

## ارائه الگوی بومی رابطه بین سرمایه فکری، ارزش بازار و مدیریت ذینفعان با عملکرد مالی در شرکت های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سعید عسکری ماسوله<sup>۱</sup>، حسین ممبینی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۳۱

### چکیده:

سرمایه فکری عامل اصلی ایجاد ارزش در شرکت‌ها می‌باشد و شرکت‌ها در حال حرکت به سمت خلق ارزش از طریق سرمایه فکری موجود در سازمان می‌باشند. به عبارت دیگر، سرمایه فکری به واسطه مؤلفه‌های نامشهود نظیر مدیریت ذینفعان بر ارزش بازار و به تبع آن عملکرد مالی شرکت‌ها مؤثر است. بر این اساس، تحقیق حاضر با هدف تعیین رابطه بین سرمایه فکری، ارزش بازار و مدیریت ذینفعان با عملکرد مالی در شرکت‌های غیر مالی طراحی شده است. روش تحقیق حاضر توصیفی از نوع علی-ارتباطی بوده است. واحد تحلیل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. جامعه آماری پژوهش حاضر مدیران و کارشناسان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در حدود ۲۰۰ نفر بوده است. شیوه نمونه‌گیری تصادفی ساده و حجم نمونه با استفاده از فرمول کوکران در حدود ۱۳۲ نفر محاسبه شد. ابزار جمع‌آوری اطلاعات برای سنجش عملکرد مالی و ارزش بازار صورت‌های مالی شرکت‌ها از سال ۱۳۹۵ تا سال ۱۴۰۰ بود و برای سنجش سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان پرسشنامه محقق‌ساخته است. ابزار تحلیل اطلاعات نرم‌افزار SPSS، نسخه ۲۳ با روش تحلیل آماری رگرسیون بوده است. یافته‌های پژوهش نشان داد: متغیرهای سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان با ۹۹ درصد اطمینان بر متغیر ارزش بازار اثر مثبت دارند و متغیرهای مدیریت ذینفعان و ارزش بازار بر متغیر عملکرد مالی اثر مثبت و معنی دار دارند. اما متغیر سرمایه فکری بر متغیر عملکرد مالی اثر معنی دار ندارد. به عبارت دیگر این پژوهش نشان داد؛ سرمایه فکری به واسطه مدیریت ذینفعان می‌تواند، بصورت غیر مستقیم عملکرد مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد.

**واژگان اصلی:** سرمایه فکری، مدیریت ذینفعان، ارزش بازار و عملکرد مالی.

۱. استادیار گروه مدیریت دولتی و خط‌مشی‌گذاری عمومی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
s.askari@iauctb.ac.ir

۲. استادیار گروه مدیریت مالی، بانک و بیمه، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، تهران، ایران

## مقدمه و بیان مسئله

با ورود به اقتصاد دانش محور، دانش در مقایسه با سایر عوامل تولید از ارزش بیشتری برخوردار گردیده و عوامل سنتی تولید به تدریج نقش پررنگ خود را از دست داده است. به طور کلی، در این اقتصاد، دانش به عنوان مهمترین منبع راهبردی کسب و کار شناخته شده و در هم افزایی میان قابلیت‌های فناوری اطلاعات، قدرت نوآوری و خلاقیت کارکنان هر واحد و کلیه کارکنانی که در سراسر زنجیره ارزش فعالیت می‌کنند، نقش مؤثر و تعیین کننده‌ای دارد (ابراهیم‌نژاد و معقول، ۱۳۹۵). سرمایه فکری، عامل اصلی ایجاد ارزش در شرکت‌ها می‌باشد و شرکت‌ها در حال حرکت به سمت خلق ارزش از طریق سرمایه فکری موجود در سازمان می‌باشند. در واقع، دیدگاه گذشته مدیران در مورد ایجاد ارزش شرکت توسط دارایی‌های فیزیکی تغییر پیدا کرده است (Madinose et.al, 2011). تحقیقات مختلف نشان می‌دهند؛ ارزش بازار شرکت‌ها در مقایسه با آنچه در دفاتر حساب خود ثبت می‌کنند (ارزش دفتری) تفاوت دارند، به طور عمده در دو دهه گذشته، محققان به دنبال پاسخ علت این نابرابری هستند. یکی از دلایل تفاوت در ارزش بازار و ارزش دفتری به دلیل دارایی‌های نامشهودی است که در ترازنامه شرکت‌ها گنجانده نشده است. یکی از این دارایی‌های نامشهود، سرمایه فکری است (پورزمانی و همکاران، ۱۳۹۱). به عبارت کلی، یکی از مهمترین محدودیت‌ها و ضعف‌های موجود در سیستم حسابداری سنتی، عدم سنجش سرمایه فکری و لحاظ کردن آن در صورت‌های مالی شرکت‌هاست (همتی و همکاران، ۱۳۸۹). از طرف دیگر، یکی از موثرترین مؤلفه‌هایی که بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است، مدیریت روابط ذینفعان است. مدیریت روابط ذینفعان نقش مهمی را در بهبود عملکرد و رشد و توسعه پایدار شرکت‌ها ایفا می‌کند. منظور از مدیریت ذینفعان، ایجاد تعادل بین منافع گروه‌های ذینفع می‌باشد (گل محمدی و پورحیدری، ۱۳۹۵). تئوری ذینفعان، معیار شفاف‌تری را برای اندازه‌گیری موفقیت مالی شرکت ارائه نمی‌دهد؛ اما تأکید می‌کند که بدون در نظر گرفتن ذینفعان، سازمان قادر به ایجاد حداکثر ارزش نخواهد بود (گل محمدی و همکاران، ۱۳۹۶). به عنوان مثال *Vang and Sangopeta* (۲۰۱۶) در تحقیق خود نشان دادند کیفیت بالای روابط با ذینفعان سازمان به افزایش ارزش برند منجر می‌شود که این نتیجه، افزایش عملکرد مالی شرکت را به دنبال دارد. لذا بر اساس مطالعات مختلف عوامل موثر بر عملکرد مالی سازمان‌ها عبارتند از:

۱. ارزش بازار سهام یک شرکت که بیانگر کل ارزشی است که سهامداران آن شرکت برای درآمد حال و آتی شرکت قال هستند و آن ارزش در برگیرنده دارایی‌های مشهود و نامشهود، یعنی هردو دارایی است (Kirk et.al, 2012).

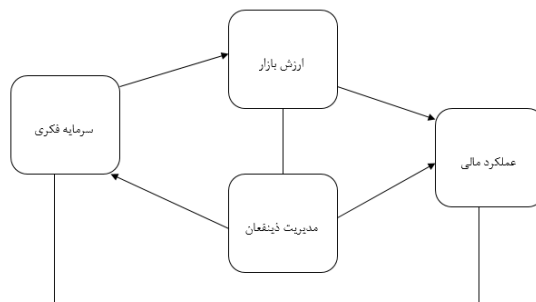
۲. سرمایه فکری بر این اصل استوار است که سرمایه فکری یک سازمان مجموع دارایی‌های نامشهود سازمان اعم از سرمایه انسانی، سرمایه ساختاری و سرمایه ارتباطی (مشتری) است (همتی و همکاران، ۱۳۸۹).

۳. مدیریت ذینفعان: تئوری ذینفعان، شرکت را مجموعه‌ای از گروه‌های ذینفع<sup>۱</sup> در نظر می‌گیرد که منافع و نیازهای این گروه باید توسط مدیران تأمین شود (Fridman and relize, 2006). در این رابطه، مدیران باید روابط بین گروه‌های ذینفع را مدیریت کنند که در ادبیات مالی و اقتصادی از آن به مدیریت ذینفعان تعبیر می‌شود.

لذا با توجه به اینکه سرمایه فکری هر سازمان گروه‌های ذینفعان سازمان و ارتباطات بین آنهاست و در مطالعه ادبیات نظری مشخص شده است، سرمایه فکری بر ارزش بازار و به تبع آن بر عملکرد مالی سازمان‌ها تأثیر می‌گذارد.

#### ۱- اهداف و سؤالات پژوهش

این پژوهش به دنبال پاسخگویی به این سوال می‌باشند که آیا سرمایه فکری سازمان‌ها به واسطه مدیریت ذینفعان می‌توانند بر ارزش بازار و به تبع آن عملکرد مالی سازمان تأثیر بگذارند؟ بر این اساس مدل نظری پژوهش در شکل ۱ قرار داده شده است:



شکل ۱. مدل نظری پژوهش

<sup>۱</sup>. به غیر از سهامداران و مدیران، گروه‌های ذینفع دیگر مشتریان، تأمین‌کنندگان، اعتباردهندگان، کارکنان، دولت و عموم جامعه هستند.

## ۲- پیشینه پژوهش

*Sardo and errasqueiro* (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای تحت عنوان «بررسی ارتباط بین سرمایه فکری، عملکرد مالی و ارزش بازار» نشان داد که سرمایه فکری منبع مهمی برای ارزش آفرینی شرکت‌ها است. سرمایه انسانی، عامل کلیدی ثروت شرکت هاست. نتایج نشان می‌دهد که کارایی سرمایه به‌کار گرفته شده، تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در کوتاه‌مدت دارد. تأثیر اجزای سرمایه فکری بر ارزش بازار شرکت‌ها ممکن است سریع نباشد. سرمایه ساختاری در بلندمدت بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر مثبت می‌گذارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت و دخالت مدیریت مالکان، عملکرد سرمایه فکری شرکت‌ها را محدود می‌کند.

*Bohren et al* (۲۰۱۲) در تحقیقی رابطه میان تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع و سود تقسیمی شرکت را آزمودند. برای این منظور سیاست پرداخت سود تقسیمی در شرکت‌های مالک‌محور و شرکت‌های ذینفع‌محور را مقایسه کردند. نتایج تحقیق نشان داد شرکت‌های ذینفع‌محور به طور معناداری سود تقسیمی بیشتری نسبت به شرکت‌های مالک‌محور پرداخت می‌کنند.

*Chang and Hiseh* (۲۰۱۱) به «بررسی رابطه‌ی بین اجزای سرمایه‌ی فکری و سه عملکرد عملیاتی، مالی و بازار در بورس تایوان در صنعت الکترونیک» پرداختند. برای اندازه‌گیری سرمایه‌ی فکری از مدل ضریب ارزش افزوده فکری تعدیل شده استفاده شده‌است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که رابطه‌ی عملکرد عملیاتی با سرمایه‌ی بکار گرفته شده مثبت و با سرمایه‌ی ساختاری و انسانی رابطه‌ی ندارد. همچنین، اجزای سرمایه‌ی فکری با عملکرد بازار و مالی رابطه‌ی منفی دارد. مخارج تحقیق و توسعه با سه عملکرد رابطه‌ی مثبت دارد، ولی اموال فکری تنها با عملکرد عملیاتی رابطه‌ی مثبت دارد.

*Zeghal and Malol* (۲۰۱۰) به «سنجش سرمایه‌ی فکری با شاخص ارزش افزوده و بررسی نتایج آن بر عملکرد مالی، اقتصادی و ارزش بازار بر ۳۰۰ شرکت انگلیسی» پرداختند. برای سنجش سرمایه‌ی فکری از مدل ضریب ارزش افزوده فکری استفاده شده است. نتایج ناشی از آزمون‌ها نشان می‌دهد که کارایی سرمایه فکری با عملکرد اقتصادی و عملکرد مالی رابطه مثبت معناداری دارد، اما در مورد عملکرد ارزش بازار تنها در صنعت تکنولوژی رابطه با اهمیت است و همچنین سرمایه‌ی به‌کار گرفته شده (فیزیکی و مالی) با عملکرد اقتصادی رابطه منفی دارد، اما با عملکرد ارزش بازار و عملکرد مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

- گل محمدی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر مدیریت ذی نفعان بر سود تقسیمی و ارزش شرکت» نشان دادند، رابطه ی مثبت و معناداری بین مدیریت ذی نفعان و سود تقسیمی وجود دارد. همچنین بین مدیریت ذی نفعان و ارزش بازار شرکت رابطه ی منفی و معناداری برقرار است. این نتایج نشان می دهد در محیط ایران، مدیریت ذی نفعان نیز بیشتر در جهت منافع سهامداران صورت می گیرد.

گل محمدی و پورحیدری (۱۳۹۵) در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر مدیریت ذینفعان بر عملکرد مالی شرکت» نشان دادند بین مدیریت ذینفعان با نرخ بازدهی دارایی ها، نسبت سود ناخالص به فروش و نسبت سود خالص به فروش به عنوان شاخص ها عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. به بیان دیگر، ایجاد تعادل بین منافع گروه های مختلف ذینفع و کاهش تضاد و تعارض بین منافع آن ها، منجر به بهبود عملکرد مالی شرکت می گردد. نتایج پژوهش، انگیزه لازم برای مدیریت در خصوص توجه لازم به منافع تمامی ذینفعان در جهت افزایش اعتبار و توان رقابتی شرکت ها را فراهم می آورد.

پورزمانی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی تحت عنوان «تأثیر سرمایه فکری بر ارزش بازار و عملکرد مالی» نشان دادند؛ رابطه بین ضریب کارایی سرمایه فکری و ارزش بازار (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) معنادار نیست. این یافته تحقیق وجود شکاف فزاینده بین ارزش بازار و ارزش دفتری شرکت ها را تأیید می کند. و همچنین نتایج حاصل از آزمون های به دست آمده بیانگر این است که ضریب کارایی سرمایه فکری تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی ها) شرکت دارد.

### ۳- روش اجرای تحقیق

پژوهش حاضر از نوع توصیفی و از حیث هدف کاربردی است.

#### ۳-۱. ابزار جمع آوری اطلاعات

ابزار جمع آوری اطلاعات در این پژوهش در ۲ بخش معرفی می گردد:

بخش اول: برای سنجش متغیرهای عملکرد مالی و ارزش بازار از صورت های مالی گذشته شرکت ها استفاده می شود.

عملکرد مالی در این پژوهش از طریق سنجش بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی

تعیین می‌شود:

$$ROA = \frac{\text{سود خالص}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

$$ROE = \frac{\text{سود خالص}}{\text{مجموع حقوق صاحبان سهام}}$$

بخش دوم: به منظور سنجش مدیریت ذینفعان و سرمایه فکری شرکت‌ها از ابزار پرسشنامه محقق ساخته استفاده می‌شود. روایی پرسشنامه پژوهش، زیر نظر اساتید متخصص در زمینه سرمایه فکری و مدیریت و حسابداری تعیین شده است و پایایی آن به واسطه محاسبه آزمون آلفای کرونباخ که برای متغیرهای مدیریت ذینفعان و سرمایه فکری به ترتیب ۰/۸۷ و ۰/۷۵ محاسبه شد، تعیین گردید.

### ۳-۲. واحد تحلیل پژوهش

واحد تحلیل پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ می‌باشد.

### ۳-۳. جامعه آماری و نمونه‌گیری

جامعه آماری پژوهش حاضر مدیران و کارشناسان مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در حدود ۲۰۰ نفر بوده است. شیوه نمونه‌گیری تصادفی ساده و حجم نمونه با استفاده از فرمول کوکران در حدود ۱۳۲ نفر محاسبه شد.

$$n = \frac{\frac{z^2 pq}{d^2}}{1 + \frac{1}{N} \left[ \frac{z^2 pq}{d^2} - 1 \right]}$$

در این فرمول  $N$  حجم جامعه است. آماره  $p$  درصد توزیع صفت در جامعه یعنی نسبت افرادی است که دارای صفت مورد مطالعه هستند. آماره  $q$  نیز درصد افرادی است که فاقد صفت مورد مطالعه هستند. حداکثر مقدار میزان  $p$  و  $q$  ۰/۵ است. آماره  $z=t$  است و اگر به جای  $z$  از  $t$  استفاده کنید نیز ایرادی ندارد. در سطح خطای ۵٪ مقدار  $z$  برابر ۱/۹۶ و  $Z2$  برابر ۳/۸۴ است. مقدار  $d$  نیز تفاضل نسبت واقعی صفت در جامعه با میزان تخمین پژوهشگر برای وجود آن صفت در جامعه است. حداکثر مقدار  $d$  برابر ۰/۰۵ است.

### ۳-۴. ابزار تحلیل اطلاعات

ابزار تحلیل اطلاعات در این پژوهش نرم افزار *Spss* نسخه ۲۳ بوده است. روش تحلیل اطلاعات روش تحلیل رگرسیون خطی به شبهه (*Enter*) بوده است.

#### ۴- یافته‌های پژوهش

##### ۴-۱- توصیف خصوصیات فردی پاسخگویان

جدول ۱ نشان می‌دهد بیشتر پاسخگویان تحقیق دارای سن ۳۵-۴۵ سال (۵۳ درصد) و سابقه کار بالای ۲۰ سال (در حدود ۴۸ درصد) می‌باشند.

جدول ۱. بررسی خصوصیات فردی پاسخگویان

متغیر	طبقه	فراوانی	درصد فراوانی
سن	زیر ۲۵ سال	۲	۱/۵
	۲۵-۳۵ سال	۴۳	۳۲/۵
	۳۵-۴۵ سال	۷۰	۵۳
	بالای ۵۰ سال	۱۷	۱۳
	جمع	۱۳۲	۱۰۰
سابقه کار	زیر ۱۰ سال	۱۵	۱۱/۳۷
	۱۰-۲۰ سال	۵۲	۴۰
	بالای ۲۰ سال	۶۵	۴۷/۶۳
	جمع	۱۳۲	۱۰۰

##### ۴-۲- بررسی فرضیه‌های تحقیق

۴-۲-۱- فرضیه ۱: بین سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان با ارزش بازار رابطه معنی دار

وجود دارد.

برای بررسی این فرضیه از تحلیل رگرسیون استفاده می‌گردد. نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد با ۹۹ درصد اطمینان ۶۲ درصد از تغییرات در ارزش بازار به واسطه سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان در سازمان‌ها صورت می‌پذیرد.

جدول ۲. بررسی تأثیر سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان بر ارزش بازار

متغیر وابسته	مقدار $R$	مقدار $R^2$	مقدار $F$	سطح معناداری
ارزش بازار	۰/۷۹	۰/۶۲	۱۸/۸۷	۰/۰۰۰۱**

\*\*\*: معناداری در سطح یک درصد خطا

جدول ۳ نشان می‌دهد در سطح یک درصد خطا مدیریت ذینفعان ۰/۵۲ و سرمایه فکری در حدود ۰/۴۳ از تغییرات در واریانس متغیر ارزش بازار را تبیین می‌کند. به عبارت دیگر اگر به متغیر مدیریت ذینفعان و سرمایه فکری یک واحد اضافه شود واریانس متغیر ارزش بازار به ترتیب ۰/۵۲ و ۰/۴۳ اضافه می‌شود.

جدول ۳. بررسی میزان ضریب تبیین متغیرهای سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان بر ارزش بازار

متغیر	مقدار $B$	مقدار $Beta$	مقدار $t$	سطح معناداری
مقدار ثابت	۱/۲۳		۱۲/۲۲	۰/۰۰۰۱**
سرمایه فکری	۰/۸۷	۰/۴۳	۱۸/۹۷	۰/۰۰۰۱**
مدیریت ذینفعان	۰/۹۶	۰/۵۲	۲۰/۲۱	۰/۰۰۰۱**

\*\*\*: معناداری در سطح یک درصد خطا

۴-۲-۲- بررسی فرضیه ۲: بین مدیریت ذینفعان، سرمایه فکری، ارزش بازار بر عملکرد

مالی شرکت‌ها رابطه معنی‌دار وجود دارد.

جدول ۴ نشان می‌دهد با ۹۹ درصد اطمینان در حدود ۵۰ درصد تغییرات در عملکرد مالی

شرکت‌ها به واسطه متغیرهای سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان و ارزش بازار می‌باشند.

جدول ۴. بررسی تأثیر سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان و ارزش بازار بر عملکرد مالی شرکت‌ها

متغیر وابسته	مقدار $R$	مقدار $R^2$	مقدار $F$	سطح معناداری
عملکرد مالی	۰/۷۱	۰/۵۰	۱۵/۵۷	۰/۰۰۰۱**

\*\*\*: معناداری در سطح یک درصد خطا

جدول ۵ نشان می‌دهد در سطح یک درصد خطا مدیریت ذینفعان ۰/۴۴ و ارزش بازار در

حدود ۰/۲۳ از تغییرات در واریانس متغیر عملکرد مالی را تبیین می‌کند. به عبارت دیگر اگر به

متغیر مدیریت ذینفعان و ارزش فکری یک واحد اضافه شود واریانس متغیر عملکرد مالی به

ترتیب ۰/۴۴ و ۰/۲۳ اضافه می‌شود. همچنین جدول ۵ نشان می‌دهد متغیر سرمایه فکری بر

عملکرد مالی اثر معنی‌دار ندارد.

جدول ۵. بررسی میزان ضریب تبیین متغیرهای سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان و ارزش بازار بر

عملکرد مالی شرکت‌ها

متغیر	مقدار $B$	مقدار $Beta$	مقدار $t$	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۹۲		۱۸/۲۲	۰/۰۰۰۱**



سرمایه فکری	۰/۱۰	۰/۰۴	۰/۲۴	۰/۷۴
مدیریت ذینفعان	۰/۸۶	۰/۴۴	۱۸/۱۵	۰/۰۰۰۱**
ارزش بازار	۰/۵۶	۰/۲۳	۲۱/۱۲	۰/۰۰۰۱**

\*\*معناداری در سطح یک درصد خطا

۴-۲-۳- بررسی فرضیه ۳: بین متغیر مدیریت ذینفعان و سرمایه فکری رابطه معنی دار

وجود دارد.

جدول ۶ نشان می‌دهد با ۹۹ درصد اطمینان متغیر مدیریت ذینفعان در حدود ۲۷ درصد از

تغییرات در متغیر سرمایه فکری را تبیین می‌نماید.

جدول ۶. بررسی تأثیر مدیریت ذینفعان بر سرمایه فکری شرکت‌ها

متغیر وابسته	مقدار $R$	مقدار $R^2$	مقدار $F$	سطح معناداری
سرمایه فکری	۰/۵۲	۰/۲۷	۲۴/۰۷	۰/۰۰۰۱**

\*\*معناداری در سطح یک درصد خطا

جدول ۷ نشان می‌دهد در سطح یک درصد خطا مدیریت ذینفعان در حدود ۶۷٪ از

تغییرات در واریانس متغیر سرمایه فکری را تبیین می‌کند. به عبارت دیگر اگر به متغیر مدیریت

ذینفعان یک واحد اضافه شود واریانس متغیر سرمایه فکری ۶۷٪ اضافه می‌شود.

جدول ۷. بررسی میزان ضریب تبیین متغیرهای مدیریت ذینفعان بر سرمایه فکری شرکت‌ها

متغیر	مقدار $B$	مقدار $Beta$	مقدار $t$	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۵۴		۱۱/۴۴	۰/۰۰۰۱**
مدیریت ذینفعان	۰/۹۹	۰/۶۷	۱۶/۲۴	۰/۰۰۰۱**

\*\*معناداری در سطح یک درصد خطا

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف پاسخگویی به این سؤال که آیا سرمایه فکری سازمان‌ها به واسطه

مدیریت ذینفعان می‌تواند بر ارزش بازار و به تبع آن عملکرد مالی سازمان تأثیر بگذارند، طراحی

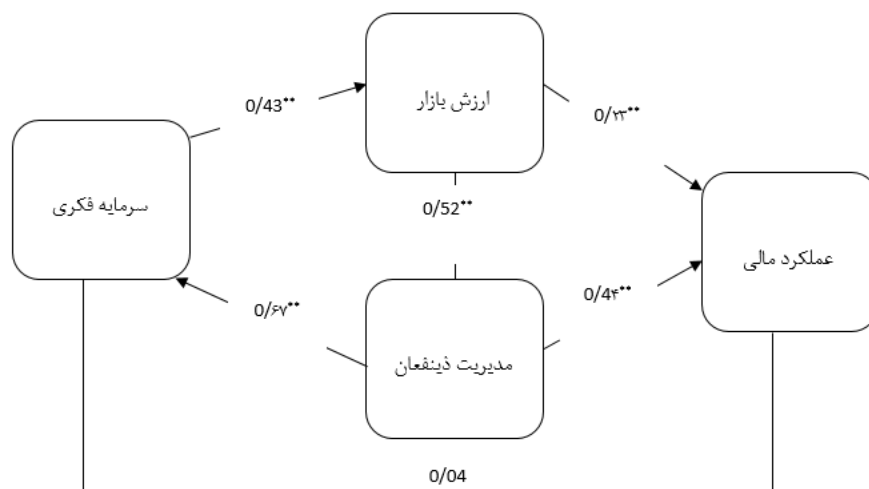
شده است. نتایج پژوهش نشان داد؛ متغیرهای سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان با ۹۹ درصد

اطمینان بر متغیر ارزش بازار اثر مثبت دارند و متغیرهای مدیریت ذینفعان و ارزش بازار بر متغیر

عملکرد مالی اثر مثبت و معنی‌دار دارند. اما متغیر سرمایه فکری بر متغیر عملکرد مالی اثر معنی‌دار

ندارد. از طرفی نتایج پژوهش نشان داد متغیر مدیریت ذینفعان بر متغیر سرمایه فکری اثر مثبت و

معنی دار دارد. بر این اساس مدل رابطه بین سرمایه فکری، مدیریت ذینفعان، ارزش بازار با عملکرد مالی شرکت‌های غیر مالی در شکل شماره ۲ نشان داده می‌شود:



شکل ۲. مدلسازی رابطه بین ارزش بازار، سرمایه فکری و مدیریت ذینفعان با عملکرد مالی شرکت‌های غیر مالی

نتایج پژوهش حاضر در راستای تعیین رابطه سرمایه فکری و عملکرد مالی با مطالعات *Chang and Hiseh* (۲۰۱۱)، *Zeghal and Malol* (۲۰۱۰) و پورزمانی و همکاران (۱۳۹۱) در یک راستا نمی‌باشد. زیرا با توجه به بررسی مکانیسم تأثیرگذاری مشخص شده است که سرمایه فکری همان ذینفعان و روابط آنها هستند که از طریق تأثیرگذاری بر ارزش بازار بر عملکرد مالی اثر مثبت دارند. همچنین در خصوص تعیین رابطه مدیریت ذینفعان با عملکرد مالی نتایج پژوهش حاضر با مطالعات گل محمدی و همکاران (۱۳۹۶)، گل محمدی و پورحیدری (۱۳۹۵) و *Bohren et.al* (۲۰۱۲) در یک راستا می‌باشد. کسب نتایج مطرح شده با توجه به مفهوم مدیریت ذینفعان به عنوان اجزای سرمایه فکری در اقتصاد دانش محور امروز دور از ذهن نیست. بنابراین، با توجه به اینکه سرمایه فکری سازمان‌ها با مدیریت ذینفعان بر ارزش بازار و به تبع آن عملکرد مالی شرکت‌ها اثر مثبت می‌گذارند، پیشنهادات زیر ارائه می‌شود:

- سهامداران و مشتریان از مهمترین ارکان نظام تأمین مالی شرکتی محسوب می‌شوند؛ اما باید این نکته را مد نظر داشت که توجه به منافع تمام گروه‌های ذینفع با ارزشهای ایرانی و اسلامی سازگارتر است و طبق آموزه‌های فرهنگی، منافع جمعی بر

## منافع شخصی ترجیح دارد.

- سازمان بورس و اوراق بهادار در تدوین دستورالعمل حاکمیت شرکتی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتها و حمایت از کلیه گروههای ذینفع را لحاظ کند.
- با توجه به اینکه در پژوهش حاضر سرمایه فکری به صورت غیر مستقیم به واسطه اثر گذاری بر مدیریت ذینفعان بر عملکرد مالی شرکتها اثر مثبت دارد، بنابراین پیشنهادات برای تحقیقات آتی شامل موارد زیر می‌گردد:
  - الف - تعیین مکانیزم چگونگی تاثیر مدیریت ذینفعان بر سرمایه فکری شرکتها،
  - ب - تعیین مکانیزم چگونگی تاثیر مدیریت ذینفعان بر ارزش بازار شرکتها و
  - ج - تاثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی با استفاده از معیارهای عملکرد مبتنی بر بازار مانند  $Q$  توین، بازده سهام و رشد درآمدها نیز مورد بررسی قرار گیرد و نتایج آن با روش این پژوهش مورد مقایسه قرار گیرد.

## منابع

- ابراهیم‌نژاد، نفیسه و معقول، علی (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد سازمان تامین اجتماعی شعبه چهار مشهد. کنفرانس بین المللی نخبگان مدیریت.
- پورزمانی، زهرا؛ جهانشاد، آزیتا و محمودآبادی، عتی (۱۳۹۱). تأثیر سرمایه فکری بر ارزش بازار و عملکرد مالی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۶۸، ۱۷-۳۰.
- گل محمدی شورکی، مجتبی؛ پورحیدری، امید و بهارمقدم، مهدی (۱۳۹۶). بررسی تأثیر مدیریت ذی نفعان بر سود تقسیمی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۴، شماره ۳، ۳۷۱-۳۹۴.
- گل محمدی شورکی، مجتبی و پورحیدری، امید (۱۳۹۵). تأثیر مدیریت ذینفعان بر عملکرد مالی شرکت، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره ۵، شماره ۸، ۲۵-۵۰.
- همتی، حسن؛ معین‌الدین، محمود و مظفری‌شمسی، مریم (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین سرمایه فکری و ارزش بازار و عملکرد مالی شرکت‌های غیر مالی، حسابداری مالی دوره ۲، شماره ۷، ۲۳-۴۸.
- Bohren, O., Josefsen, M. G. & Steen, P. E. (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking & Finance*, 36(10), 2852–2864.
- Chang, w. and Hsieh, J. (2011).” The dynamics of intellectual capital in organizational development” *African Journal of Business Management* Vol. 5(6), pp.2345-2355, 18 March 2011.
- Maditinos, D., D. Chatzoudes, C.H. Tsairidis, and T. Theriou.(2011)” The impact of intellectual capital on firms’ market value and financial performance”, *Journal of Intellectual Capital* Vol. 12 No. 1, 011pp. 132-151.
- Sardo, F. and Z.errasqueiro. (2017). A European empirical study of the relationship between firms’ intellectual capital, financial performance and market value. *Journal of Intellectual Capital.*, 18(4), Pp: 771-778.