرایب	
$0/000$	$-8/980$	$-0/08$	$0/04$	$-2/068$	$-0/111$	کارایی سرمایه بهره‌وری
$0/032$	$2/17$	$0/178$	$0/923$	$0/096$	$0/004$	اهرم مالی
$0/214$	$1/250$	$0/026$	$0/339$	$-0/961$	$-0/021$	اندازه شرکت
$0/105$	$-1/635$	$-0/428$	$0/037$	$2/11$	$0/678$	ضریب ثابت
$0/27$			$0/16$			ضریب تعیین تعدیلی
$2/496$			$2/366$			دوربین واتسون
$2/873$			$2/575$			آماره F
$0/000$			$0/02$			احتمال آماره F

نیز گویای آن است که $0/12$ درصد بازده پرتفوی سهام رشدی توسط متغیرهای واردشده در مدل تبیین می‌گردد، مقدار آماره دوربین واتسون نشان می‌دهد که خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. متغیر نسبت سرمایه انسانی با ضریب $-0/020$ و احتمال آماره $0/04$ تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها داشته است اما هیچ‌کدام از بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت تأثیر معناداری بر بازده سهام رشدی نداشته‌اند.

۵-۳-۲- آزمون فرضیه دوم

افشای سرمایه فکری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد دارایی‌ها تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد. ۱-۲ افشای سرمایه انسانی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد دارایی‌ها تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد. در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره $F 0/03$ است بنابراین با اطمینان 95% معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل اول

سرمایه انسانی و بازده ارزشی بر اساس رشد دارایی‌ها			سرمایه انسانی و بازده رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها			متغیرها
احتمال	مقدار آماره	ضرایب	احتمال	مقدار آماره	ضرایب	
$0/022$	$-2/310$	$-0/043$	$0/047$	$-2/009$	$-0/020$	سرمایه انسانی
$0/480$	$-0/708$	$-0/035$	$0/438$	$-0/777$	$-0/190$	اهرم مالی
$0/000$	$-5/473$	$-0/116$	$0/859$	$0/177$	$0/007$	اندازه شرکت
$0/000$	$4/865$	$1/847$	$0/515$	$0/652$	$0/381$	ضریب ثابت
$0/247$			$0/12$			ضریب تعیین تعدیلی
$2/205$			$1/912$			دوربین واتسون
$3/005$			$1/718$			آماره F
$0/000$			$0/03$			احتمال آماره F

وارد شده در مدل تبیین شده است، متغیر سرمایه انسانی با ضریب $-0/043$ و احتمال آماره $0/02$ تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی ارزشی سهام داشته است، از بین متغیرهای کنترلی متغیر اندازه شرکت با ضریب $-0/116$ و احتمال

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مدل دوم هم نشان می‌دهد که احتمال آماره F از $0/05$ کوچک‌تر می‌باشد ($0/000$) بنابراین مدل مناسبی بود و ضریب تعیین مدل دوم هم بیانگر آن است که $0/24$ درصد از بازده سهام ارزشی توسط متغیرهای

۰/۴۷۲ تأثیر بدون معنی بر بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها داشته است همچنین هیچ‌کدام از بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت تأثیر معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی نداشته‌اند.

احتمال آماره F مدل دوم (۰/۰۰۰) با ضریب تعیین ۰/۳۶ بوده است بنابراین مدل مناسبی است و آماره دوربین واتسن هم عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد، متغیر کارایی سرمایه‌ساختاری با ضریب ۰/۰۰۱ و احتمال آماره ۰/۸۱۱ تأثیر بدون معنی بر بازده پرتفوی ارزشی سهام بر اساس رشد دارایی‌ها داشته است همچنین از بین متغیرهای کنترلی متغیر اهرم مالی با ضریب ۰/۰۶۰۵- و احتمال ۰/۱۵۳ تأثیر بدون معنی بر بازده پرتفوی سهام ارزشی داشته است و اندازه شرکت با ضریب ۰/۱۱۲- و احتمال ۰/۰۰۰ تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی سهام ارزشی بر اساس رشد دارایی داشته است. پس می‌توان گفت که افشای کارایی سرمایه‌ساختاری بر بازده پرتفوی سهام رشدی و ارزشی بر اساس رشد دارایی‌ها تأثیر معناداری نداشته است.

۰/۰۰۰ تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی سهام ارزشی بر اساس رشد دارایی‌ها داشته اما اهرم مالی با احتمال ۰/۴۸ تأثیر بی معنی بر بازده پرتفوی سهام ارزشی بر اساس رشد دارایی‌ها داشته‌اند. با توجه به نتایج می‌توان گفت که افشای سرمایه‌انسانی بر بازده پرتفوی سهام رشدی و ارزشی بر اساس نسبت رشد دارایی‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد.

۲-۲ افشای کارایی سرمایه‌ساختاری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد دارایی‌ها تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

مقدار احتمال آماره F در مدل اول از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰) بنابراین با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل اول نیز گویای آن است که ۰/۱۱ درصد بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها توسط متغیرهای واردشده در مدل تبیین می‌گردد، مقدار آماره دوربین واتسن ۱/۸۸۶ است که بیانگر آن است که خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. متغیر کارایی سرمایه‌ساختاری با ضریب ۰/۰۱۴- و احتمال آماره

کارایی سرمایه‌ساختاری و بازده ارزشی بر اساس رشد دارایی‌ها			کارایی سرمایه‌ساختاری و بازده رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها			متغیرها
احتمال	مقدار آماره	ضرایب	احتمال	مقدار آماره	ضرایب	
۰/۸۱۱	۰/۲۳۸	۰/۰۰۱	۰/۴۷۲	-۰/۷۲۰	-۰/۰۱۴	کارایی سرمایه‌ساختاری
۰/۱۵۳	-۱/۴۳۸	-۰/۰۶۰۵	۰/۴۳۶	-۰/۷۸۲	-۰/۲۲۱	اهرم مالی
۰/۰۰۰	-۵/۲۰۶	-۰/۱۱۲۲	۰/۸۸۸	-۰/۱۴۰	-۰/۰۰۵	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۵/۴۰۵	۱/۶۹۸	۰/۱۱۸	۱/۵۷۳	۰/۸۴۴	ضریب ثابت
	۰/۳۶			۰/۱۱		ضریب تعیین تعدیلی
	۲/۲۶۱			۱/۸۸۶		دوربین واتسون
	۳/۹۵۰			۱/۶۸۰		آماره F
	۰/۰۰۰۰			۰/۰۴۲		احتمال آماره F

۰/۲۳۹ تأثیر بدون معنی بر بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها داشته است اما هیچ‌کدام از بین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت تأثیر معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی نداشته‌اند.

در مدل دوم احتمال آماره F (۰/۰۰۰) با ضریب تعیین ۰/۲۳ بوده است بنابراین مدل مناسبی است و آماره دوربین واتسن هم عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد، متغیر کارایی سرمایه‌بهره‌وری با ضریب ۰/۱۲۵- و احتمال آماره ۰/۰۳۱ تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی

۳-۲ افشای کارایی سرمایه‌بهره‌وری بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نرخ رشد دارایی‌ها تأثیر مثبت (منفی) معناداری دارد.

بررسی مدل اول نشان می‌دهد که مقدار احتمال آماره F در مدل اول از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۴) و ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۰۹ می‌باشد بنابراین مدل مناسبی بوده است، مقدار آماره دوربین واتسن ۲/۱۹۹ است که بیانگر آن است که خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش رفع شده است. متغیر کارایی سرمایه‌بهره‌وری با ضریب ۰/۰۰۲- و احتمال آماره

با ضریب -0.31 و احتمال 0.505 تأثیر بدون معنی بر بازده پرتفوی سهام ارزشی داشته‌اند. بنابراین افزایش کارایی سرمایه بهره‌وری بر بازده پرتفوی سهام ارزشی بر اساس رشد دارایی‌ها تأثیر منفی معناداری داشته است.

ارزشی سهام بر اساس رشد دارایی‌ها داشته است همچنین از بین متغیرهای کنترلی متغیر اندازه شرکت با ضریب -0.120 و احتمال 0.000 تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی ارزشی سهام بر اساس رشد دارایی‌ها داشته است اما متغیر اهرم مالی

کارایی سرمایه بهره‌وری و بازده ارزشی بر اساس رشد دارایی‌ها			کارایی سرمایه بهره‌وری و بازده رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها			متغیرها
احتمال	مقدار آماره	ضرایب	احتمال	مقدار آماره	ضرایب	
0.031	-2/184	-0.125	0.239	1/182	-0.002	کارایی سرمایه بهره‌وری
0.505	-0.667	-0.031	0.328	-0.981	-0.182	اهرم مالی
0.000	-5/811	-0.120	0.720	-0.358	-0.013	اندازه شرکت
0.0000	5/472	1/876	0.131	1/519	0.900	ضریب ثابت
0.23			0.09			ضریب تعیین تعدیلی
2/323			2/199			دوربین واتسون
2/886			1/649			آماره F
0.0001			0.046			احتمال آماره F

همبستگی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. متغیر عدم تقارن اطلاعاتی با ضریب 0.37 و احتمال آماره 0.04 تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس pe داشته است و متغیر کنترلی اندازه شرکت با ضریب -0.18 و احتمال 0.001 تأثیر منفی و معناداری بر بازده رشدی بر اساس pe داشته است اما اهرم مالی و اندازه شرکت تأثیر بدون معنی بر بازده سهام رشدی داشته است.

۵-۳-۳- آزمون فرضیه سوم

عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت pe تأثیر معناداری دارد. در مدل اول احتمال آماره $0.3F$ است بنابراین با اطمینان 95% معنی دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل اول نیز گویای آن است که 15% درصد بازده پرتفوی سهام رشدی توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد، مقدار آماره دوربین واتسن نشان می‌دهد که خود

عدم تقارن اطلاعاتی و بازده ارزشی pe			عدم تقارن اطلاعاتی و بازده رشدی pe			متغیرها
احتمال	مقدار آماره	ضرایب	احتمال	مقدار آماره	ضرایب	
0.000	11/828	0.167	0.043	2/052	0.037	عدم تقارن اطلاعاتی
0.001	4/146	0.294	0.357	0.925	0.049	اهرم مالی
0.410	0.827	0.018	0.001	-3/310	-0.018	اندازه شرکت
0.003	-2/989	-1/059	0.004	2/949	0.349	ضریب ثابت
0.59			0.15			ضریب تعیین تعدیلی
2/413			2/319			دوربین واتسون
8/314			1/730			آماره F
0.0000			0.03			احتمال آماره F

وارد شده در مدل تبیین شده است، متغیر عدم تقارن اطلاعاتی با ضریب 0.167 و احتمال آماره 0.000 تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی ارزشی سهام داشته است، از بین متغیرهای کنترلی متغیر اهرم مالی با ضریب 0.294 و احتمال 0.001

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مدل دوم هم نشان می‌دهد که احتمال آماره F از 0.05 کوچک‌تر می‌باشد (0.000) بنابراین مدل مناسبی بود و ضریب تعیین مدل دوم هم بیانگر آن است که 15% درصد از بازده سهام ارزشی توسط متغیرهای

آماره $0/000$ تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها داشته است و متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی تأثیر بدون معنی بر بازده سهام رشدی داشته است.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مدل دوم بیانگر این است که احتمال آماره F از $0/05$ کوچک‌تر می‌باشد ($0/007$) بنابراین مدل مناسبی بود و ضریب تعیین مدل دوم هم بیانگر آن است که $0/60$ درصد از بازده سهام ارزشی توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین شده است، متغیر عدم تقارن اطلاعاتی با ضریب $0/152$ و احتمال آماره $0/025$ تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی ارزشی سهام داشته است، از بین متغیرهای کنترلی متغیر اهرم مالی با ضریب $-0/133$ و احتمال $0/09$ و اندازه شرکت با ضریب $-0/138$ و احتمال $0/005$ تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی سهام ارزشی بر اساس رشد دارایی‌ها داشت بنابراین نتایج بیانگر این است که عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده پرتفوی سهام رشدی و ارزشی بر اساس نسبت رشد دارایی‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد.

تأثیر مثبت و معناداری بر بازده پرتفوی سهام ارزشی بر اساس pe داشته اما اهرم مالی با احتمال $0/41$ تأثیر بی معنی بر بازده پرتفوی سهام ارزشی بر اساس pe داشته‌اند. با توجه به نتایج می‌توان گفت که عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده پرتفوی سهام رشدی و ارزشی بر اساس نسبت pe تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۵-۳-۴- آزمون فرضیه چهارم

عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده پرتفوی سهام رشدی (ارزشی) بر اساس نسبت نرخ رشد دارایی‌ها تأثیر معناداری دارد. در آزمون مدل اول احتمال آماره F $0/032$ است بنابراین با اطمینان 95% معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل اول نیز گویای آن است که $0/19$ درصد بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد، مقدار آماره دوربین واتسن نشان می‌دهد که خود همبستگی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. متغیر عدم تقارن اطلاعاتی با ضریب $0/727$ و احتمال

عدم تقارن اطلاعاتی و بازده ارزشی بر اساس رشد دارایی‌ها			عدم تقارن اطلاعاتی و بازده رشدی بر اساس رشد دارایی‌ها			متغیرها
احتمال	مقدار آماره	ضرایب	احتمال	مقدار آماره	ضرایب	
$0/025$	$2/264$	$0/152$	$0/000$	$5/823$	$0/727$	عدم تقارن اطلاعاتی
$0/09$	$-1/703$	$-0/133$	$0/511$	$0/659$	$0/186$	اهرم مالی
$0/005$	$-2/811$	$-0/138$	$0/808$	$0/243$	$0/011$	اندازه شرکت
$0/071$	$1/815$	$1/455$	$0/008$	$-2/696$	$-2/760$	ضریب ثابت
	$0/60$			$0/19$		ضریب تعیین تعدیلی
	$2/350$			$1/825$		دوربین واتسن
	$4/145$			$2/223$		آماره F
	$0/007$			$0/003$		احتمال آماره F

کارایی ساختاری تأثیر منفی و معنادار و کارایی بهره‌وری تأثیر منفی و معناداری بر بازده پرتفوی سهام رشدی بر اساس pe داشته‌اند همچنین نسبت سرمایه انسانی تأثیر منفی و معنادار، کارایی ساختاری تأثیر مثبت و معنادار و کارایی سرمایه بهره‌وری تأثیر منفی و معنادار بر بازده ارزشی بر اساس نسبت pe داشته‌اند، بنابراین با افزایش سرمایه انسانی در پرتفوی رشدی، بازده سهام افزایش می‌یابد ولی در پرتفوی ارزشی سهام با افزایش سرمایه انسانی، بازده سهام کاهش یافته است اما کارایی سرمایه ساختاری به صورتی عکس عمل کرده طوری که در پرتفوی های رشدی تأثیر عکس بر بازده داشته و در پرتفوی

۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

در این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر شاخص‌های سرمایه فکری و عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده سهام رشدی و ارزشی بوده‌ایم. در این راستا سرمایه فکری با استفاده از سه معیار سرمایه انسانی، کارایی سرمایه ساختاری و کارایی سرمایه بهره‌وری اندازه‌گیری شده و بازده سهام به دو دسته پرتفوی رشدی و پرتفوی ارزشی با استفاده از نسبت pe و نرخ رشد دارایی‌ها تقسیم شده است.

آزمون فرضیه اصلی اول نشان داد که از بین شاخص‌های سرمایه فکری، شاخص سرمایه انسانی تأثیر مثبت و معنادار،

- های ارزشی سهام تأثیری مستقیم داشته است. کارایی بهره‌وری در هر دو پرتفوی رشدی و ارزشی تأثیر منفی و معنادار بر بازده سهام داشته است. آزمون فرضیه دوم هم نشان داد که سرمایه انسانی و کارایی سرمایه بهره‌وری در هر دو پرتفوی رشدی و ارزشی سهام تأثیر منفی و معناداری بر بازده سهام داشته‌اند اما کارایی ساختاری هم تأثیری بی معنی در هر دو پرتفوی رشدی و ارزشی بر بازده سهام داشته است. آزمون فرضیه سوم و چهارم هم نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی در هر دو پرتفوی رشدی و ارزشی تأثیر مثبت و معناداری بر بازده داشته است، بدین معنی که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بازده سهام افزایش و با کاهش آن بازده سهام کاهش یافته است. نتایج این پژوهش موافق ازکان و همکاران (۲۰۱۷)، پرابو (۲۰۱۷)، یاسین و همکاران (۲۰۱۵)، مطلب (۲۰۱۵)، لی و وایتینگ (۲۰۱۱)، فلاح شمس و همکاران (۱۳۹۷)، کیقبادی و همکاران (۱۳۹۷)، رحیمی ریگی و همکاران (۱۳۹۵)، سجادی و همکاران (۱۳۹۲)، نیکومرام و اسحق (۱۳۸۹) می‌باشد. با توجه به اهمیت شاخص‌های سرمایه فکری در رشدی و ارزشی بودن سهام به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود به بهبود سرمایه فکری در هر سه زمینه انسانی، ساختاری و کارایی بهره‌وری توجه ویژه‌ای داشته باشند و در راستای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی گام بردارند.
- فهرست منابع**
- * اسدی، غلامحسین، ایوخنه القیائی، ماریا. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی شرکت‌ها. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، 83-103، 11(41)
- * اسلامی بیدگلی، غلامرضا، فلاح‌پور، سعید، سبزواری، بهار سبزواری. (۱۳۹۱). مقایسه بازدهی روش‌های مختلف انتخاب سهام ارزشی و رشدی بر اساس مدل شش عاملی هاگن در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، 1(1)، 125-146.
- * باد آور نهندی، یونس، خجسته، هیوا، شریف زاده، غفور. (۱۳۹۷). نقش تعدیل‌گری ارزش‌گذاری نادرست سهام بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، 53، 10(37) 84.
- * بنایی زاده، آمنه و حمیدرضا کردلویی، (۱۳۹۲). بررسی بازده سهام رشدی و ارزشی بر مبنای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BE/ME) در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، ۲(۷)، ۱۰۵-۱۳۰.
- * حاجیها، زهره، مرادیان، بهاره. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، 97-116، 3(12)
- * خالقی، نوید (۱۳۸۹) تأثیر محافظه‌کاری بر تعداد دفعات پیش بینی سود توسط مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- * خدابنده لو، مهدی، کرمی، غلامرضا، تالانه، عبدالرضا. (۱۳۹۶). تدوین مدل گزارشگری سرمایه انسانی در حسابداری. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۶(۲۳) ۶۳-۷۸.
- * دستگیر، محسن، گوگرد چیان، احمد، آدمیت، ستاره. (۱۳۹۴). رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، 7(26) 21-37.
- * رحمانی، علی و عارف منش، زهره. (۱۳۹۱). اندازه‌گیری سرمایه فکری و رابطه آن با هزینه حقوق صاحبان سهام. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۲(۲)، ۱۸-۱.
- * رحیمی ریگی، قاسم، مصطفایی، قدرت، کریمی، حمید و شیخ‌محمدی، امیر. (۱۳۹۵). تأثیر اجزای سرمایه فکری بر کارایی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل تحلیلی پوشش داده‌ها. دانش حسابرسی، ۱۶، ۶۳، ۱۶۶-۱۴۹.
- * سجادی، سید حسین، فرازمنند، حسن، تاج‌الدینی، عبدالله (۱۳۹۲) تأثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه‌ی سرمایه‌ی سهام عادی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، مقاله ۱، *دوره ۳، شماره ۲ - شماره پیاپی ۱۰، زمستان ۱۳۹۲*، صص ۱۰۹-۱۲۸.
- * فلاح شمس، میرفیض، جهانشاد، آریتا، عباسی حسن کیاده، علی‌اکبر (۱۳۹۷). بررسی روابط پویای حجم و بازده سهام با عدم تقارن اطلاعاتی در سطوح مختلف اندازه معاملات، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۲(۴)، ۱۰۰-۸۶.
- * فیروزنیا، امیر، داداشی، ایمان، غلام‌نیا روشن، حمیدرضا. (۱۳۹۸). اعتباریابی ابزار سنجش گزارشگری سرمایه فکری در ایران مبتنی بر رویکرد حداقل مربعات جزئی براساس نظریه نمایندگی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۸(۳۱)، ۶۹-۸۴.
- * کیقبادی، امیررضا، صدیق بهزادی، شادان، طهماسبی خورنه، سعید، سیف، سمیرا. (۱۳۹۷). تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان پذیری بازده

- Interdisciplinat. Journal of contemporary research in business, 4, (1) : 405-420.
- * Lee Yee Meei and Whiting H. Rosalind. (2011). "Technology, Intellectual Capital Disclosure and Cost of Capital". Paper_accepted_for_presentation_at_AFAA_NZ_Conference, Darwin, Australia, 1-33.
- * Mutalib, A, (2015), "Information Asymmetric Effect on the Stock Return Volatility in Nigerian Capital Market", Available at SSRN 2752915.
- * Najibullah, S., Mohiuddin, M. and Shahid, A.I., (2006). An exploratory study on intellectual capital performance of the commercial banks in Bangladesh, *The Cost and Management*, Vol. 34, No. 6.
- * Prabowo, B. (2017). The Impact of Intellectual Capital Disclosure and Information Asymmetry on the Cost of Equity Capital. *International Journal of Research in Business and Social Science* (2147-4478) 6(5) 1-12. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v6i5.763>
- * Roos, G. and Roos, J. (1997) "Measuring Your Company's Intellectual Performance", *Long Range Planning*, Vol. 30 No. 3, pp. 426-413.
- * Yassin, M. M., Ali, H. Y., & Hamdallah, M. E. (2015), "The Relationship between Information Asymmetry and Stock Return in the Presence of Accounting Conservatism", *International Journal of Business and Management*, 10(5), PP. 126 .

یادداشت‌ها

- ¹ Human Capital
² Structural Capital
³ Customer Capital
⁴ LaFond & Watts
⁵ Skewness
⁶ Kurtosis

- سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، (۴۰)، ۱۰، ۸۸-۶۹.
- * مدهوشی، مهرداد و اصغر نژاد امیری، مهدی (۱۳۸۸)، «سنجش سرمایه فکری و بررسی رابطه آن با بازده مالی شرکت‌ها»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۷، پاییز ۱۳۸۸: ۱۰۱-۱۱۶.
- * مهرانی، ساسان و حیدری، مهدی (۱۳۹۲) «نبین عوامل موثر بر عدم تقارن اطلاعاتی سود بودجه شده با پیش بینی شده حاصل از شبکه‌های عصبی فازی، تحقیقات حسابداری حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۹، صص ۲۲-۳۷.
- * نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا، (۱۳۸۸)، «بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی جاری و آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره چهارم، صص ۲۲-۱.
- * نیکبخت، محمدرضا، یزدانین، عالمه، جمالی، الهام. (۱۳۹۵). تحلیل هزینه-منفعت افشای سرمایه فکری از دیدگاه صاحب نظران و کارشناسان حسابداری. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۵(۱۸)، ۹۵-۱۰۴.
- * نیکومرام، هاشم و اسحق، فاطمه (۱۳۸۹) رابطه بین تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد شرکت‌های ارزشی و رشدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۳(شماره ۲)، ۶، ۱۳۳-۱۶۳.
- * Choong, K., (2008) "Intellectual capital: Definitions, categorizations and reporting models", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 9, No. 4.
- * Fama, E. F, et R. Kenneth. 2003, The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*
- * Fama, E. F., & French, K. R. (2007). Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 83(3) , 667-689.
- * Haugen, R., (2001) , *The Inefficient Stock Market: What Pays Off and Why*, 2nd
- * Hendriksen, E. and V. Berda, (1992) , "Accounting Theory", 5th ed. New Yourk: Irwiin. Juan García-Teruel, P. and Martínez-Solano, P., (2007) , "Effects of working capital management on SME profitability", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, No. 2, 164-177.
- * LaFond, R., and R. Watts, 2008, "The Information Role of Conservatism", *The Accounting Review* (forthcoming). Available at URL: <http://www.ssrn.com>
- * 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 .