

## عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت های پذیرفته شده در بورس

### تهران با مدل معادلات ساختاری - PLS

علی علیزاده<sup>۱</sup>، سیدعلیرضا میر عرب بیگی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش ۱۴۰۳/۰۹/۰۶

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۵/۱۴

#### چکیده

هدف از این پژوهش بررسی عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران با مدل معادلات ساختاری - PLS میباشد. در این پژوهش ساختار سرمایه، ریسک، سودآوری، تصمیمات سرمایه گذاری، سیاست تقسیم سود، فرصت های رشد به عنوان متغیر مستقل و ارزش آفرینی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. جامعه آماری این پژوهش شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران میباشد که با استفاده از روش تعدیل جامعه تعداد ۱۱۸ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد. به منظور تخمین مدل های پژوهش از روش حداقل مربعات جزعی با استفاده از مدل معادلات ساختاری استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که ارتباط بین ساختار سرمایه و ارزش آفرینی و ارتباط بین ریسک و ارزش آفرینی منفی و معنادار است، ولی ارتباط بین سود آوری و ارزش آفرینی، ارتباط بین اندازه شرکت و ارزش آفرینی، ارتباط بین سیاست تقسیم سود و ارزش آفرینی، ارتباط بین تصمیمات سرمایه گذاری و ارزش آفرینی و ارتباط بین فرصت های رشد و ارزش آفرینی مثبت و معنادار است

کلمه های کلیدی: ارزش آفرینی، معادلات ساختاری و بورس اوراق بهادار

<sup>۱</sup> مدرس گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شهر قدس، شهر قدس، ایران

<sup>۲</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد رودهن، رودهن، ایران [Mirarab\\_alireza@yahoo.com](mailto:Mirarab_alireza@yahoo.com)

## ۱- مقدمه

از مهمترین اهداف بنگاه های اقتصادی، کسب سود در کوتاه مدت و افزایش ثروت اقتصادی مالکان در بلند مدت است. این مهم با اتخاذ تصمیم منطقی در فرآیند سرمایه گذاری امکان پذیر می شود. اتخاذ تصمیمات منطقی رابطه مستقیم با ارزیابی عملکرد بنگاه های اقتصادی دارد و ارزیابی عملکرد بنگاه های اقتصادی، نیازمند شناخت معیارها و شاخص ها است به طوری که برای ارزیابی عملکرد معیارهای مختلفی وجود دارد که به دو دسته حسابداری و اقتصادی تقسیم بندی می شود. در شاخصهای حسابداری، عملکرد شرکت با توجه به داده های حسابداری ارزیابی میشود در حالی که در معیارهای ارزش افزوده، عملکرد شرکت با توجه به قدرت کسب سود دارایی های موجود و سرمایه گذاری بالقوه و با عنایت به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه ارزیابی می گردد و پیچیدگی محاسباتی زیادی نیز دارند. در کنار شاخصهای حسابداری، شاخصهای مالی و اقتصادی از جمله مواردی هستند که عملکرد شرکتها با آنها ارزیابی میشود. این شاخصها میتوانند به طور مستقیم و غیر مستقیم بر ارزش آفرینی شرکتها تاثیر داشته باشند. در این پژوهش با توجه به مطالعه پیشینه پژوهش، شاخصهایی به عنوان عوامل ارزش آفرینی شرکت در نظر گرفته شده است و مورد ارزیابی قرار گرفته اند.

کسب و کار و گستردگی و پیچیدگی آن، موجب گردید که دیدگاههای جدیدی بر پایه ارزش مطرح شود، از جمله می توان به دیدگاه ارزش آفرینی اشاره نمود. دیدگاه کسب سود به حداکثر سازی ثروت بصورت سستی شکل گرفته و اما امروز به خلق ارزش و ارزش آفرینی تغییر جهت عمیق یافته است که پایه و اساس آن تفکر مدیریت مبتنی بر ارزش است. معرفی هر تفکر، مستلزم بهره مندی مجموعه ای از اصول، مفروضات، چارچوبها و مبانی است که تفکر مورد اشاره آن را دارا می باشد (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۵). فرناندز معتقد است که در فرآیند ارزش آفرینی مالی، تبیین ایجاد ارزش برای سهامدار بسیار با اهمیت است (فرناندز، ۲۰۰۲)

از اینرو شناسایی و انتخاب استراتژیهایی که برای سهامداران خلق ارزش کند یکی از چالشهای بزرگی است که مدیریت در عصر حاضر با آن مواجه است. شناسایی عوامل مالی با بیشترین تاثیر روی ارزش آفرینی در یک کسب و کار می تواند به برقرار سازی معیارهایی برای گزینش استراتژی مناسب در این مسیر کمک نماید. توانایی یک شرکت برای ایجاد ارزش با توزیع جریانهای نقدی به ذینفعان اش به تولنایی اش در ایجاد پول

نقد از عملیاتش و دسترسی به وجوه بیشتر از طریق تامین مالی از منابع بیرونی بستگی دارد. دو منبع اساسی تامین مالی از بیرون بدهی و حقوق صاحبان سهام است. توانایی امروز یک شرکت برای استقراض بر اساس پیش بینی‌ها و برآوردهای ایجاد جریان نقدی آن تعیین می‌شود. بازده‌های سهام‌دار اصولاً به قیمت‌ها، هزینه‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، حجم محصولات فروش رفته، و مخاطره آمیز بودن شرکتها در یک صنعت بستگی دارد. متغیرهای معرف این عوامل می‌توانند بعنوان عوامل تعیین کننده ارزش سهام‌دار در نظر گرفته شوند. سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری سرمایه ثابت دو عنصر از محرکه‌های ارزش سرمایه‌گذاری هستند. انتخابهای سرمایه‌گذاری و سیاستهای مالی مدیریت نیز از جمله محرکه‌های ارزش در چهارچوب مخاطره آمیز بودن جریانهای نقدی برای شرکت محسوب می‌شوند. صرفه جویی‌های در مقیاس برای شرکتها در خرید، ساخت، توزیع، و تحقیقات می‌تواند ایجاد کننده محرکه‌های ارزش در حاشیه‌های عملیاتی، سرمایه‌گذار سرمایه در گردش، و سرمایه‌گذاری سرمایه ثابت باشد. ارتباط بین زنجیره‌های ارزش و محرکه‌های ارزش، همانطور که در نرخ رشد فروش، حاشیه سود عملیاتی، نرخ مالیات بر درآمد، سرمایه‌گذاری سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاری سرمایه ثابت، و هزینه سرمایه سنگ بناهای خلق ارزش برای سهام‌دار هستند (کومار<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵)

سود بعنوان متغیر مهمی که ارزش بازار سهام عادی را متاثر می‌سازد شناخته می‌شود. تصمیمات سرمایه‌گذاری با هدف گسترش مقیاس عملیات، ایجاد سود را بعنوان هدف غایی شان مد نظر دارند. از اینرو، افزایش سود می‌تواند روی ارزش بازار یک شرکت تاثیرگذار باشد. بسیاری از مطالعات معیارهای ارزش بازار حقوق صاحبان سهام مازاد بر ارزش دفتری، مانند نسبت  $q$  توبین، ارزش بازار به ارزش دفتری<sup>۲</sup>، نسبت قیمت — به — سود<sup>۳</sup>، یا نسبت قیمت به فروش<sup>۴</sup>، را بعنوان متغیر معرف ارزش ایجاد شده در یک شرکت در نظر گرفته اند. مطالعات همچنین بر نقش مثبت سرمایه‌گذاری‌های تحقیق و توسعه<sup>۵</sup> (R&D) در رشد اقتصادی، بهره‌وری و سود دهی تاکید داشته اند (کومار، ۲۰۱۵) این تحقیق در پی پاسخ به این سوال است که در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکتها چه معیارهایی هستند؟ جهت دستیابی به سوال فوق از مدل معادلات ساختاری استفاده می‌شود.

<sup>1</sup> Kumar

<sup>2</sup> market to book value

<sup>3</sup> price to earnings ratio

<sup>4</sup> price to sales ratio

<sup>5</sup> research and development

## ۲- مبانی نظری

### ۲-۱- ارزش آفرینی

ارزش واژه‌های عمیق و بنیادی و با تاریخچه‌ای طولانی اما با نگاهی نو در ادبیات علمی مطرح است. امروزه موفقیت کسب و کار و استمرار و پایداری آن با توجه به ارزشهای مورد نظر همه ذینفعان، تحقق می‌یابد. ارزش در فرآیند پذیرش، بقا و نهادینه سازی، نیازمند ارزش آفرینی است. تعامل ارزش و ارزش آفرینی، هم افزایی را به ارمغان می‌آورد که بر همه فرآیندهای ارزش و مهمتر از همه بر تفکر مدیریت مبتنی بر ارزش، تاثیر خواهد گذاشت. ارزش آفرینی یعنی خلق ارزش، ناشی از اعمال انسانی و مدیریتی است که خلق ثروت را به همراه دارد. ارزش آفرینی برای مشتریان شامل ساخت محصولات و ارائه خدماتی که مشتریان آن را مفید تشخیص دهند و رضایت و نیاز آنان را به درستی تامین کند. ارزش آفرینی و موفقیت کسب و کار ارتباط تنگاتنگ و تعامل همه جانبه وجود دارد (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۱، ۸).

### ۲-۲- ساختار سرمایه:

ساختار سرمایه یک شرکت ترکیبی از بدهی‌های کوتاه مدت، بدهی‌های بلندمدت و حقوق صاحبان سهام می‌باشد که بوسیله آن دارایی‌های شرکت تامین مالی شده است و شامل اقلام سمت چپ ترازنامه می‌باشد. ساختار سرمایه به ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت اشاره دارد که رفتار شرکت را در تامین مالی عملیات کلی و رشد آن نشان می‌دهد و به عنوان یکی از تصمیمات مهم در مدیریت مالی در نظر گرفته شده است. تامین مالی از طریق بدهی شامل صدور اوراق قرضه و یا اوراق بدهی بلندمدت، اجاره و وام بانکی می‌شود. استفاده بیش از حد از بدهی در تامین مالی به علت هزینه ورشکستگی، شرکت‌ها را دچار مخاطره می‌کند. وجوه ناشی از بدهی از طریق بانک‌ها، افراد و موسسات مالی، مثل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه فراهم می‌شود که در اوراق بدهی از جمله اوراق قرضه و غیره سرمایه‌گذاری می‌کنند. تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، شامل سهام عادی می‌شود که هزینه سرمایه بالاتری دارد. چراکه سهامداران در ازای ریسک بیشتری که نسبت به صاحبان بدهی تحمل می‌کنند، خواهان سود بیشتری نیز هستند (افزا و حسین<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). نکته قابل توجه این است که ساختار مالی بدهی‌های کوتاه مدت، بلندمدت و همچنین حقوق صاحبان سهام و

<sup>1</sup> Afza & Hussain

یا به عبارتی طرف چپ ترازنامه را شامل می‌شود. عده‌ای ساختار سرمایه را معادل ساختار مالی می‌دانند و برخی با این دیدگاه که ساختار سرمایه منابع تامین مالی بلندمدت شرکت را شامل می‌شود، بین ساختار مالی و ساختار سرمایه تمایز قائل می‌شوند (ابرار محمد، ۱۳۹۰).

### ۳-۲- پیشینه تحقیق :

کاویانی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی تحت عنوان تبیین رابطه بین فرصت‌های رشد، اندازه و ساختار سرمایه با ارزش افزوده اقتصادی صاحبان سهام (EEVA) به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها ۱ (STDTA) و همچنین بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها ۲ (LTDTA) با EEVA رابطه معنادار و منفی و بین فرصت‌های رشد و اندازه شرکت با EEVA رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد در حالی که بین نسبت کل بدهی و کل دارایی‌ها ۳ (TDTA) با EEVA رابطه معناداری وجود ندارد.

عباسی و کاویانی (۱۳۹۳) در تحقیقی تحت عنوان بررسی تأثیر اهرم مالی بر ارزش افزوده واقعی (TVA) با استفاده از رگرسیون OLS به این نتیجه رسیدند که بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها ۴ (STDTA) و همچنین بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها ۵ (LTDTA) با TVA رابطه معنادار و منفی وجود داشته است در حالی که بین نسبت کل بدهی و کل دارایی‌ها ۶ (TDTA) با TVA رابطه معناداری وجود ندارد.

شاه‌ویسی و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی تحت عنوان بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و متغیرهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که رابطه منفی بین ساختار سرمایه با MVA، EVA و CVA وجود دارد.

جنیدی‌یکتا (۱۳۹۱) در پژوهشی تحت عنوان مقایسه محتوای اطلاعاتی نسبت‌های  $M/BV$ ،  $P/E$  و  $Q$  توپین در پیش بینی بازده سهام‌دار (SR) در ۷۵ شرکت مورد نمونه در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسید که بین نسبت  $Q$  توپین و نسبت قیمت بازار به ارزش دفتری هر سهم  $(M/BV)$  با بازده سهام‌دار رابطه مثبت و معناداری وجود

<sup>1</sup> Short-term Debt to Total Asset

<sup>2</sup> Long- term Debt to Total Asset

<sup>3</sup> Total Debt to Tal Asset

<sup>4</sup> Short-term Debt to Total Asset

<sup>5</sup> Long- term Debt to Total Asset

<sup>6</sup> Total Debt to Tal Asset

<sup>7</sup> Market to book value

عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت‌های پذیرفته شده و... دارد، درحالی‌که بین نسبت قیمت به سود (P/E) با بازده سهام‌دار هیچگونه رابطه معناداری وجود نداشته است.

رییس‌زاده و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهش با عنوان بررسی رابطه بین نسبت Q توبین و معیار سود تقسیمی هر سهم (DPS) در ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و امکان جایگزینی آن، به این نتیجه رسیدند که بین نسبت Q توبین و سود تقسیمی هر سهم رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و امکان جایگزینی نسبت Q توبین به جای سود تقسیمی هر سهم وجود ندارد.

مرادی و پورحسن (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان بررسی کارکرد نسبت Q توبین و مقایسه‌ی آن با نسبت‌های P/E و P/B در پیش‌بینی بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که در فرایند پیش‌بینی بازده حقوق صاحبان سهام، اگرچه قدرت پیش‌بینی کنندگی نسبت Q توبین در مقایسه با سایر نسبت‌های ارزشیابی P/E و P/B بیشتر است، ولی قدرت پیش‌بینی کنندگی آن زیاد نیست.

کاشانی‌پور و رسائیان (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان رابطه بین Q توبین و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها در ایران به این نتیجه رسیدند که بین نسبت Q توبین و بازده سالانه سهام رله معناداری وجود ندارد. Q توبین با ارزش افزوده بازار و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه مثبت و معناداری دارد.

نمازی و زراعت‌گری (۱۳۸۸)، در پژوهشی با عنوان بررسی کارکرد نسبت Q توبین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که استفاده از نسبت Q توبین در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هنوز جایگاهی ندارد. همچنین، Q توبین با معیارهای قیمت سهام، بازده دارایی‌ها و سود هر سهم ارتباط

معناداری دارد و با نسبت جاری، آنی، گردش دارایی‌ها، سود باقیمانده، رشد فروش، رشد سود، سود عملیاتی، فروش ارتباط معناداری ندارد. در بررسی نسبت Q توبین در صنایع مختلف مشخص گردید که صنعت خودروسازی دارای بیشترین مقدار Q توبین و صنعت نساجی دارای کمترین مقدار Q توبین است.

مدرس و فرج‌زاده (۱۳۸۸)، در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین نسبت Q توبین و معیار سود هر سهم (EPS)، در ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق

<sup>1</sup> Price to earnings

بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که بطور کلی بین نسبت  $Q$  توبین و معیار سود هر سهم در ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران همبستگی معناداری وجود دارد اما از نظر آماری شدت آن در حد متوسط ( $rp=0/484$ ) می باشد، لذا نتایج این پژوهش استفاده از نسبت  $Q$  توبین به تنهایی برای ارزیابی عملکرد شرکتهای جهت اتخاذ تصمیمات توصیه نمی کند.

کومار (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکتهای پذیرفته شده در بورس شرکتهای بزرگ خلیج با استفاده از مدل معادلات ساختاری به این نتیجه رسیدند که شرکتهای با اهرم بالا ارزش کمتری دارند، همچنین اندازه شرکت ارتباط منفی با ارزش آفرینی شرکت دارد.

شاملی و قدرتی (۲۰۱۴) در تحقیقی تحت عنوان رابطه بین ساختار سرمایه و  $EVA$  در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران به این نتیجه رسیدند که رابطه بین معناداری بین ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می دهد که رابطه منفی بین نسبت کل بدهی به دارایی و کل بدهی های جاری و به کل دارایی ها با  $EVA$  وجود دارد.

در مطالعه انجام گرفته توسط گامبا و تریاندیس<sup>۱</sup> (۲۰۰۸)، مدلی توسعه داده می شود که سیاستهای پویای تامین مالی، سرمایه گذاری، و نگهداری/پرداخت وجوه نقد را بمنظور تحلیل انعطاف پذیری مالی بر مبنای ارزش شرکت را درونی سازی می کند. این مطالعه نشان می دهد که ارزش انعطاف پذیری مالی به هزینه های تامین مالی از بیرون، سطح مالیات شرکتی و شخصی، و امکان رشد بالقوه شرکت بستگی دارد.

بویر و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) مشاهده می کنند که بازده سهام انرژی کانادا ارتباط مثبتی با بازده بازار سهام کانادا، همراه با افزایشهای قیمت نفت خام و گاز طبیعی، با رشد در جریانهای نقدی داخلی و ذخایر انرژی اثبات شده، و ارتباط منفی با نرخهای بهره دارد.

الدومیاتی<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) به بررسی رابطه ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار مصر پرداخت. او ساختار سرمایه را به سه سطح شرکتهای با بدهی بالا، شرکتهای با بدهی متوسط و شرکتهای با بدهی پائین تقسیم بندی نمود. معیارهای ارزیابی عملکرد پژوهش او نیز شامل ارزش افزوده بازار ( $MVA$ )، ارزش بازار به ارزش

<sup>1</sup> Gamba and Triantis

<sup>2</sup> Boyer et al

<sup>3</sup> Eldomaity

عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت‌های پذیرفته شده و...

دفتری<sup>۱</sup> (M/B) و قیمت به سود<sup>۲</sup> (P/E) بوده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در شرکت‌های با بدهی پائین، نسبت بدهی کوتاه‌مدت با نسبت P/E رابطه مثبت دارد. در ضمن بطور کلی بین دو نسبت بدهی کوتاه‌مدت و نسبت بدهی بلندمدت با معیارهای ارزیابی عملکرد M/B و MVA به ترتیب رابطه قوی وجود دارد.

مطالعه انجام گرفته توسط سم بن و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۲) از روش تخمین مدل پروبیت تصادفی برای برآورد عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام تونس استفاده می‌کند. در این مطالعه، مشاهده می‌شود که احتمال خلق ارزش آتی بطور معناداری با سوددهی همبسته است. در این مطالعه همچنین مشاهده می‌شود که ارزش آفرینی از الگوهای صنعت، اندازه، و ماهیت اموال تاثیر می‌پذیرد. ارتباط بین موقعیت استراتژیکی یک شرکت و عملکرد مالی آن از سوی دبودینات<sup>۴</sup> (۱۹۷۵)، پنه<sup>۵</sup> (۱۹۸۳)، دگوس و همکاران<sup>۶</sup> (۱۹۸۸)، و غیره مورد حمایت قرار گرفته است.

کبی و همکاران<sup>۷</sup> (۱۹۹۶) در مطالعه ای روی یک نمونه از شرکت‌های فرانسوی، متغیرهای مبتنی بر سودآوری، فعالیت، سیاست مالی، سیاست سرمایه‌گذاری، و سیاست تقسیم سود (نقدی) را بعنوان عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شناسایی می‌کنند.

فاما و فرنچ<sup>۸</sup> (۱۹۹۵) رفتار قیمت‌های سهام در رابطه با اندازه و نسبت BE/ME که منعکس کننده رفتار سود است را مورد مطالعه قرار دادند. آنها بطور مشخص به کند و کاو در این باره پرداختند که آیا رفتار قیمت‌های سهام در رابطه با اندازه و BE/ME با رفتار سود سازگار است یا نه؟ در چهارچوب قیمت گذاری عقلایی، این مطالعه نشان دهنده این است که یک نسبت BE/ME بالا نشانه تداوم سود ضعیف، و یک نسبت BE/ME پائین نشانه سود (دهی) قوی است. یک قیمت سهام پائین نسبت به ارزش اسمی (BE/ME پائین) نشانه سود پائین پایدار است نسبت به حقوق صاحبان سهام دفتری است. بطور خلاصه، BE/ME پائین (قیمت سهام بالا نسبت به ارزش دفتری) در شرکت‌های با متوسط بازده سرمایه بالا (سهام رشدی) معمول است، در حالیکه BE/ME بالا در شرکت‌های نسبتاً در مانده معمول است. فاما و فرنچ همچنین نتیجه می‌گیرند که

<sup>1</sup> Market/Book

<sup>2</sup> Price/Earnings

<sup>3</sup> Sam Ben et al

<sup>4</sup> De Bodinat

<sup>5</sup> Pene

<sup>6</sup> Degos et al

<sup>7</sup> Caby et al



فصلنامه کنکاش مدیریت و حسابداری، جلد ۴، شماره ۳، پاییز ۱۴۰۳

اندازه با سودآوری (سوددهی) مرتبط است. با کنترل نسبت  $BE/ME$ ، سهام کوچک در مقایسه با سهام بزرگ معمولاً سود کمتری نسبت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام دارند.

فاما و فرنچ (۱۹۹۲) اندازه (که بر حسب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام سنجیده می‌شود) و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام را عوامل تعیین کننده مهمی که منعکس کننده ویژگیهای اساسی مقطعی میانگین بازده سهام طی دوره ۱۹۹۰ - ۱۹۶۳ می‌یابند. نتایج مهم فاما و فرنچ<sup>۱</sup> (۱۹۹۲) نشان می‌دهد که برای دوره ۱۹۹۰ - ۱۹۶۳، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تغییرات مقطعی در میانگین بازدههای سهام مربوط به اندازه، نسبت سود به قیمت ( $E/P$ )، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، و اهرم (مالی) را پوشش می‌دهد. می‌توان اظهار داشت که اگر سهام بصورت عقلایی قیمت گذاری شود، تفاوت‌های سیستماتیک در متوسط بازدهها می‌تواند به تفاوتها در ریسک نسبت داده شود. براساس دیدگاه قیمت گذاری عقلایی، متغیر اندازه سنجیده شده بر حسب کل ارزش بازار سهام منتشره (قیمت ضربدر تعداد سهام) و ارزش اسمی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام<sup>۲</sup> ( $BE/ME$ ) می‌توانند بعنوان متغیرهای شاخص حساسیت به عوامل مشترک ریسک در بازدهها در نظر گرفته شوند

پنمن (۱۹۹۱) نتیجه می‌گیرد که تداوم سودآوری در شرکتهای با نسبت  $BE/ME$  پائین بیش از شرکتهای با نسبت  $BE/ME$  بالا است. بر اساس یافته‌های چان و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۹۱)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عامل تعیین کننده مهمی در توضیح متوسط بازدههای مقطعی در سهام ژاپنی است.

چن و همکاران (۱۹۹۱) عنوان می‌دارند که چشم اندازهای سود شرکتهای با یک عامل ریسک در بازدهها مرتبط است. شرکتهای با قیمتهای سهام پائین و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بالا که معمولاً از سوی بازار چشم انداز نویدبخشی برای شان متصور نیست پرمخاطره و دارای بازده سهام مورد انتظار بالاتری نسبت به شرکتهای با چشم انداز قوی هستند.

<sup>1</sup> Fama and French

<sup>2</sup> book to market equity

<sup>3</sup> Chan et al

عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت های پذیرفته شده و...

بانداری ۱ (۱۹۸۸) رابطه مثبتی را بین اهرم و متوسط بازده گزارش می کند. راپاپورت ۲ (۱۹۸۷) نرخ رشد، حاشیه سود عملیاتی، نرخ مالیات بر درآمد، سرمایه گذاری سرمایه در گردش، سرمایه گذاری سرمایه ثابت، هزینه سرمایه، و طول مدت رشد ارزش را بعنوان عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی معرفی می کند. مطالعات استتمن ۳ (۱۹۸۰) و روزنبرگ و همکاران ۴ (۱۹۸۵) نشان می دهد که متوسط بازده های سهام ارتباط مثبتی با نسبت ارزش دفتری - به - ارزش بازار حقوق صاحبان سهام دارد.

مطالعه واریایا ۵ (۱۹۸۷) اهمیت بازده حقوق صاحبان سهام بعنوان نشانه سرمایه گذاری سودآور مورد تاکید قرار می دهد. نتایج این مطالعه نشان می دهد که سودآوری و رشد روی ارزش (ایجاد شده برای) سهام دار تاثیرگذارند، و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت  $q$  توین از لحاظ نظری و تجربی معیارهای معادل ارزش آفرینی هستند.

یافته های بانز ۶ (۱۹۸۱) مؤید تاثیرات مربوط به اندازه (بر حسب ارزش بازار سهام منتشره) بعنوان یک عامل تعیین کننده متوسط بازده های ارائه شده بر مبنای بتای بازار است. در این مطالعه، مشاهده می شود که میانگین بازده ها نسبت به اندازه کوچک (ارزش بازار پائین سرمایه) سهام با توجه به برآورد بتای آنها بسیار بالا و میانگین بازده ها نسبت به اندازه بزرگ (ارزش بازار بالای سرمایه) سهام پائین است.

بر اساس مطالعات راس ۷ (۱۹۷۷)، باتاچاریا ۸ (۱۹۷۹)، هاکانسن ۹ (۱۹۸۲)، و میلر و همکاران ۱۰ (۱۹۸۵)، پرداخت سود نقدی توان بالقوه بالاتر شرکتها در ایجاد جریان نقدی را به بازار خبر می دهد. انتخاب سطح بدهی گویای کیفیت شرکت است (لیلان، ۱۹۷۷؛ راس، ۱۹۷۷؛ مایرز ۱۱، ۱۹۷۷). راپاپورت (۱۹۸۶) سودآوری را عامل تعیین کننده مهمی برای ارزش آفرینی ارزیابی می کند. بهبود سودآوری می تواند از صرفه جویی در مقیاس، و روابط کاهش دهنده هزینه با تامین کنندگان و (برقراری) کانالها حاصل گردد.

<sup>1</sup> Bhandari

<sup>2</sup> Rappaport

<sup>3</sup> Stattman

<sup>4</sup> Rosenberg et al

<sup>5</sup> Varaiya

<sup>6</sup> Banz

<sup>7</sup> Ross

<sup>8</sup> Bhattacharya

<sup>9</sup> Hakansson

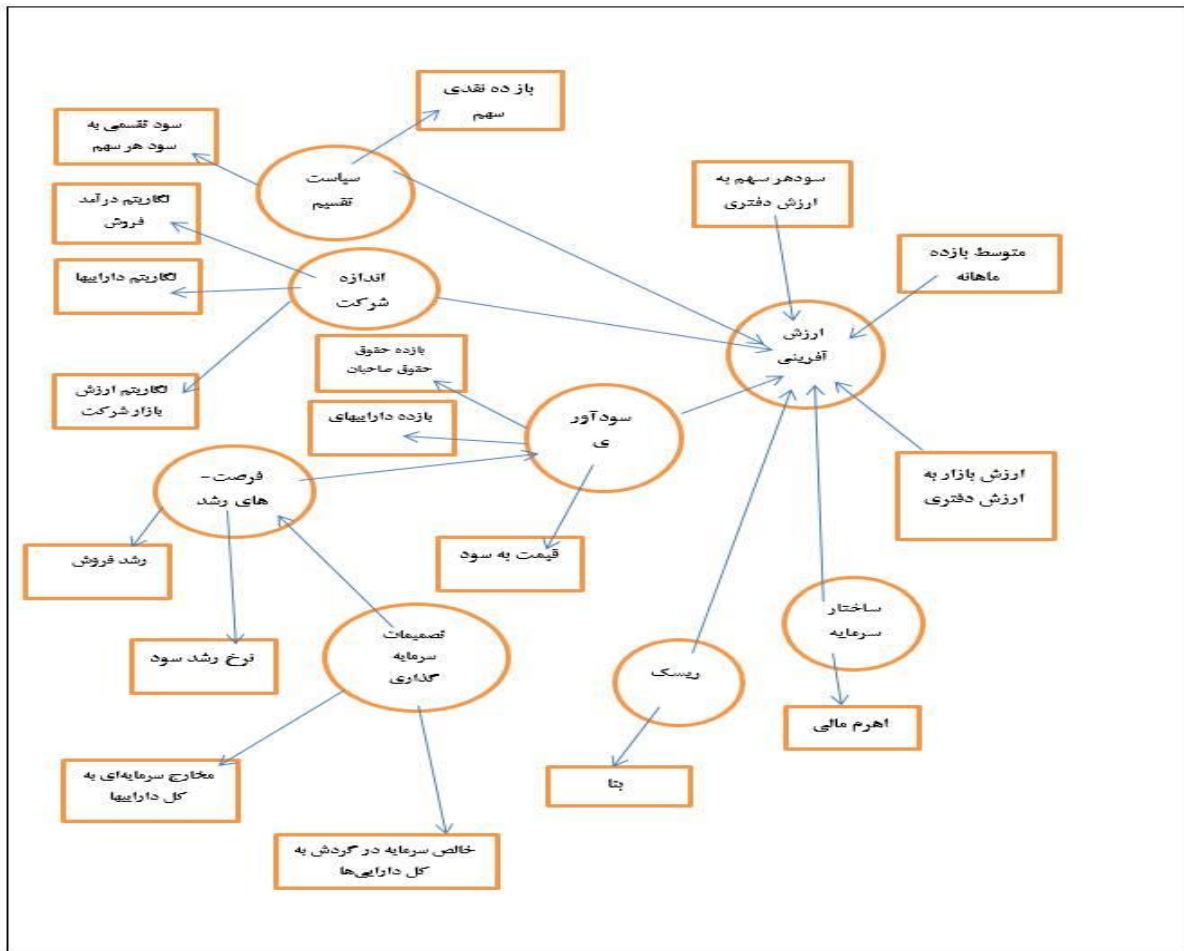
<sup>10</sup> Miller et al

<sup>11</sup> Myers

بنابراین فرضیه های پژوهش بصورت زیر قابل بیان است:

۱. ساختار سرمایه تعیین کننده ارزش آفرینی شرکتهای بورس اوراق بهادار است
  ۲. ریسک تعیین کننده ارزش آفرینی شرکتهای بورس اوراق بهادار است
  ۳. سودآوری تعیین کننده ارزش آفرینی شرکتهای بورس اوراق بهادار است
  ۴. اندازه شرکت تعیین کننده ارزش آفرینی شرکتهای بورس اوراق بهادار است
  ۵. سیاست تقسیم سود تعیین کننده ارزش آفرینی شرکتهای بورس اوراق بهادار است
  ۶. تصمیمات سرمایه گذاری تعیین کننده ارزش آفرینی شرکتهای بورس اوراق بهادار است
  ۷. فرصتهای رشد تعیین کننده ارزش آفرینی شرکتهای بورس اوراق بهادار است
- تصمیمات سرمایه گذاری منجر به افزایش رشد شده و رشد شرکت با سود آوری شرکت رابطه معناداری دارد و با افزایش سود آوری برای شرکت ارزش آفرینی ایجاد می کند.

و بر اساس فرضیه ها مدل مفهومی تحقیق بصورت زیر قابل ترسیم است:



### ۳- روش تحقیق

#### ۳-۱- قلمرو

##### قلمرو زمانی

- قلمرو زمانی تحقیق ، از ابتدای سال مالی ۱۳۸۹ تا پایان سال مالی ۱۳۹۴ است

##### قلمرو مکانی

- قلمرو مکانی این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران میباشد

##### قلمرو موضوعی

- عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران با

مدل معادلات ساختاری- PLS در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران

#### ۳-۲- جامعه و نمونه آماری

##### جامعه آماری

در این تحقیق جامعه آماری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

##### نمونه آماری تحقیق و روش نمونه گیری

هدف از انجام هر تحقیق، شناخت و پیش بینی یک پدیده، در یک جامعه آماری است. برای بدست آوردن شناخت از آن پدیده، نمونه ای از آن جامعه انتخاب می شود و تجزیه و تحلیل ها بر روی آن نمونه منتخب انجام می گیرد و سپس نتایج به کل جامعه آماری تعمیم داده می شود. در تحقیق حاضر برای تعیین نمونه آماری، از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است.

در این پژوهش نمونه گیری انجام نمیشود بلکه با استفاده از روش تعدیل جامعه شرکتهای نمونه انتخاب میشود. بدین منظور آن دسته از شرکت های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا باشند به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف می شوند.

۱. سال مالی شرکت منتهی به تاریخ پایان اسفند ماه هر سال باشد.

۲. شرکت طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.

۳. شرکتهای تحت بررسی جزء شرکتهای سرمایه گذاری، هلدینگ ، واسطه گری مالی و بیمه نباشند.

۴. اطلاعات و داده های آنها در دسترس باشد.

۵. معاملات سهام شرکت به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از سه ماه در مورد سهام یاد شده اتفاق نیفتاده باشد.

۶. سایر شروط بر اساس موضوع و هدف تحقیق (مانند سودآور بودن، نوع گزارش حسابرسی، صورتهای مالی تلفیقی و ...)

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، جامعه آماری تعدیل و از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۱۸ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شده است.

#### ۴-۲- نحوه جمع آوری داده ها

روش گردآوری مطالب کتابخانه ای و میدانی می باشد. ابتدا با مراجعه به منابع موجود (کتابخانه، پایان نامه ها، مقالات، اینترنت) چارچوب نظری و پیشینه تحقیق تنظیم گردید و در ادامه برای دستیابی به اطلاعات و داده های مندرج در صورتهای مالی شرکتها به بانک اطلاعات سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار مراجعه و نیز با استفاده از بانک اطلاعاتی رهاورد نوین به جمع آوری داده ها در دوره زمانی تحقیق از صورتهای مالی شرکتها و یادداشت های همراه آن اقدام شده است. پس از جمع آوری اطلاعات به روش فوق، متغیرهای تحقیق با استفاده از نرم افزار صفحه گسترده اکسل محاسبه خواهند گردید و سپس جهت آزمون به نرم افزار pls منتقل می گردد.

شرکت هایی که سال مالی آنها در طول دوره تحقیق تغییر نکرده باشد.

با توجه به محدودیت های اعمال شده تعداد ۱۲۱ شرکت به عنوان نمونه انتخاب می شود.

جدول ۱ - تعداد شرکتهای نمونه

تعداد شرکت ها	شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
۴۵۷	تعداد کل شرکت های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۳
۵۸	(-) شرکت های مالی
۸۳	(-) شرکت هایی که پایان سال مالی آنها پایان اسفندماه نیست.
۸۲	(-) شرکت هایی که سهام آنها در فصل آخر سال حداقل یک بار هم معامله نشده باشد.
۱۱۶	(-) شرکت هایی که اطلاعات آنها در دسترس نیست.
۱۱۸	شرکت های نمونه

## ۵-۲- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

تجزیه و تحلیل به عنوان فرایندی از روش علمی، یکی از پایه های اساسی هر تحقیق است. برای این منظور از فنون آماری توصیفی و استنباطی استفاده خواهد شد. با استفاده از این آمار توصیفی شاخص های آماری اطلاعات گرد آوری شده، محاسبه و با استفاده از ابزار های نمودار جدولی و نمودار گرافیکی مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهد گرفت. از فنون استنباطی نیز برای آزمون فرضیه ها و رسیدن به پاسخ سوالات بر اساس احتمال استفاده خواهد شد. بنابر این اطلاعات فراهم شده توسط پایگاههای اطلاعاتی ابتدا در نرم افزار Excel و دسته بندی و مرتب سازی خواهد شد. و سپس به نرم افزار Smart PLS منتقل خواهد شد. یعنی برای تعیین اثر ارزیابی مبتنی بر هر یک از متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش آفرینی شرکت‌ها، از رگرسیون خطی، روش تحلیل مسیر و روش حداقل مربعات جزئی استفاده می‌گردد. مدل اصلی استفاده شده در این مقاله مبتنی بر مدل سازی معادله ساختاری (SEM) است. این روش امکان تحلیل مسیر را فراهم می‌کند. مدل سازی معادله ساختاری برای به تصویر کشیدن روابط میان متغیرهای مشاهده شده به کار می‌رود و هدف آن فراهم کردن آزمونی کمی برای یک مدل نظری مفروض شده به وسیله پژوهشگر می‌باشد. روش حداقل مربعات جزئی<sup>۱</sup> (PLS) مشابه رگرسیون OLS است که واریانس باقی مانده ها را برای متغیرهای آشکار مرتبط با متغیر مکنون (پنهان)، حداقل می‌سازد. روش حداقل مربعات جزئی (PLS) برای حل مسائل مربوط به هم خطی و مدل های پیچیده و غیرخطی و تحلیل هم زمان مدل ها بسیار مناسب است. در این پژوهش مدل به دو روش تحلیل مسیر و حداقل مربعات جزئی با استفاده از نرم افزار pls مورد بررسی قرار می‌گیرد.

جدول ۲ - آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد	چولگی	کشیدگی	جارك-برا	سطح معناداری
BETA1	1.60416	0.606334	709.0701	-74.513	27.125	25.259	661.2	127466	0.00000
BVT	1.60416	0.606334	709.0701	-74.513	27.125	25.25	661.2	1274661	0.00000
CAPE	0.14424	0.094146	7.026401	-0.8068	0.3904	11.59	174.7	878700.	0.00000

1 Partial Least Squares

0.0000	175.23	4.5516	0.9464	1.3737	10.08	18.817	13.545	13.7629	DIVYIE LD
0.0000	179.85	4.8937	0.800	1.398	8.1164	18.332	12.934	13.1783	DPO
0.00000	272099. 9	98.43	6.978	0.289	0.032	5.1715	0.6498	0.65894	EG1
0.0000	372311 4.	359.38	-8.3085	7.5920	-159.75	115.93	0.2912	0.3086	ETBET
0.00000	104098 6.	191.64	-0.513	3.0364	-43.177	49.260	0.1840	0.2523	LEV1
0.0000	375508.	115.28	-7.5971	0.303	-4.668	1.7690	0.0628	0.04949	LNME
0.0000	35.609	3.8562	0.347	1.570	22.26	32.678	27.191	27.2006	LNSAL E
0.0000	372311 4.	359.38	-8.3085	7.592	-159.75	115.93	0.2912	0.30866	MVT
0.00000	111312 5.	196.39	12.793	54264	0.002	1.0100	1.5229	684209.	LNTA
0.0000	95234.	58.297	7.0372	83684.	3349.	915679 56	414509	227773.	PE
0.00000	104098 6.	191.64	-0.5137	3.0360	-43.171	49.260	0.1840	0.25233	RETUR NI
0.0000	172420 4.	244.61	11.915	86.81	-794	1718.0	6.0573	15.0362	ROA1
0.0000	170900 3.	243.64	-11.39	10.694	-213.82	72.7715	0.9425	0.78515	ROE1
0.0000	737203 6.	503.35	-20.509	1.92	-4.680	6.270	3.4100	8.500	SG1
0.0000	110356 2	615.4	-23.71	6.03860	-154.43	33.079	0.27900	0.1895	WC

#### ۶-۲- آزمون مدل اندازه گیری

قبل از بررسی ضرایب مسیر و نتیجه گیری در مورد فرضیات تحقیق، لازم است کیفیت برازش مدل را بررسی کنیم. یکی از تفاوت های نرم افزار Smart PLS با سایر نرم افزار های معادلات ساختاری این است که کیفیت مدل در دو قسمت بررسی می شود. قسمت اول کیفیت مدل اندازه گیری و قسمت دوم آزمون مدل ساختاری. بنابراین به بررسی این شاخص ها می پردازیم. لذا معیار های بررسی کیفیت مدل اندازه گیری در جدول (۴-۱) ارائه شده است.

جدول ۳ - معیار های بررسی کیفیت مدل اندازه گیری

شاخص CR	شاخص R <sup>2</sup>	شاخص AVE	متغیر
۰.۹۲	---	۰.۹۴	اندازه شرکت

عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت های پذیرفته شده و...

ساختار سرمایه	۰.۶۹	---	۰.۶۵
فرصت رشد	۰.۶۹	۰.۳۱۲	۰.۷۹
تصمیمات سرمایه گذاری	۰.۷۱	---	۰.۷۱
سود آوری	۰.۵۹	۰.۲۹۴	۰.۹۲
ریسک	۰.۸۵	---	۰.۸۵
سیاست تقسیم سود	۰.۵۸	---	۰.۸۳
ارزش آفرینی	۰.۶۹	۰.۵۴۵	۰.۷۲

همانطور که در جدول (۲) مشاهده می کنید، شاخص AVE (میانگین واریانس استخراج شده) برای تمام متغیرها بیشتر از ۰/۵ می باشد. همچنین شاخص CR (ضریب روایی ترکیبی یا ضریب دیلون-گلدشتاین) برای تمام متغیرها بیشتر از ۰/۷ می باشد. بنابراین از بررسی این شاخص ها نتیجه می گیریم مدل اندازه گیری از کیفیت مطلوبی برخوردار است. حال به بررسی روایی تشخیصی مدل اندازه گیری می پردازیم.

جدول ۴ - همبستگی متغیرهای پژوهش

	1	2	3	4	5	6	7	8
۱- ارزش آفرینی	۰.۶ ۸							
۲- اندازه شرکت	۰.۴ ۰	۰.۹ ۷						
۳- تصمیمات سرمایه گذاری	۰.۳ ۱	۰.۶ ۶	۰.۸ ۴					
۴- ریسک	۰.۳ ۵	۰.۰ ۹	۰.۰ ۲	۰.۹ ۲				
۵- ساختار سرمایه	۰.۲	۰.۰ ۴	۰.۱ ۴	۰.۰ ۷	۰.۸ ۳			



۶-	۰.۰	۰.۲	۰.۰	۰.۰	۰.۲	۰.۶		
سودآوری	۷	۱	۵	۵	۴	۱		
۷-	۰.۵	۰.۶	۰.۶	۰.۰	۰.۱	۰.۰	۰.۷	
سیاست تقسیم سود	۳	۱	۱	۲	۳	۳		
۸-	۰.۴	۰.۶	۰.۷	۰.۰	۰.۱	۰.۰	۰.۶	۰.۷
فرصت رشد	۰	۲	۴	۳	۳	۴	۴	۱

در قطر اصلی جدول فوق، جذر میانگین واریانس استخراج شده قرار داده شده است. همانطور که مشاهده می شود، این میزان برای هر متغیر بیشتر از همبستگی آن با سایر متغیرها می باشد و این نشان می دهد مدل اندازه گیری از کیفیت مطلوبی برخوردار است.

#### آزمون مدل ساختاری

پس از بررسی مدل اندازه گیری، نوبت به بررسی و آزمون مدل ساختاری می رسد. آزمون الگوی ساختاری یا فرضیه های پژوهش، شامل بررسی ضرایب مسیر  $\beta$ ، معنی داری ضرایب مسیر و مقادیر  $R^2$  می باشد. همچنین برای بررسی کیفیت مدل ساختاری از ضریب استون-گیسر  $Q^2$  که همان بررسی اعتبار حشو یا افزونگی می باشد استفاده می شود.

در شکل (۱) و شکل (۲) ارائه شده در پیوست، به ترتیب ضرایب مسیر، معناداری آنها و نیز  $R^2$  ارائه شده است. اما برای بررسی روایی مدل ساختاری از ضریب ضریب استون-گیسر استفاده می کنیم (توجه شود این شاخص برای متغیرهای درون زا محاسبه می شود و برای متغیرهای برون زا مقدار آن صفر است) که در جدول زیر گزارش شده است.

جدول ۵ - شاخص روایی درونی مدل ساختاری

	SSO	SSE	$Q^2=(1-SSE/SSO)$
ارزش آفرینی	۳۵۱	۳۵۴	۰.۰۱
اندازه شرکت	۳۵۱	۳۵۱	۰
تصمیمات سرمایه گذاری	۲۳۴	۲۳۴	۰
ریسک	۱۱۷	۱۱۷	۰

عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت های پذیرفته شده و...

ساختار سرمایه	۱۱۷	۱۱۷	۰
سودآوری	۳۵۱	۳۵۱	۰.۰۰۰۲
سیاست تقسیم سود	۲۳۴	۲۳۴	۰
فرصت رشد	۲۳۴	۱۷۶	۰.۲۴۶

همانطور که در جدول فوق مشاهده می کنید، مقادیر ضریب استون-گیسر  $Q^2$ ، مثبت هستند و این نشان از روایی مطلوب مدل اندازه گیری دارد.

### بررسی فرضیات تحقیق

پس از اطمینان از نیکویی برازش مدل نظری تحقیق، ضرایب مسیر که توسط نرم افزار گزارش شده است را در جدول زیر گزارش می کنیم.

جدول ۶ - نتایج ضرایب مسیر و ضرایب معناداری فرضیات مدل تحقیق

فرضیه	مسیر ساختاری	ضریب مسیر ( $\beta$ )	معناداری (T-Value)	نتیجه آزمون
اول	ساختار سرمایه ---- ارزش آفرینی	-۰.۱۳۵	۳.۲۰۵	پذیرش فرضیه
دوم	ریسک ---- ارزش آفرینی	۰.۴۰	۳.۰۱۳	پذیرش فرضیه
سوم	سودآوری ---- ارزش آفرینی	۰.۱۲۹	۲.۰۳۱	پذیرش فرضیه
چهارم	اندازه شرکت ---- ارزش آفرینی	۰.۱۳۸	۲.۲۴۳	پذیرش فرضیه
پنجم	سیاست تقسیم سود ---- ارزش آفرینی	۰.۴۳۲	۲.۳۹۸	پذیرش فرضیه
ششم	تصمیمات سرمایه گذاری ---- فرصتهای رشد	۰.۷۳۸	۳.۰۸۴	پذیرش فرضیه
هفتم	فرصتهای رشد ---- سودآوری	۰.۴۳۰	۲.۳۵۹	پذیرش فرضیه

آزمون فرضیه اول: بین ساختار سرمایه و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود

دارد.

$H_0$ : بین ساختار سرمایه و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود ندارد.

$H_1$ : بین ساختار سرمایه و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول (۴-۴) عدد معنی داری به دست آمده از تحلیل مدل سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۳.۲۰۵ بوده که از ۱.۹۶ بزرگتر می باشد. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تایید و فرضیه صفر رد می شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری ساختار سرمایه بر ارزش آفرینی برابر -۰.۱۳۵ و در جهت معکوس می باشد.

آزمون فرضیه دوم: بین ریسک و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

H<sub>0</sub>: بین ریسک و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود ندارد.

H<sub>1</sub>: بین ریسک و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی داری به دست آمده از تحلیل مدل سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۳.۰۱۳ بوده که از ۱.۹۶ بزرگتر می باشد. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تایید و فرضیه صفر رد می شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری ریسک بر ارزش آفرینی برابر ۰.۴- و در جهت معکوس می باشد.

آزمون فرضیه سوم: بین سودآوری و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

H<sub>0</sub>: بین سودآوری و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود ندارد.

H<sub>1</sub>: بین سودآوری و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی داری به دست آمده از تحلیل مدل سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۲.۰۳۱ بوده که از ۱.۹۶ بزرگتر می باشد. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تایید و فرضیه صفر رد می شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری سودآوری بر ارزش آفرینی برابر ۰.۱۲۹ و در جهت مستقیم می باشد.

آزمون فرضیه چهارم: بین اندازه شرکت و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود

دارد.

H<sub>0</sub>: بین اندازه شرکت و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود ندارد.

H<sub>1</sub>: بین اندازه شرکت و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی داری به دست آمده از تحلیل مدل سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۲.۲۴۳ بوده که از ۱.۹۶ بزرگتر می باشد. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تایید و فرضیه صفر رد می شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری اندازه شرکت بر ارزش آفرینی برابر ۰.۱۳۸ و در جهت مستقیم می باشد.

آزمون فرضیه پنجم: بین سیاست تقسیم سود و ارزش آفرینی رابطه معناداری

وجود دارد.

H<sub>0</sub>: بین سیاست تقسیم سود و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود ندارد.

عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت‌های پذیرفته شده و...

**H<sub>1</sub>**: بین سیاست تقسیم سود و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی داری به دست آمده از تحلیل مدل سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۲.۳۹۸ بوده که از ۱.۹۶ بزرگتر می باشد. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تایید و فرضیه صفر رد می شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری سیاست تقسیم سود بر ارزش آفرینی برابر ۰.۴۳۲ و در جهت مستقیم می باشد.

**آزمون فرضیه ششم: بین تصمیمات سرمایه گذاری و فرصتهای رشد رابطه**

**معناداری وجود دارد.**

**H<sub>0</sub>**: بین تصمیمات سرمایه گذاری و فرصتهای رشد رابطه معناداری وجود ندارد.

**H<sub>1</sub>**: بین تصمیمات سرمایه گذاری و فرصتهای رشد رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی داری به دست آمده از تحلیل مدل سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۳.۰۸۴ بوده که از ۱.۹۶ بزرگتر می باشد. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تایید و فرضیه صفر رد می شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری تصمیمات سرمایه گذاری بر فرصتهای رشد برابر ۰.۷۳۸ و در جهت مستقیم می باشد.

**آزمون فرضیه هفتم: بین فرصت‌های رشد و سودآوری رابطه معناداری وجود**

**دارد.**

**H<sub>0</sub>**: بین فرصت‌های رشد و سودآوری رابطه معناداری وجود ندارد.

**H<sub>1</sub>**: بین فرصت‌های رشد و سودآوری رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی داری به دست آمده از تحلیل مدل سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۲.۳۵۹ بوده که از ۱.۹۶ بزرگتر می باشد. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تایید و فرضیه صفر رد می شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری فرصت‌های رشد بر سودآوری برابر ۰.۴۳۰ و در جهت مستقیم می باشد.

مروری بر نتایج به دست آمده از پژوهش

نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش:

**آزمون فرضیه اول: بین ساختار سرمایه و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود**

**دارد.**

نتیجه آزمون مربوط به این فرضیه، حاکی از این است که ارتباط بین ساختار سرمایه و ارزش آفرینی منفی و معنادار است بدین معنا که با افزایش اهرم مالی که شاخص ساختار سرمایه است، ارزش آفرینی شرکتهای بورسی کاهش پیدا میکند. در دوره پژوهش با افزایش نرخ تورم و همچنین با افزایش نرخ دلار، شرکتهای با نرخ های پایین دلار وام گرفته اند و با نرخ های بالاتر مجبور به باز پرداخت آن بوده اند و این یکی از دلایلی است که اهرم مالی بالاتر منجر به کاهش ارزش آفرینی شرکتهای شده است. نتایج این پژوهش با نتایج کومار (۲۰۱۵)، کبی و همکاران<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) همخوانی دارد.

#### آزمون فرضیه دوم: بین ریسک و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

نتیجه آزمون مربوط به این فرضیه، حاکی از این است که ارتباط بین ریسک و ارزش آفرینی منفی و معنادار است بدین معنا که با افزایش ریسک شرکت، ارزش آفرینی شرکتهای بورسی کاهش پیدا میکند. با توجه به دلایل ارائه شده در فرضیه اول افزایش تورم، افزایش نرخ دلار، عدم ثبات قیمتها و عدم ثبات اقتصادی باعث افزایش ریسک سیستماتیک شرکتهای شده است. افزایش ریسک به صورت نامتناسب با بازده باعث کاهش ارزش شرکتهای بورسی میشود.

#### آزمون فرضیه سوم: بین سودآوری و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

نتیجه آزمون مربوط به این فرضیه، حاکی از این است که ارتباط بین سود آوری و ارزش آفرینی مثبت و معنادار است بدین معنا که با افزایش سود آوری شرکت، ارزش آفرینی شرکتهای بورسی افزایش پیدا میکند. در دوره مورد بررسی شرکتهای هرچند متناسب با ریسک متحمل شده سود آوری نداشته اند، ولی سود آوری ایجاد شده در شرکتهای توانسته است باعث ارزش آفرینی شود. نتایج این پژوهش با نتایج سم بن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۲)، کبی و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۹۶)، واریا<sup>۴</sup> (۱۹۸۷) (لیلانند، ۱۹۷۷؛ راس، ۱۹۷۷؛ مایرز<sup>۵</sup>، ۱۹۷۷). راپاپورت (۱۹۸۶)، همخوانی دارد.

#### آزمون فرضیه چهارم: بین اندازه شرکت و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود

دارد.

<sup>1</sup> Caby et al

<sup>2</sup> Sam Ben et al

<sup>3</sup> Caby et al

<sup>4</sup> Varaiya

<sup>5</sup> Myers

عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت‌های پذیرفته شده و...

نتیجه آزمون مربوط به این فرضیه، حاکی از این است که ارتباط بین اندازه شرکت و ارزش آفرینی مثبت و معنادار است بدین معنا که با افزایش اندازه شرکت، ارزش آفرینی شرکت‌های بورسی افزایش پیدا میکند. شرکت‌های بزرگتر در شرایط مطالعات اقتصادی دوام بیشتری دارند و به دلیل بالاتر بودن میزان دارایی‌های خود اظرفیت استقراض به طرق مختلف را دارند. به طوری که طبق گفته‌های وزیر اقتصاد تعداد زیادی شرکت کوچک و بنگاه زود بازده در طی پنج سال گذشته تعطیل شده‌اند و این موضوع برای شرکت‌های بورسی مستثنا نیست. بنابر این شرکت‌های بزرگ ارزش آفرینی بیشتری توانسته‌اند ایجاد کنند. نتایج این پژوهش با نتایج سم بن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) همخوانی دارد.

**آزمون فرضیه پنجم: بین سیاست تقسیم سود و ارزش آفرینی رابطه معناداری**

**وجود دارد.**

نتیجه آزمون مربوط به این فرضیه، حاکی از این است که ارتباط بین سیاست تقسیم سود و ارزش آفرینی مثبت و معنادار است بدین معنا که با افزایش نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم و همچنین افزایش تقسیم نسبت سود تقسیمی هر سهم به قیمت هر سهم، که از شاخص‌های سود آوری در این پژوهش می‌باشند، ارزش آفرینی شرکت نیز افزایش پیدا کرده است. افزایش سود تقسیمی به دلیل ملموس بودن و نقد بودن، باعث ایجاد انگیزه در سهامداران میشود و همین امر باعث تشویق به خرید سهام اینگونه شرکت‌ها و افزایش قدرت شوندگی سهام شرکت میشود. نتایج این پژوهش با نتایج کبی و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۶)، دیودینات<sup>۳</sup> (۱۹۷۵)، پنه<sup>۴</sup> (۱۹۸۳)، دگوس و همکاران<sup>۵</sup> (۱۹۸۸)، همخوانی دارد.

**آزمون فرضیه ششم: بین تصمیمات سرمایه گذاری و فرصت‌های رشد رابطه**

**معناداری وجود دارد.**

نتیجه آزمون مربوط به این فرضیه، حاکی از این است که ارتباط بین تصمیمات سرمایه گذاری و ارزش آفرینی مثبت و معنادار است بدین معنا که با افزایش سرمایه گذاری در دارایی‌های سرمایه ای و افزایش سرمایه در گردش ارزش آفرینی شرکت افزایش پیدا کرده است. تصمیمات سرمایه گذاری منجر به افزایش رشد شده و رشد شرکت با سود آوری شرکت رابطه معناداری دارد و با افزایش سود آوری برای شرکت ارزش آفرینی ایجاد

<sup>1</sup> Sam Ben et al

<sup>2</sup> Caby et al

<sup>3</sup> De Bodinat

<sup>4</sup> Pene

<sup>5</sup> Degos et al

فصلنامه کنکاش مدیریت و حسابداری، جلد ۴، شماره ۳، پاییز ۱۴۰۳

می‌کند. با افزایش تورم و همچنین بی‌ثباتی اقتصادی شاید سرمایه‌گذاری در داراییهای سرمایه‌ای مناسبترین گزینه برای سرمایه‌گذاری است. نتایج این پژوهش با نتایج کبی و همکاران<sup>۱</sup> (۱۹۹۶)، راپاپورت<sup>۲</sup> (۱۹۸۷) همخوانی دارد.

**آزمون فرضیه هفتم: بین فرصت‌های رشد و ارزش آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.**

نتیجه آزمون مربوط به این فرضیه، حاکی از این است که ارتباط بین فرصت‌های رشد و ارزش آفرینی مثبت و معنادار است بدین معنا که با افزایش فرصت‌های رشد، ارزش آفرینی شرکتهای بورسی افزایش پیدا میکند. نتایج این پژوهش با نتایج، واریا<sup>۳</sup> (۱۹۸۷) همخوانی دارد. با افزایش رشد فروش و افزایش نرخ سود شرکتهای فرصت‌های ارزش آفرینی افزایش پیدا میکند.

### نتایج پژوهش

#### پیشنهاد‌های حاصل از نتایج پژوهش

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد میشود در پیش‌بینی ارزش آفرینی شرکتهای جهت سرمایه‌گذاری به ساختار سرمایه‌گذاری شرکتها توجه کنند که شرکتهای با اهرم بالا ارزش آفرینی کمتری دارند

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد میشود در از سرمایه‌گذاری در شرکتهای با ریسک بالا بپرهیزند.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد میشود شرکتها را به صورت بنیادی تحلیل کنند و با توجه به میزان سود آوری، شرکتهای دارای چشم‌انداز سود آوری بالاتر را جهت سرمایه‌گذاری انتخاب کنند.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد میشود شرکتهای با ارزش‌داری بالاتر را جهت سرمایه‌گذاری انتخاب کنند.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد میشود که در شرکتهایی سرمایه‌گذاری کنند که نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم و همچنین نسبت سود تقسیمی هر سهم به قیمت هر سهم بالاتری دارند.

<sup>1</sup> Caby et al

<sup>2</sup> Rappaport

<sup>3</sup> Varaiya

عوامل تعیین کننده ارزش آفرینی شرکت های پذیرفته شده و...  
به سرمایه گذاران پیشنهاد میشود در شرکتهایی سرمایه گذاری کنند که سرمایه گذاری در داراییهای سرمایه ای انجام داده اند و سرمایه در گردش بالایی نیز دارند.  
به سرمایه گذاران پیشنهاد میشود در شرکتهایی که دارای فرصتهای رشدی بالاتری هستند سرمایه گذاری نمایند.

### فهرست منابع

- جنیدی، یکتا (۱۳۹۱). مقایسه محتوای اطلاعاتی نسبتهای  $M/BV$ ،  $P/E$  و  $Q$  توپین در پیش بینی بازده سهامدار (SR)، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و پژوهشات تهران.
- رییس زاده، سید محمد رضا، محسنی، ابراهیم؛ و امید عبدالمهی (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین نسبت  $Q$  توپین و معیار سود تقسیمی هر سهم (DPS) در ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و امکان جایگزینی آن، پژوهشات حسابداری و حسابرسی.
- کاشانی پور، محمد و امیر رسائیان (۱۳۸۸). رابطه بین  $Q$  توپین و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتهای در ایران، فصلنامه حسابداری مالی شماره ۳، صص ۱۴۶-۱۳۱.
- مدرس، احمد و محمد فرج زاده (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین نسبت  $Q$  توپین و معیار سود هر سهم (EPS)، در ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات، شماره ۲۱.
- نمازی، محمد و رامین زراعت گری (۱۳۸۸). بررسی کارد نسبت  $Q$  توپین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت حسابداری دانشگاه شیراز، شماره اول.
- عباسی، ابراهیم؛ و میثم کاویانی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اهرم مالی بر ارزش افزوده واقعی (TVA) با استفاده از رگرسیون OLS، اولین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت، تهران.
- کاویانی، میثم؛ منتظری؛ جواد؛ و صدیقه قدرتی کیسمی (۱۳۹۴). تبیین رابطه بین فرصتهای رشد، اندازه و ساختار سرمایه با ارزش افزوده اقتصادی صاحبان سهام (EEVA)، دومین کنفرانس ملی توسعه علوم مهندسی، تکنابن، موسسه آموزش عالی آیندگان،  
[http://www.civilica.com/Paper-AIHE09-AIHE09\\_240.html](http://www.civilica.com/Paper-AIHE09-AIHE09_240.html)
- رهنمای رودپشتی، فریدون؛ نیکومرام، هاشم؛ و شادی شاهروردیانی (۱۳۹۵). مدیریت مالی راهبردی، تهران، انتشارات کساکوش

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects.  
Banz, R.W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. Journal of Financial Economics, 9, 3-18. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0)



- Basu, S. (1983). The relationship between earnings yield, market value, and return for NYSE common stocks: Further evidence. *Journal of Financial Economics*, 12, 129-156. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90031-4](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(83)90031-4)
- Bhandari, & Laxmi, C. (1988). Debt/Equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence. *Journal of Finance*, 43, 507-528. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03952.x>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy and "the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270. <http://dx.doi.org/10.2307/3003330>
- DeBodinat, H. (1978). Strategie et polique financiere. *La Revue Banque*, 374, 750-756. Retrieved from [http://www.groupeisca.ma/pdf/Listes des thèses et des mémoires/les publications de l'ISCAE/REVUE GESTION ET SOCIETE/Revue G&S de n°1 au n°16/REVUE N°16.1990.pdf](http://www.groupeisca.ma/pdf/Listes%20des%20theses%20et%20des%20memoires/les%20publications%20de%20l'ISCAE/REVUE%20GESTION%20ET%20SOCIETE/Revue%20G&S%20de%20n%251%20au%20n%2516/REVUE%20N%2516.1990.pdf)
- Degos, J. (1988). Evaluation des sociétés et de leurs titres. Vuibert. Retrieved from [http://197.14.51.10:81/.../Petit%20br%C3%A9viaire%20des%20id%C3%A9es%20re%C3%A7ues%20en%](http://197.14.51.10:81/.../Petit%20br%C3%A9viaire%20des%20id%C3%A9es%20re%C3%A7ues%20en%20)
- Eldomiati, T. (2005). "What about the debt governance structure and stockholders' Interests Transition market? Perspectives from Egypt", *Corporate ownership and control*, Vol. 3, No.2.
- Fama, E. F. (1976). *Foundations of Finance*. New York: Basic Books.
- Fama, E., & French, R. (1992). The cross section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E., & French, K. (1995). Size and Book to Market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50, 131-155.
- Fernandez, p. (2001) A definition of shareholder value creation, IESE Business school.
- Hakansson, N. (1982). To pay or not to pay dividends? *Journal of Finance*, 37, 415-430.
- Journal of Financial Markets, 5(1), 31-56. [http://dx.doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](http://dx.doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Kumar, R. B. (2015). Determinants of Value Creation of GCC Firms-An Application of PLS SEM Model. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(1), 76.
- Michael, H., Duane, I., Michael, C., & Donald, S. (2001). Entrepreneurial strategies for wealth creation. *Strategic Management Journal*, 22, 479-491.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-176. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Pene, D. (1983). *Modeles d'évaluation des entreprises et modeles strategiques*. Analyse Rappaport, A. (1986). Linking competitive strategy and shareholder value analysis. *The Journal of Business Strategy*, 3, 58-67.
- Rappaport, A. (1987). Corporate performance standards and shareholder value. *The Journal of Business Strategy*, 4, 28-38.
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive signaling approach.
- Shahreza, M., & Ghodrati, H. (2014). A study on relationship between capital structure and economic value added: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4(10), 2241-2250.
- Shahveisi, F., Navid, B. J., Najafi, Y., & Hosseini, S. A. A. (2012). The Study of the Relationship between the Capital Structure and the Variables of the Value-based Performance Assessment. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(7), 131-139.
- Stattman, D. (1980). Book values and stock returns. *The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers*, 4, 25-45.
- Varaiya, N. (1987). The relationship between growth, profitability and firm value. *Strategic Management Journal*, 8, 487-497. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250080507>