

## ارزیابی تاثیر رشد، اندازه و ساختار سرمایه شرکت بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش مدل سازی معادلات ساختاری

### علیرضا صرافى

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی علامه نائینی، نائین، ایران. (نویسنده مسئول)  
Alirezasarrafi2009@gmail.com

### امیر احمد آقا علیخانی

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غزالی، قزوین، ایران.  
amirahmad.aghaalikhani@gmail.com

### علی پور محمد باروق

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی غزالی، قزوین، ایران.  
ali.pirooz.64@gmail.com

### دکتر مهدی بشکوه

استادیار گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.  
beshkoo@gmail.com

شماره ۲۷ / تابستان ۱۳۹۹ (جلد سوم) / صص ۳۷-۴۷  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

### چکیده

امروزه شناخت عوامل زمینه ای موثر بر ارزش شرکت ها، برای سرمایه گذاران از اهمیت بالایی برخوردار می باشد. اخیرا بهره گیری از تکنیک های مدل سازی معادلات ساختاری در رشته های مدیریت و حسابداری مورد استفاده قرار می گیرد که می تواند از طریق تشکیل یک متغیر جدید (بر گرفته از چند متغیر مشترک)، تبیین مناسب تری را برای محقق فراهم نماید. بر همین اساس مطالعه حاضر با هدف ارزیابی تاثیر رشد، اندازه و ساختار سرمایه شرکت بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش مدل سازی معادلات ساختاری انجام شد. مطالعه حاضر بر اساس هدف، در دسته مطالعات کاربردی قرار دارد. همچنین با عنایت به آن که در این مطالعه نسبت به توصیف شرایط فعلی مبتنی بر روابط علی و معلولی میان متغیرها می پردازد، این مطالعه از نظر روش تحقیق از نوع مطالعات توصیفی-همبستگی است به طوری که در آن با بهره گیری از روش مدل سازی معادلات ساختاری (رگرسیون های چند متغیر همزمان-SEM) به بررسی روابط ساختاری و علی-معلولی میان متغیرها اقدام شده است. جامعه آماری این مطالعه را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ تشکیل داد. برای انتخاب نمونه آماری در این پژوهش از روش حذف نظام مند استفاده شد. بر این اساس تعداد ۲۹۶ شرکت از ۷۸۴ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. در تحقیق حاضر از مدل سازی معادلات ساختاری SEM-PLS (به منظور تعیین تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته) بهره گرفته شد. یافته های این پژوهش نشان داد مجموعه عواملی که در این مدل بر روی ارزش شرکت تاثیرگذار بودند، می توانند به میزان ۴۵/۲ درصد از تغییرات ارزش شرکت را تبیین نمایند.

**واژه های کلیدی:** مدل سازی معادلات ساختاری، رشد شرکت، اندازه شرکت، ساختار سرمایه.

### مقدمه

یک شرکت همیشه با هدف به حداکثر رساندن دارایی مالک یا به حداکثر رساندن ارزش تجاری تلاش می نماید. مطابق با دیدگاه محققان به طور کلی می توان بیان داشت به حداکثر رساندن ارزش تجاری، به حداکثر رساندن سود است،

هرچه تجارت بیشتر سود داشته باشد، ارزش شرکت بیشتر می شود. با این حال، اگر کسب و کار فقط به دنبال حداکثر کردن سود باشد، این امر چندین موضوع را بدین شرح مطرح می کند: برای سود، معمولاً شرکت ها می توانند یا درآمد فروش را افزایش دهند یا هزینه ها را کاهش دهند. اولاً، چگونه کسب و کارها فروش را افزایش می دهند؟ در صورت افزایش فروش (اعتباری)، کسب و کارها می توانند درآمد را افزایش دهند، اما ممکن است با ریسک های اعتباری نیز روبرو شوند که در این صورت، خریداران آن ها قادر به بازپرداخت پول نقد به موقع نیستند و یا اصلاً قادر به پس دادن نیستند (دانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹).

از طرف دیگر، در صورت عدم وجود پول نقد در شرکت ها برای مدت طولانی، در حالی که دریافت پول از خریداران انتظار می رود، ریسک افزایش می یابد. ثانیاً، چگونه کسب و کارها هزینه ها را کاهش می دهند؟ شرکت می تواند هزینه های آموزش کارمندان، یا هزینه های تعمیر و نگهداری ماشین آلات و تجهیزات و غیره را کاهش دهد. این کار فقط در کوتاه مدت سود را افزایش می دهد، اما در دراز مدت، شرکت قادر به رشد نیست و یا حتی پول بیشتری را به دلیل عملکرد نادرست از دست می دهد. همزمان، در زمانی که پول نقد سرمایه گذاری نشود و به طور معقول صرف نگردد، جریان نقدی بعدی که صاحبان دریافت می کنند کمتر و کمتر می شود. در نتیجه، ارزش حقوق صاحبان سهام به حداکثر نمی رسد بلکه کاهش می یابد که همان کاهش ارزش شرکت است (ژائو و یه<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹).

از جمله دیگر سوالاتی که مطرح است این مهم بوده که؛ آیا یک شرکت می تواند با کاهش پرداخت سود سهام خود و حفظ سود برای سرمایه گذاری، سودآوری آینده خود را افزایش دهد؟ اگر شرکت فقط سودآوری کوتاه مدت را دنبال کند، احتمالاً بسیاری از فرصت های سرمایه گذاری بلند مدت را از دست می دهد. فرصت ها می توانند پروژه های خوبی باشند که مستلزم خسارت پذیری شرکت ها در سال های نخستین است تا بتوانند در آینده پول نقد بسیار بیشتری را بدست آورند. علاوه بر این، هنگامی که شرکت سود را برای سرمایه گذاری مجدد بدون پرداخت بازده مورد انتظار به سرمایه گذاران از طریق پرداخت سود سهام حفظ می کند، ارزش شرکت نیز در نهایت کاهش می یابد (کورشف و استربولف<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵).

باید به این مسئله توجه داشت که سود همیشه به طور دقیق جریان ورود وجه نقد یا جریان خروج وجه نقد شرکت را منعکس نمی کند و این امر منجر به این وضعیت می شود که بسیاری از کسب و کارها بدون داشتن جریان نقدی واقعی، دارای سود دفتری می باشند. و بنابراین، هدف از به حداکثر رساندن سود، برخی اوقات به محقق شدن هدف حداکثر سازی ارزش شرکت (یا به حداکثر رساندن ارزش سهام) کمک نمی کند بلکه در ازاء، ارزش حقوق صاحبان سهام را کاهش می دهد. علاوه بر این، این دیدگاه وجود دارد که "به حداکثر رساندن ارزش شرکت، به حداکثر رساندن سود هر سهم<sup>۴</sup> یا به حداکثر رساندن بازده حقوق صاحبان سهام است. با این حال، در سود هر سهم، ارزش زمانی پول، مدت سود مورد انتظار و میزان سرمایه صرف شده برای سود لحاظ نمی گردد. علاوه بر این، در حداکثر سازی سود هر سهم، عوامل ریسک در انجام تجارت در نظر گرفته نمی شوند. در نهایت، حداکثر سازی سود هر سهم، استفاده از سیاست سود سهام را برای تأثیرگذاری بر قیمت سهام در بازار، ممکن نمی سازد. اگر قصد صرفاً حداکثر سازی سود هر سهم باشد، شاید شرکت هرگز سود سهام را پرداخت نکند (دانگ و همکاران، ۲۰۱۹).

از سوی دیگر، هدف حداکثر سازی بازده حقوق صاحبان سهام همچنین در نظر گرفتن سود خالص به تنهایی است، بنابراین ارزش زمانی و عامل ریسک نرخ ارز در آن لحاظ نمی گردد. در حداکثر سازی ارزش شرکت، به جنبه افزایش

<sup>1</sup> Dang et al.

<sup>2</sup> Zhao & Ye

<sup>3</sup> Kurshev, & Strebulaev,

<sup>4</sup> earnings per share (EPS)

ارزش دارایی های یک مالک به روش پایدار پرداخته می شود. هدف از حداکثر سازی ارزش شرکت و حداکثر سازی سهام ذینفعان چیست؟ حداکثر سازی ارزش شرکت، حداکثر سازی ارزش بازار است. ارزش دارایی های صاحب یک شرکت سهامدار، به واسطه بازار از طریق قیمت سهم تعیین می شود. بنابراین، ارزش دارایی سهامداران به حداکثر می رسد، که معادل با حداکثر سازی قیمت سهام در بازار است. به عبارت دیگر، هدف یک شرکت، حداکثر سازی ارزش دارایی های صاحبان است و هدف یک شرکت سهامی، حداکثر سازی قیمت سهام خود در بازار است (بالخیر و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). فرمول تعیین ارزش یک شرکت، به واسطه سرمایه گذاری بازار فعلی شرکت ارائه می شود (دانگ و همکاران، ۲۰۱۹). ارزش شرکت موضوعی است که مورد توجه بسیاری از مدیران و محققان کسب و کار قرار گرفته است. چه عواملی بر ارزش شرکت تأثیر می گذارد؟ در تحقیقات بسیاری از نویسندگان از جمله کودونگو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۵)، سوکواهی و کامباریان<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) اثر رشد، اندازه و ساختار سرمایه بر ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج مطالعات آن ها به دلیل استفاده از سنجش مختلف، دارای شباهت و اختلاف است. بر همین اساس در این مطالعه محقق سعی دارد تا به این سوال اصلی پاسخ دهد که رشد شرکت، اندازه و ساختار سرمایه شرکت بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تاثیری دارد؟ همچنین این مهم در مطالعه حاضر از طریق برآورد همزمان رگرسیونی صورت می گیرد که از طریق روش مدل سازی معادلات ساختاری محقق خواهد شد. بر همین اساس از دیگر سوالات اصلی در این مطالعه آن است که مدل برآورد شده به روش مدل سازی معادلات ساختاری از چه برازشی برخوردار می باشد؟

## تعریف مفهومی متغیرها

### ساختار سرمایه

ساختار سرمایه بخشی از ساختار مالی است که نشان دهنده نسبت (مطلق یا نسبی) بین کل سرمایه خارجی (هر دو در کوتاه مدت و دراز مدت) با کل سرمایه است. در واقع ساختار کیفیت- ترکیبی از وام و حقوق صاحبان سهام در ساختار مالی بلند مدت شرکت است. ساختار سرمایه، در دانش مالی، به روشی که شرکت از طریق آن سرمایه گذاری می کند، ساختار سرمایه گفته می شود. یک شرکت می تواند در سهام عادی یا ممتاز، از طریق درآمد کسب شده (که در شرکت حفظ شده است) یا از طریق دریافت بدهی، سرمایه گذاری کند؛ بعضی اوقات یک شرکت از ترکیب این ساختارها به منظور سرمایه گذاری استفاده می کند. هنگام تحلیل ساختار سرمایه نسبت بدهی های کوتاه مدت و بلند مدت در نظر گرفته می شود و در اینگونه مباحث هنگامی که به ساختار سرمایه اشاره می شود، معمولاً به نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام اشاره دارد، که بیان کننده میزان ریسک پذیری یک شرکت می باشد (سینگال و گوش، ۲۰۱۶).

### اندازه شرکت

اندازه شرکت شاخص منابع ملموس و همچنین نمایانگر برخورداری از منابع شرکت است. دو روش وجود دارد که می توان اندازه یک شرکت را مورد مطالعه قرار داد. اولاً، اندازه شرکت می تواند به اندازه سازمانی کاملاً مرتبط باشد. اندازه سازمان را می توان با تعداد کارکنان یا با ارزش حسابداری دارایی ها نشان داد؛ طبیعتاً آن ها با یکدیگر کاملاً همبستگی دارند. راه دوم برای تعیین اندازه شرکت، استفاده از سهم بازار شرکت است. اگرچه اندازه و سهم بازار از نظر مفهومی متفاوت هستند، اما از نظر تجربی با یکدیگر همبستگی دارند. مطابق با مطالعات قبلی که در این راستا انجام گرفته، محققان در کارهای آتی از تعداد کارکنان به عنوان متغیر شاخص اندازه شرکت استفاده کردند (باتچا، ۲۰۱۶).

<sup>1</sup> Belkhir et al.

<sup>2</sup> Kodongo et al.

<sup>3</sup> Sucuahi and Cambarihan

## ارزش شرکت

ارزش شرکت یک اندازه گیری برای ارزش کل یک شرکت است که اغلب به عنوان یک جایگزین جامع تر برای سرمایه گذاری در بازار سهام مورد استفاده قرار می گیرد. ارزش شرکت در محاسبه خود شامل سرمایه بازار یک شرکت و همچنین بدهی های کوتاه مدت و بلند مدت و همچنین هرگونه وجهی در ترازنامه شرکت می شود (دانگ و همکاران، ۲۰۱۹).

## رشد شرکت

رشد شرکت یکی از متغیرهای بنیادین مؤثر بر وضعیت آتی سودآوری شرکت ها و به تبع آن بازده سهام میزان سرمایه گذاری شرکت ها در دارایی های ثابت است که می تواند زمینه ساز دستیابی به بازده مطلوب در آینده بوده یا به دلیل تحمل ریسک بیشتر بر وضعیت مالی شرکت در نتیجه سرمایه گذاری بیشتر، قدرت شرکت را برای حفظ بازده فعلی و رشد آن در دوره های آتی کاهش دهد و در بلندمدت نیز به افت بازده و عملکرد شرکت منجر شود (سوک و همکاران، ۲۰۱۸).

## سودآوری شرکت

کلمه سودآوری متشکل از دو واژه است، یعنی سود و توانایی. اصطلاح توانایی، نشان دهنده قدرت یک موسسه تجاری برای کسب سود است. توانایی همچنین نشان دهنده قدرت کسب درآمد یا عملکرد عملیاتی شرکت است. سودآوری ممکن است "توانایی در یک سرمایه گذاری مشخص برای به دست آوردن بازده از استفاده از آن" تعریف شود. سودآوری یک مفهوم نسبی است در حالی که سود یک معنای ضمنی مطلق است (تولسیان، ۲۰۱۴).

## پیشینه پژوهش

### پیشینه تحقیقات داخلی

گوهری فیروزه و همکارانش (۱۳۹۶) به مطالعه بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با میانجی گری محافظه کاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به همین منظور در این تحقیق ساختار سرمایه به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت متغیر وابسته و محافظه کاری متغیر میانجی گری مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفته است. یافته های حاکی از این بود که محافظه کاری از طریق بهبود بهره وری سرمایه گذاری شرکت ها می تواند باعث ارزش شرکت شود و رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را محدود می کند و محافظه کاری با تحمل و اعمال آستانه ای مشخص و قابل تایید برای سود ها در مقابل زیان ها توان مدیر برای بیش از واقع نشان دادن عملکرد و سرمایه گذاری را محدود می کند که همین باعث افزایش ارزش خالص دارایی ها و ارزش شرکت می شود. شرکت های محافظه کار شرکت هایی هستند که در تامین مالی خود بیشتر از حقوق صاحبان سهام استفاده کرده و تمایل کمتری برای استفاده از بدهی دارند در صورتی از بدهی استفاده می کنند که بازده حاصل از بکار گیری بدهی بیشتر از هزینه بهره ای باشد که بابت آن بدهی پرداخت می کنند و از این طریق باعث افزایش ارزش شرکت می شود.

فیل سربای و دلبری (۱۳۹۶) پژوهشی را با عنوان تاثیر اندازه، رشد و سودآوری شرکت بر ارزش شرکت با نقش میانجی ساختار سرمایه مبتنی بر مطالعه شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. این مطالعه بر روی شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۷ انجام شده است. جامعه آماری این تحقیق، یک شرکت تولیدی است که در فهرست بورس سهام تهران ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۷ با نمونه ای از ۱۴ شرکت با استفاده از روش نمونه گیری هدفمند، انتخاب شده است. داده ها با استفاده از smartpls تجزیه و تحلیل شده است؛

زیرا در این تحقیق ساختار سرمایه را به عنوان متغیر میانجی اضافه گردیده است. نتایج این تحقیق نشان داد که اندازه شرکت و رشد شرکت ها بر ساختار سرمایه اثر ندارد و سودآوری به صورت منفی بر ساختار سرمایه تاثیر می گذارد. صفر علی پور غربی و اسلام زاده (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر نقدینگی، عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این تحقیق از لحاظ هدف از نوع کاربردی و از لحاظ نحوه اجرا توصیفی-همبستگی بوده است. برای انجام تحقیق ۷ فرضیه تدوین شده است. برای انجام این تحقیق از رگرسیون داده های پنلی با نرم افزارهای ایویز ۶ و اس پی اس اس ۱۸ استفاده شده است. این موضوع در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ با نمونه ای ۹۵۰ تایی بررسی شده است. یافته ها نشان داد که اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت تاثیر دارد. اندازه شرکت، ساختار سرمایه، نقدینگی و عملکرد هم بر ارزش شرکت اثرگذار بودند. ساختار سرمایه هم روی نقدینگی شرکت تاثیر داشت و این ارتباط در شرکتهای بزرگ و کوچک متفاوت بود.

### پیشینه تحقیقات خارجی

دانگ و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر رشد، اندازه شرکت، ساختار سرمایه و سودآوری بر ارزش شرکت مبتنی بر شواهدی از یک شرکت در ویتنام پرداختند. در این تحقیق از یک پانل ۱,۰۷۰ مشاهده در ۲۱۴ شرکت ثبت شده در بورس اوراق ویتنام برای دوره زمانی ۲۰۱۲-۲۰۱۶ استفاده شده است. طبق نتایج رگرسیون با حداقل مربعات تعمیم یافته و تحلیل مسیرهای ساختاری، نتایج نشان داد اندازه و سودآوری با ارزش شرکت به طور مثبت همبستگی دارد، در حالی که ساختار سرمایه فاکتوری بود که بر ارزش شرکت تأثیر منفی گذاشت. از طرف دیگر، فاکتور رشد هیچ تأثیری در ارزش شرکت نداشت. با این حال، هنگام اندازه گیری ارزش شرکت تحت EV یا Tobin Q، نتایج آماری کاملاً سازگار نبود. علاوه بر این، نتایج مطالعه همچنین نشان داد که اندازه گیری EV بر ارزش شرکت مناسب تر خواهد بود. نتایج تحقیقات تجربی برای کمک به کسب و کار در بهبود ارزش های آن ها مفید است.

ژانگ و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی آنالیز همبستگی بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت های صنعت خدمات ارتباطی پرداختند. در این مطالعه عمدتاً از روش تجزیه و تحلیل تجربی برای مطالعه شرکت های خدمات ارتباطی استفاده شده و در نهایت داده های مربوط به (۱۱۵ نمونه معتبر) ۲۳ شرکت از سال ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۷ انتخاب شده است. در این راستا از اکسل و EViews 8.0 برای آنالیز آماری توصیفی داده ها و آنالیز رگرسیون چندگانه استفاده شده است. یافته ها نشان داد که ساختار سرمایه دارای تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار است.

سوک و همکاران (۲۰۱۸) پژوهشی را با هدف تأثیر غیرخطی فرصت رشد و اندازه شرکت بر ساختار سرمایه تدوین نمودند. در مدل اصلاح شده جزئی، فرصت رشد و اندازه شرکت دارای تأثیرات غیرخطی بر اهرم شرکت بود. فرصت رشد اثرات درجه دوم بر روی اهرم با یک آیتیم خطی منفی و یک آیتیم درجه دوم مثبت نشان داد. این بدان معناست که اگر فرصت رشد یک شرکت به یک سطح معین رسیده باشد، ارائه دهندگان صندوق می توانند آن را به طور نسبی تشخیص دهند و متعاقباً باعث کاهش اطلاعات نامتقارن شوند. این روند شناسایی فرصت رشد کافی، دسترسی به بودجه خارجی را افزایش خواهد داد. اندازه شرکت همچنین دارای اثرات درجه دوم بر اهرم با یک آیتیم خطی مثبت اما یک آیتیم درجه دوم منفی است. به عبارت دیگر، اگر اندازه شرکت به عنوان شاخص متغیرهای مختلف حذف شده قریب الوقوع باشد، در بازار مالی از تخفیف متنوع سازی استفاده شده است که باعث کاهش دسترسی به بودجه خارجی می شود.

### فرضیه های پژوهش

H1: رشد شرکت از نظر آماری رابطه معنادار مثبتی با ارزش شرکت ها دارد.

مایرز در مطالعه خود (۱۹۷۷) نشان داد که رشد درآمد عامل مهمی است که بر ارزش شرکت تأثیر می گذارد. تأثیر فروش به دلیل رشد مداوم و زیاد مؤسسات مالی قبل از شیوع بحران مالی، مورد توجه بسیاری از کسب و کارها قرار گرفت و تصور می شد سیستم مدیریت مالی نتوانسته مشکل را حل کند. کودونگو و همکاران (۲۰۱۵) نتیجه گرفتند که رشد فروش با ارزش کسب و کار همبستگی مثبت دارد و فرضیه ذیل مطرح گردید: فرضیه اول: رشد از نظر آماری معنادار است و با ارزش شرکت رابطه مثبت دارد (دانگ و همکاران، ۲۰۱۹).

H2: اندازه شرکت از نظر آماری رابطه معنادار مثبتی با ارزش شرکت دارد.

شواهدی وجود دارد که نشان می دهد شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک، مدیریت ریسک را با احتمال بیشتری اتخاذ می کنند (لیو، ۲۰۱۰). آلیانیس و وستون (۲۰۰۱) رابطه متضاد بین اندازه شرکت و ارزش شرکت را نشان داده اند. میزان تأثیرگذاری بر ارزش شرکت، نتایج تجربی متفاوتی دارد که می توان به اندازه و پیچیدگی شرکت نسبت داد. در حالی که مطالعه مول و همکاران (۲۰۱۵) نشان داد که اندازه شرکت بر ارزش شرکت تأثیر نمی گذارد. این فرضیه بدین شرح ذیل است: فرضیه دوم: اندازه شرکت از نظر آماری معنی دار بوده و با ارزش شرکت ارتباط مثبت دارد (دانگ و همکاران، ۲۰۱۹).

H3: ساختار سرمایه از نظر آماری با ارزش شرکت ها به طور منفی رابطه دارد.

براساس برخی مطالعات مانند دیورند (۱۹۵۲) در خصوص نظریه ساختار سرمایه، هزینه بدهی معمولاً ارزانتر از هزینه حقوق صاحبان سهام است. در نتیجه، شرکت تمایل دارد تا از بدهی بیشتر برای افزایش ارزش کسب و کار استفاده کند. علاوه بر این، نظریه و مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) همچنین نشان داد که نسبت بدهی با ارزش شرکت رابطه مثبت دارد. با این حال استفاده بیش از حد از اهرم مالی باعث درماندگی مالی و کاهش ارزش کسب و کار خواهد شد و حتی منجر به ورشکستگی می شود. بنابراین، هنگامی که کسب و کارها از بدهی در سطح بالایی استفاده می کنند، هم بستانکاران و هم سهامداران به آن ها برای مدیریت بهتر ریسک نیاز دارند (بیکر و مارتین، ۲۰۱۱). هایوت و لینبرگ (۲۰۱۱) توافق داشتند که بین بدهی و ارزش شرکت رابطه مثبت وجود دارد. این فرضیه به شرح زیر است: فرضیه سوم: ساختار سرمایه از نظر آماری قابل توجه است و با ارزش شرکت رابطه منفی دارد (دانگ و همکاران، ۲۰۱۹).

H4: سودآوری شرکت از نظر آماری رابطه معنادار مثبتی با ارزش شرکت دارد.

یک کسب و کار بسیار سودآور، غالباً با قیمت بهتری انجام می شود علاوه بر این، با توجه به سود بالا، شرکت سرمایه گذاری بیشتری را جذب می کنند. بنابراین، سودآوری نیز یک عامل مهم موثر بر ارزش شرکت ها تلقی می شود. این فرضیه به شرح زیر است: فرضیه چهارم: سودآوری از نظر آماری معنادار است و با ارزش شرکت ارتباط مثبت دارد (دانگ و همکاران، ۲۰۱۹).

## روش شناسی پژوهش

مطالعه حاضر بر اساس هدف، در دسته مطالعات کاربردی قرار دارد.

همچنین با عنایت به آن که در این مطالعه نسبت به توصیف شرایط فعلی مبتنی بر روابط علی و معلولی میان متغیرها می پردازد، این مطالعه از نظر روش تحقیق از نوع مطالعات توصیفی- همبستگی است به طوری که در آن با بهره گیری از روش مدل سازی معادلات ساختاری (رگرسیون های چند متغیر همزمان-SEM) به بررسی روابط ساختاری و علی- معلولی میان متغیرها اقدام می گردد.

### جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این مطالعه را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ تشکیل داد. برای انتخاب نمونه آماری در این پژوهش از روش حذف نظام مند استفاده شد. شرکت هایی که دارای شرایط زیر بوده اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شد:

سال مالی شرکت مورد نظر منتهی به پایان اسفند ماه بوده و از سویی دیگر در دوره مورد بررسی (سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷)، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

اطلاعات مالی شرکت مورد نظر در دسترس بوده و به طور مرتب صورت های مالی سالانه خود را ارائه داده باشند. معاملات سهام شرکت مورد نظر در دوره پژوهش (از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷)، بیش از شش ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.

شرکت انتخاب شده، جزء شرکت های سرمایه گذاری و یا واسطه گری مالی نباشند.

#### جدول (۱): تعداد جامعه و نمونه های تعیین شده به روش حذف نظام مند

مراحل بررسی	توضیحات برای نحوه حذف شرکت	تعداد قبل از حذف شرکت	تعداد شرکت حذف شده	تعداد شرکت نهایی
مرحله اول	حذف شرکت هایی که سال مالی آن ها از ۹۰ به بعد منتهی به اسفندماه نبوده است و یا سال مالی خود را تغییر داده اند و یا آن که از یک سالی به بعد دیگر اطلاعاتی ارائه نکرده اند (خروج از بورس).	۷۸۴ مورد	۴۴۸ مورد	۳۳۵ مورد
مرحله دوم	حذف شرکت هایی که در صنعت واسطه گری های مالی و پولی قرار دارند و همچنین حذف بانک ها (برخی از این شرکت ها در بخش قبلی حذف شده اند)	۳۳۵ مورد	۳۹ مورد	۲۹۶ مورد

بر این اساس در مطالعه حاضر تعداد ۲۹۶ شرکت از ۷۸۴ شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. این تحقیق فاقد نمونه می باشد و از اطلاعات تمامی شرکت ها بعد از فیلترهای صورت گرفته استفاده می گردد. شرکتهای مورد بررسی در مطالعه از ۱۳ صنعت مورد بررسی قرار گرفته اند که عبارتند از: استخراج معادن، خودرو و ساخت قطعات، دستگاه های برقی، ساخت محصولات فلزی، سایر محصولات کانی غیر فلزی، سیمان، آهک و گچ، فرآورده های نفتی، فلزات اساسی، کاشی و سرامیک، ماشین آلات و تجهیزات، محصولات شیمیایی، محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قند و شکر و مواد و محصولات دارویی.

#### متغیرهای تحقیق

نحوه اندازه گیری متغیرهای مطالعه حاضر به شرح جدول ذیل می باشد:

جدول (۲): تعریف عملیاتی هر یک از متغیرها

نوع متغیر	نام مختصر متغیر (باتوجه به مدل)	نام کامل متغیر (به لاتین)	نام کامل متغیر (به فارسی)	روش اندازه گیری متغیر
متغیر وابسته	EVit	Enterprise value	ارزش شرکت	$EV = Ln (\text{Market capital} + \text{long-term debt bearing interest} - \text{Cash and cash equivalent})$
متغیر وابسته	TQit	Tobin's Q	ارزش مبتنی بر کیوتوبین	$\text{Tobin's Q} = (\text{Market capitalization} + \text{Preferred stock value} + \text{Total debt}) / \text{Total assets}$
متغیر مستقل	SIZEit	Business size	اندازه شرکت	Business size by Total assets
متغیر مستقل	Growth	GROWT	رشد شرکت	$(\text{Sales Revenue}_t - \text{Sales Revenue}_{t-1}) / \text{Sales Revenue}_t$
متغیر مستقل	LV	Capital structure	ساختار سرمایه	Total debt/Total assets
متغیر مستقل	ROE ROA	Profitability	سودآوری	ROE = Net income/Total equity ROA = Net profit/Total assets

### مدل های رگرسیون مورد استفاده

برای آزمون فرضیه های تحقیق از مدلهای زیر استفاده خواهد شد:

$$\text{Model 1 : } EV_{it} = \beta_0 + \beta_1 GROWT_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LV_{it} + \beta_4 ROE_{it}/ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

$$\text{Model 2 : } Tobin's Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 GROWT_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LV_{it} + \beta_4 ROE_{it}/ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

### یافته های پژوهش

#### تحلیل توصیفی در متغیر مستقل

در جدول (۳) نتایج حاصل از بررسی شاخص های مرکزی (شامل میانگین، میانه و مد داده ها) و شاخص های پراکندگی (شامل انحراف از معیار داده ها) به همراه بیشینه و کمینه داده ها برای متغیرهای این پژوهش نمایش داده شده است.

جدول (۳): تحلیل توصیفی متغیر مستقل

Maximum	Minimum	Std. Deviation	Mode	Median	Mean	SIZE
۲۵۹۵۱۱۱۱۴	۱۵۹۰۷	۲۰۶۵۳۵۱۹	۷۷۳۴۸۵	۱۲۶۳۸۵۴	۷۲۵۵۸۷۲	

نمونه ای این مطالعه همان طور که در بالای جداول درج شده است برابر با ۲۰۷۲ شرکت سال بوده که در واقع برآیندی از ۲۹۶ شرکت بوده است که در ۷ سال مورد بررسی قرار گرفته اند. در مطالعه حاضر اندازه شرکت به عنوان متغیر مستقل مورد بررسی قرار گرفته و برخلاف اغلب مطالعات شامل مقدار لگاریتم دارایی ها نبوده بلکه مقدار مجموع دارایی ها مد نظر قرار گرفته است. علت آن نیز عدم نیاز به برآورد آن و عدم خدشه وارد کردن آن به نتایج می باشد چرا که روش تجزیه و تحلیل داده ها در مطالعه حاضر روش مدل سازی معادلات ساختاری بوده که بر اساس آخرین نسخه یا ورژن آن یعنی PLS مورد آنالیز قرار می گیرد که به نحوه توزیع آماری داده ها، حساسیت ندارد. مطابق با نتایج درج شده در جدول



۳ مشخص می گردد که مقدار میانگین برآورد شده برای ۲۸۶ شرکت از دارایی های آن ها برابر با ۷۲۵۵۸۷۲ میلیون ریال می باشد. از سویی دیگر برخی از شرکت ها دارای پایین ترین دارایی با مقدار ۱۵۹۰۷ و یک شرکت نیز بیشترین دارایی را به میزان ۲۵۹۵۱۱۱۱۴ گزارش نموده است که به ترتیب برای شرکت کارگزاران پارس و فولاد مبارکه اصفهان شرکت های در بورس می باشند.

در نهایت آن که انحراف معیار داده ها نیز در بازه عددی مشاهده شده برای مقادیر کمینه (۱۵۹۰۷) و بیشینه (۲۵۹۵۱۱۱۱۴) موید بالا بودن میزان پراکندگی داده ها می باشد. به طوری که انحراف معیار در رنج عددی کمینه و بیشینه مقدار بالایی را به خود اختصاص داده است. این مهم نشان دهنده آن است که توزیع داده ها در این متغیر احتمالا غیر نرمال می باشد که برای بررسی آماری و دقیق آن در ادامه از آزمون کولموگروف و اسمیرنوف بهره گرفته شده است. شایان ذکر است به طوری موازی مقدار آزمون شاپیرو ولیک نیز گزارش شده است که برخی از محققان به بررسی آن در کنار آزمون کولموگروف و اسمیرنوف تاکید داشته اند.

### نحوه توزیع داده ها (متغیر مستقل)

به منظور تعیین نحوه توزیع داده ها از آزمون اسمیرنوف-کولموگروف و همچنین شاپیرو ولیک بهره گرفته شد در این آزمون از دو فرض آماری بهره گرفته می شود. نتایج آزمون نرمالیتته در بخش متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۴-۳ گزارش شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون های نرمالیتته - متغیر مستقل

Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			متغیر مستقل
Sig.	df	Statistic	Sig.	df	Statistic
۰/۰۰۰	۱۶۲۳	۰/۳۵۹	۰/۰۰۰	۱۶۲۳	۰/۳۶۱
					SIZE

لازم به ذکر است که در آزمون های نرمالیتته فرض صفر، این فرض آماری را مد نظر قرار می دهد که توزیع داده ها نرمال است و در فرض مخالف آن نیز این گزاره مورد بررسی قرار می گیرد که توزیع داده ها به صورت غیرنرمال می باشد. در صورتی که سطح معناداری گزارش شده برای این آزمون ها از مقدار ۰/۰۵ کمتر باشد مشخص می سازد که داده ها از توزیع های غیر نرمالی برخوردارند و بر همین اساس باید از آزمون های ناپارامتریک همچون آزمون همبستگی اسپیرمن برای تعیین رابطه میان متغیرها بهره گرفت. همانطور که در این جدول شماره ۴ مشخص می باشد مقدار سطح معناداری آزمون از مقدار معیار یعنی ۰/۰۵ کمتر می باشد ( $p < 0.05$ ). بر این اساس مشاهده می شود که متغیر مستقل یعنی اندازه دارایی های شرکت، دارای توزیع داده های کمی پراکنده تر از توزیع نرمال می باشند.

### تحلیل توصیفی متغیر میانجی

در جدول ۵ نتایج حاصل از بررسی شاخص های مرکزی و شاخص های پراکندگی به همراه بیشینه و کمینه داده ها برای متغیر میانجی این پژوهش نمایش داده شده است.

جدول (۵): تحلیل توصیفی متغیرهای میانجی

Maximum	Minimum	Std. Deviation	Mode	Median	Mean	متغیر میانجی
۴۸۸/۴۰۸۲۴	-۱۳۸۴/۳۵۱۶۰	۳۷/۴۰۳۶۰	۰/۱۵۲۱۷	۰/۱۲۴۸۹	-۰/۸۱۳۰۴	Growth
۲۸۸۱۴/۸۸۹	-۷۲۶۹/۵۶۲	۶۶۴/۸۱۴	-۱۲/۴۷۴	۲۲/۴۱۱	۳۴/۵۷۷۵۱	ROE
۸۱/۰۹۵۶۱	-۱۱۰/۹۵۷۰۴	۱۵/۹۰۴۱۱	۱/۰۲۵۱۵	۶/۹۳۶۹۰	۸/۴۹۳۷۶	ROA
۸/۰۴۵۴۰	۰/۰۱۱۹۰	۰/۴۶۰۴۴	۰/۳۳۵۰۶	۰/۶۱۶۴۲	۰/۶۵۰۷۶	LV

مطابق با آن چه در مدل مفهومی نیز در مطالعه حاضر عنوان گردید سودآوری (مبتنی بر بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام)، ساختاری سرمایه و رشد شرکت به عنوان متغیرهای میانجی مورد بررسی قرار گرفته اند. مطابق با نتایج بدست آمده در این بخش مشاهده می گردد که رشد شرکت ها مقدار منفی را به خود اختصاص داده است. به عبارتی این مهم نشان می دهد که شرکت ها به طور کلی و به طور میانگین مقدار رشد پایین تری را نسبت به سال های قبل داشته اند. از سویی دیگر دو شاخص سودآوری یعنی بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی مورد بررسی قرار گرفته است که به ترتیب مقدار میانگین های ۳۴/۵۷ و ۸/۴۹ را گزارش نموده اند. این مهم نشان می دهد که بازده حقوق صاحبان سهام مقدار مطلوب تری را نسبت به بازده دارایی شرکت ها در سنوات پیشین گزارش نموده است. در نهایت آن که ساختار سرمایه نیز مقدار میانگین ۰/۶۵ را نشان داده است که نشان می دهد شرکت های مورد بررسی در مطالعه حاضر در واقع به مقدار ۶۵ درصد از دارایی هایشان، بدهی دارند. این مقدار عدد بالایی است که نشان دهنده گرایش تصمیم گیران و مدیران مالی شرکت ها برای بهره گیری از بدهی ها است. در نهایت آن که انحراف معیار داده ها و همچنین مقدار کمینه و بیشینه به ثبت رسیده پراکندگی نسبی داده ها را تایید می نماید. در ادامه این مهم از منظر آزمون های نرمالیتیه مورد بررسی قرار گرفته است.

### نحوه توزیع داده ها (متغیر میانجی)

به منظور تعیین نحوه توزیع داده ها از آزمون اسمیرنوف-کولموگروف و همچنین شاپیرو ویلک بهره گرفته شد. نتایج آزمون نرمالیتیه در بخش متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۶ گزارش شده است.

جدول (۶): نتایج آزمون های نرمالیتیه - متغیر میانجی

Sig.	Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			متغیر مستقل
	df	Statistic	Sig.	df	Statistic	
۰/۰۰۰	۱۶۲۳/۰۰۰	۰/۰۲۴	۰/۰۰۰	۱۶۲۳	۰/۴۶۸	Growth
۰/۰۰۰	۱۶۲۳/۰۰۰	۰/۱۰۳	۰/۰۰۰	۱۶۲۳	۰/۳۶۱	ROE
۰/۰۰۰	۱۶۲۳/۰۰۰	۰/۹۳۲	۰/۰۰۰	۱۶۲۳	۰/۱۳۱	ROA
۰/۰۰۰	۱۶۲۳/۰۰۰	۰/۶۵۸	۰/۰۰۰	۱۶۲۳	۰/۱۶۶	LV

در این بخش نیز مقدار سطح معناداری هر دو آزمون آماری نشان می دهد که توزیع داده های مورد بررسی در متغیرها غیرنرمال بوده است و همین مهم لزوم بهره گیری از رویکردهای نوین مدل سازی معادلات ساختاری یعنی پی ال اس را نشان می دهد.

### تحلیل توصیفی متغیر وابسته

در جدول ۷ نتایج حاصل از بررسی شاخص های مرکزی (شامل میانگین، میانه و مد داده ها) و شاخص های پراکندگی (شامل انحراف از معیار داده ها) برای متغیر وابسته نمایش داده شده است.

جدول (۷): تحلیل توصیفی متغیر وابسته: ارزش شرکت

Maximum	Minimum	Std. Deviation	Mode	Median	Mean	متغیر وابسته
۸۳/۰۱۰۹۳	-۰/۸۷۵۷۱	۵/۴۳۵۱۶	۱/۹۸۴۵۵	۰/۶۲۲۲۷	۱/۷۲۶۳۶	TobinsQ
۱۲/۸۴۰۸۶	۲/۰۴۲۱۳	۱/۷۸۷۸۳	۴/۷۷۰۳۵	۷/۰۴۹۷۴	۷/۱۸۷۸۶	EV

ارزش شرکت نیز در مطالعه حاضر از طریق دو شاخص مورد اندازه گیری قرار گرفته است که میانگین های ۱/۷ و ۷/۱۸ را گزارش نموده اند. در نهایت آن که انحراف معیار داده ها نیز در بازه عددی مشاهده شده برای مقادیر کمینه و بیشینه موید پراکندگی نسبی توزیع داده ها بوده است.

### نحوه توزیع داده ها (متغیر وابسته)

نتایج آزمون نرمالیت در بخش متغیر وابسته یعنی ارزش شرکت در جدول شماره ۸ گزارش شده است.

جدول (۸): نتایج آزمون های نرمالیت - متغیر وابسته

Sig.	Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			متغیر مستقل
	df	Statistic	Sig.	df	Statistic	
۰/۰۰۰	۱۶۲۳/۰۰۰	۰/۲۶۶	۰/۰۰۰	۱۶۲۳	۰/۲۹۸	TobinsQ
۰/۰۰۰	۱۶۲۳/۰۰۰	۰/۹۷۷	۰/۰۰۰	۱۶۲۳	۰/۰۶۸	EV

در این بخش نیز همانطور که در این جدول شماره ۸ مشخص می باشد که در متغیر ارزش شرکت، مقدار سطح معناداری آزمون از مقدار معیار یعنی ۰/۰۵ کمتر می باشد ( $p < 0.05$ ).

### تجزیه و تحلیل استنباطی

در این بخش ابتدا به تعیین همبستگی میان متغیرها پرداخته می شود. همبستگی ها با حروف کوچک I تعریف می شوند و محدوده ای از مقدار -۱ به ۱ را دارند. همبستگی، اغلب یک همبستگی دویعدی به نام یک رابطه ساده بین دو متغیر نامیده می شود که در مقابل آن می توان به روابط بین بیش از دو متغیر همانطور که اغلب در تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه یا مدلسازی معادلات ساختاری دیده می شود، اشاره داشت. همبستگی نیز اغلب است به نام همبستگی لحظه-تولید پیرسون و یا همبستگی پیرسون I یا کارل S<sup>۱</sup> نامید می شود. پیرسون با فرمولی که از این همبستگی ها محاسبه می شود، اعتبار می گیرد. گرچه پیرسون I بر اساس این فرض در نظر گرفته شده است که دو متغیر درگیر تقریباً دارای توزیع نرمال می باشند، اغلب فرمول حتی زمانی که مفروضات عادی را نقض می کند، خوب عمل می کند یا هنگامی که یکی از متغیرها گسسته است، نیز عملکرد مطلوبی دارد. در حالت ایده آل، هنگامی که متغیرها به طور نرمال توزیع نمی شوند، همبستگی اسپیرمن (ارزش بر اساس رتبه بندی مقادیر) مناسب تر است (جورج و مالری<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). در ادامه پس از تعیین روابط میان متغیر با بهره گیری از مدل سازی معادلات ساختاری نسبت به آزمون فرضیات و تعیین برآزش مدل اقدام شده است.

<sup>1</sup> Pearson product-moment correlation or the Pearson r. Karl S.

<sup>2</sup> Darren George, Paul Mallory

## بررسی روابط میان متغیرها

نتایج ضریب همبستگی میان متغیرهای مدل، در جدول شماره ۹ گزارش شده است.

جدول (۹): نتایج ضریب همبستگی میان متغیرها

EV	TobinsQ	LV	ROA	ROE	SIZE	Growth		
۰/۰۶۳*	۰/۰۳۹	-۰/۰۳۹	۰/۲۲۶**	۰/۲۰۵**	۰/۰۲۴	۱/۰۰۰	ضریب همبستگی	Growth
۰/۰۱۱	۰/۱۱۰	۰/۱۱۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۲۲		سطح معناداری	
۰/۸۴۲**	۰/۰۹۹**	۰/۰۹۹**	۰/۱۳۹**	۰/۱۸۳**	۱/۰۰۰	۰/۰۲۴	ضریب همبستگی	SIZE
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰		۰/۳۲۲	سطح معناداری	
۰/۲۹۷**	۰/۰۷۳**	-۰/۰۷۳**	۰/۷۰۴**	۱/۰۰۰	۰/۱۸۳**	۰/۲۰۵**	ضریب همبستگی	ROE
۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری	
۰/۳۸۷**	۰/۵۵۹**	-۰/۵۵۹**	۱/۰۰۰	۰/۷۰۴**	۰/۱۳۹**	۰/۲۲۶**	ضریب همبستگی	ROA
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری	
-۰/۲۰۵**	-۰/۶۸۷**	۱/۰۰۰	-۰/۵۵۹**	-۰/۰۷۳**	۰/۰۹۹**	-۰/۰۳۹	ضریب همبستگی	LV
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۱۱۰	سطح معناداری	
۰/۲۰۵**	۱/۰۰۰	-۰/۶۸۷**	۰/۵۵۹**	۰/۰۷۳**	۰/۰۹۹**	۰/۰۳۹	ضریب همبستگی	TobinsQ
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۱۱۰	سطح معناداری	
۱/۰۰۰	۰/۲۰۵**	-۰/۲۰۵**	۰/۳۸۷**	۰/۲۹۷**	۰/۸۴۲**	۰/۰۶۳*	ضریب همبستگی	EV
	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۱۱	سطح معناداری	

\* سطح معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد می باشد.

نتایج بدست آمده از آزمون همبستگی نشان می دهد که میان متغیرهای مدل رابطه معناداری قابل مشاهده است ( $P < 0.01$ ). به طوری که مشاهده می گردد یک همبستگی معناداری به طور مثبت میان اندازه شرکت، سودآوری های شرکت، رشد شرکت با ارزش شرکت ها وجود دارد. این در حالی است که ساختاری سرمایه شرکت که در مطالعه حاضر بر پایه بدهی های شرکت ها برآورد شده است رابطه منفی را با ارزش شرکت گزارش نموده است. به طوری که مشاهده می شود ساختاری سرمایه با دو شاخص ارزش شرکت یعنی TobinsQ و EV به ترتیب به میزان  $-۰/۶۸۷$  و  $-۰/۲۰۵$  رابطه منفی معناداری را داشته است. در ادامه ضرایب تاثیر میان متغیرهای پژوهش بر اساس مدل مفهومی با بهره گیری از مدل سازی معادلات ساختار (در دو بخش تحلیل عاملی تایید و تحلیل مسیر) مورد بررسی قرار گرفته است.

## مدل سازی معادلات ساختاری

در این بخش به بررسی برازش مدل تحقیق با استفاده از نرم افزار Smart-pls پرداخته شده است.

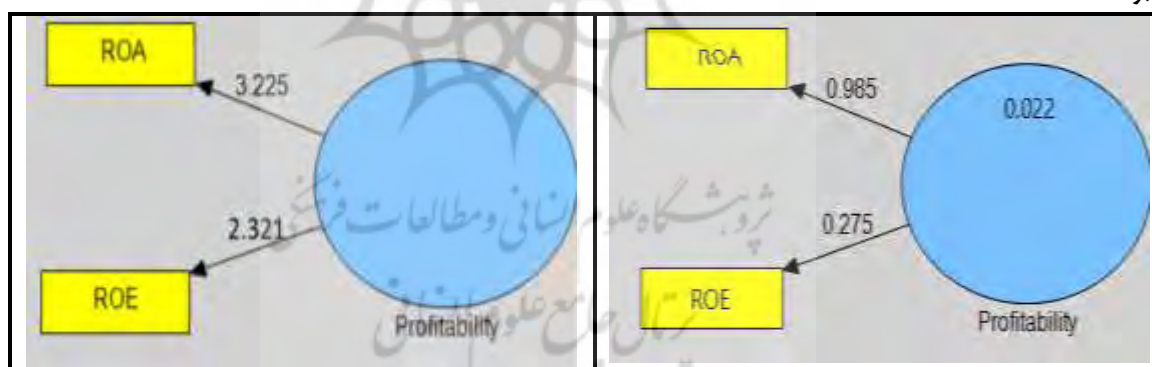
### تحلیل عاملی تاییدی (بارهای عاملی در مدل اندازه گیری)

مهم ترین هدف تحلیل عاملی تاییدی تعیین میزان توان مدل عامل از قبل تعریف شده با مجموعه ای از داده های مشاهده شده است. به عبارتی تحلیل عاملی تاییدی درصد تعیین این مساله است که آیا تعداد عامل ها و بارهای متغیرهایی که روی این عامل ها اندازه گیری شده اند با آنچه بر اساس تئوری و مدل نظری انتظار می رفت انطباق دارد. به عبارتی، این نوع تحلیل عاملی به آزمون میزان انطباق و همخوانی بین سازه نظری و سازه تجربی تحقیق می پردازد. در این روش ابتدا متغیرها و شاخص های مربوطه بر اساس تئوری اولیه انتخاب می شوند و سپس از تحلیل عاملی استفاده می شود تا ببینیم که آیا این متغیرها و شاخص ها آن طوری که پیش بینی می شد روی عامل های پیش بینی شده بار (لود) شده اند یا این که ترکیب آنها عوض شده و روی عامل های دیگری بار شده اند؟ در این نوع تحلیل عاملی پیش فرض اساسی محقق این است که هر عاملی با زیرمجموعه خاصی از شاخص ها ارتباط دارد.

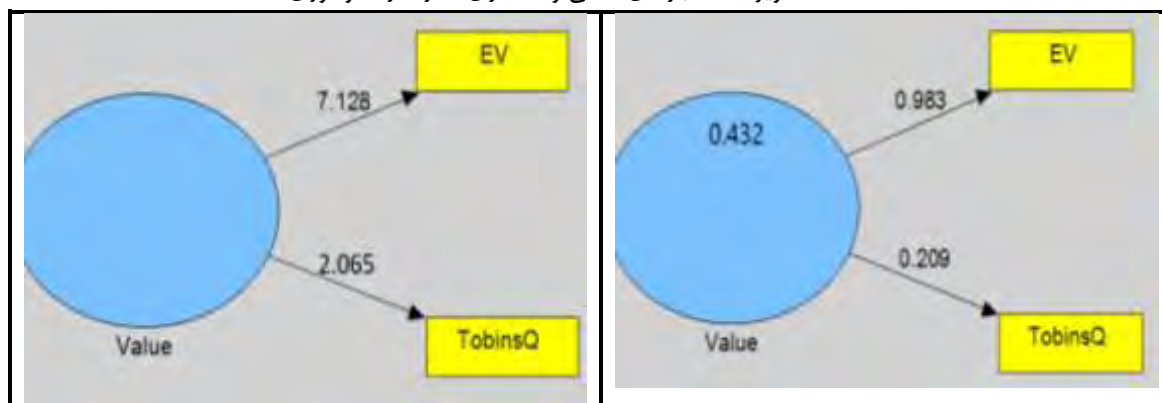
بارهای عاملی از طریق محاسبه مقدار همبستگی شاخص های یک سازه با آن سازه محاسبه می شود که اگر این مقدار برابر و یا بیشتر از مقدار ۰/۴ شود، موید این مطلب است واریانس بین سازه و شاخص های آن از واریانس خطای اندازه گیری آن سازه بیشتر بوده و پایایی در مورد آن مدل اندازه گیری قابل قبول می باشد. در مدل سازی معادلات ساختاری به بررسی دو شاخص "اعداد معناداری t" و "R<sup>2</sup>" پرداخته می شود. در صورتی که مقدار ضرایب معناداری t از ۱,۹۶، ۲,۵۸، ۳,۲۷ بیشتر باشد، نشان از صحت رابطه بین سازه ها و در نتیجه تایید فرضیه های پژوهش، به ترتیب در سطح اطمینان، ۹۵٪، ۹۹٪ و ۹۹,۹٪ دارد. در ادامه ابتدا با بهره گیری از شاخص اعداد معناداری به تعیین میزان برآزش مدل های اندازه گیری پرداخته شده است و در ادامه در مدل ساختاری پژوهش با بهره گیری از ضریب تعیین میزان برآزش مدل ساختاری مورد بررسی قرار گرفته است.

### تحلیل عاملی تاییدی

می توان مدل تحلیل عاملی تاییدی را به شکل گرافیکی در تصویر ذیل مشاهده نمود. موضوع حائز اهمیت آن است که در مطالعه حاضر متغیرهای پژوهش هر یک بر اساس یک شاخص کلی برآورد شده اند. در این میان دو متغیر در مطالعه حاضر دارای دو شاخص آشکار بوده اند که یک متغیر کلی از آن برآورد شده است. اولین متغیر سودآوری شرکت ها می باشد که در واقع برآیندی از دو شاخص یعنی بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام می باشد. همچنین متغیر دوم نیز ارزش شرکت ها می باشد که بر اساس دو شاخص یعنی TobinsQ و EV بدست می آید. نکته قابل توجه که لزوم بهره گیری از رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری را نشان می دهد این مهم است که متغیرهای مشترک که یک موضوع واحدی را برآورد می نمایند در کنار یکدیگر یک متغیر کلی یا متغیر پنهان را تشکیل دهند بدون آن که عمل ریاضی بر روی آن ها صورت گیرد. مبتنی بر این مهم نتایج تحلیل عاملی تاییدی در مطالعه حاضر به شرح ذیل بوده است:



تصویر ۴-۴: بارهای عاملی و معناداری t در سازه سودآوری

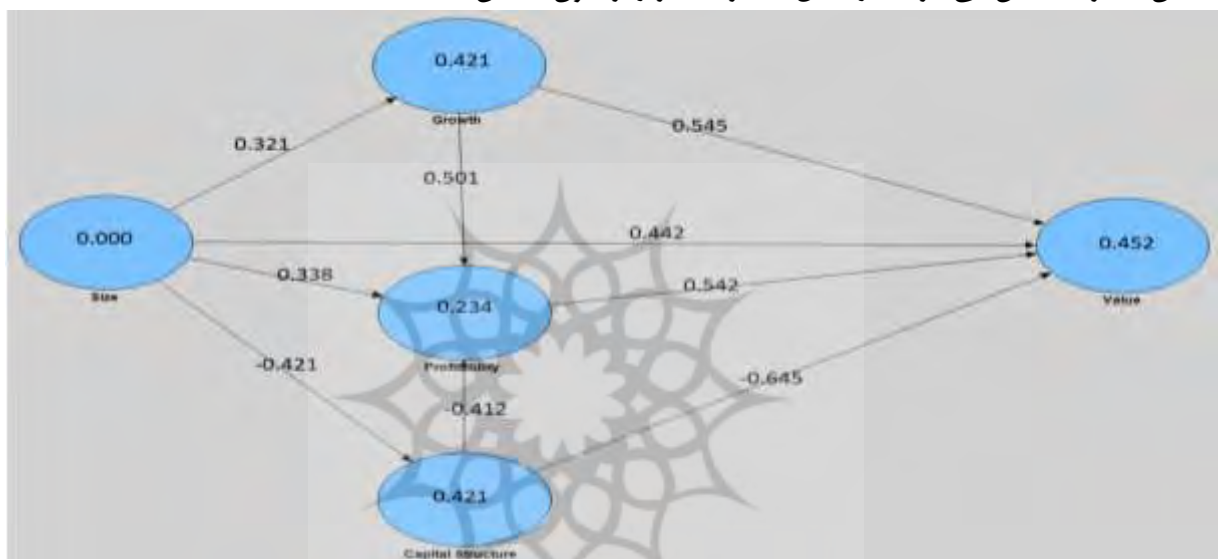


تصویر (۱): بارهای عاملی و معناداری t در سازه ارزش شرکت

با توجه به نتایج گزارش شده در مدل اندازه گیری مربوط به سازه سودآوری و ارزش شرکت می توان بیان داشت که این سازه ها، در هر شاخص آشکار خود، دارای بار عاملی بالاتر از  $0/2$  می باشد و این مهم تبیین گری مناسب سازه مورد نظر از طریق شاخص های آن را نشان می دهد. علاوه بر این در سمت چپ شکل می توان ضرایب معناداری مدل های اندازه گیری (سازه ها) را مشاهده نمود که با عنایت به بالاتر بودن مقدار ضرایب برآورد شده از  $1/96$ ، معناداری بارهای عاملی مورد تایید قرار گرفته است. با عنایت به نتایج بدست آمده در این بخش می توان در ادامه به بررسی نتایج مدل ساختاری پژوهش تحت عنوان مدل تحلیل مسیر اقدام نمود.

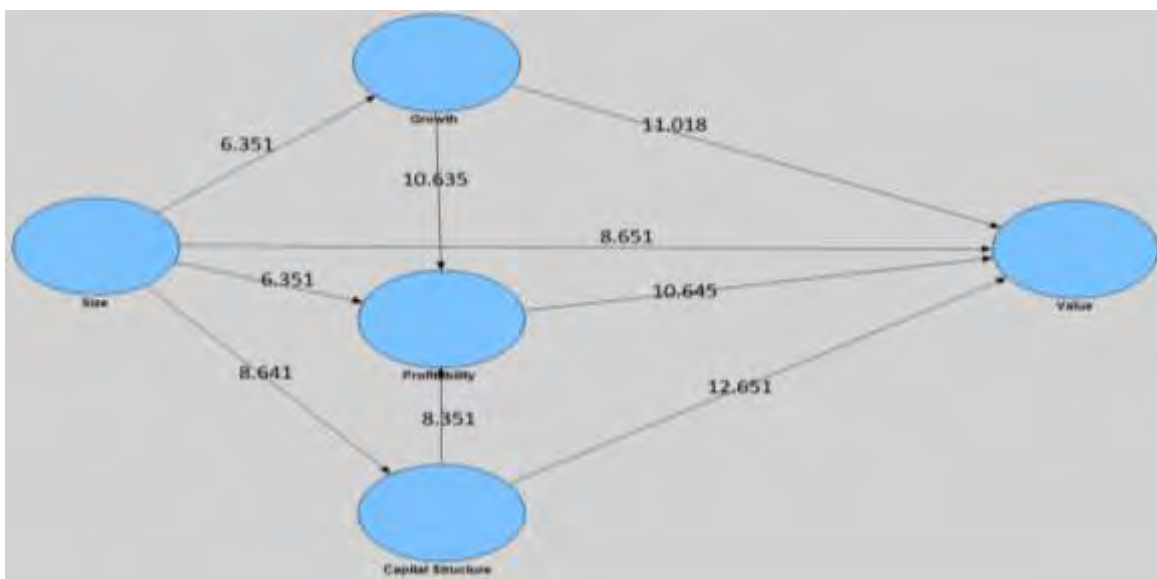
### مدل تحلیل مسیر

در این بخش به بررسی ضرایب میان متغیرهای پژوهش پرداخته شده است که به آن ها ضرایب اثر رگرسیون در روابط میان متغیرها اطلاق می گردد. در شکل ۲ ضرایب اثر رگرسیون نمایش داده شده است.



تصویر (۲): تحلیل مسیر (ضریب اثر رگرسیون) در مدل مفهومی پژوهش

در شکل ۲ می توان ضریب رگرسیون را در تمامی مسیر مورد نظر مشاهده نمود. در این میان متغیرهایی که با ساختار سرمایه در ارتباط بودند ضریب رگرسیون منفی را نشان داده اند. به طور نمونه یافته های این مطالعه نشان می دهد که ساختار سرمایه به میزان  $-0/645$  بر روی ارزش شرکت ها دارای تاثیر منفی می باشد. همچنین این تاثیر بر روی سودآوری شرکت ها به میزان  $-0/412$  می باشد. برخی از مسیرها در مدل مورد نظر دارای ضریب رگرسیون کمتر از  $0/4$  هستند که میتوانند از نظر آماری غیرمعنادار تلقی شوند لذا باید نسبت به آزمون آن ها اقدام نمود تا مشخص گردد آیا از نظر آماری تایید می شوند و یا ضریب رگرسیونی که گزارش شده است از نظر آماری معنادار نبوده است. بر همین اساس در ادامه از مدل اعداد معناداری بهره گرفته شده است. در این مدل در صورتی که مقدار اعداد معناداری کمتر از  $1/96$  گزارش شوند نشان دهنده عدم تایید مسیر مورد نظر می باشد و به عبارتی فرضیه در این مسیر رد می گردد. نتایج مدل اعداد معناداری در شکل شماره ۳ به شرح ذیل می باشد:



تصویر (۳): مدل ترسیم شده پژوهش همراه با ضرایب معناداری t

نتایج نشان می دهد که در تمامی مسیرها مقدار ضریب معناداری بالا تر از ۱/۹۶ مشاهده شده است که موید معنادار بودن متغیرها بر روی یکدیگر می باشد. بر این اساس می توان بیان داشت که فرضیات پژوهش حاضر (در تمامی مسیرها) از نظر آماری مورد تایید قرار می گیرد. علاوه بر ضرایب مسیر که نتایج مهمی را به همراه داشته است، می توان به ضریب تعیین نیز اشاره داشت که از طریق مقادیر عددی در درون سازه ها به نمایش گذاشته شده است. مطابق با شکل ۴-۶ می توان بیان داشت که مجموعه عواملی که در این مدل بر روی ارزش شرکت تاثیرگذار بودند، می توانند به میزان ۴۵/۲ درصد از تغییرات ارزش شرکت را تبیین نمایند ( $R^2 = 0.452$ ). ضریب تعیین در واقع نشان دهنده تاثیرات مشترک و مجموع بر روی ارزش شرکت است.

### بررسی نقش میانجی متغیرها

در این بخش به منظور پاسخ دهی به فرضیات پژوهش، از آزمون سوبل بهره گرفته شده است که برای تعیین معناداری تاثیر غیر مستقیم متغیرها بکارگرفته می شود. آزمون سوبل برای معناداری تاثیر میانجی یک متغیر در رابطه میان دو متغیر دیگر بکار می رود. در آزمون سوبل، یک مقدار Z-value از طریق فرمول زیر بدست می آید که در صورت بیشتر شدن این مقدار از ۱,۹۶ می توان در سطح ۹۵ درصد معنادار بودن تاثیر میانجی یک متغیر را تایید نمود.

$$z - value = \frac{a \times b}{\sqrt{(b^2 \times sa^2) + (a^2 \times sb^2) + (sa^2 \times sb^2)}}$$

a: مقدار ضریب مسیر میان متغیر مستقل و میانجی

b: مقدار ضریب مسیر میان متغیر میانجی و وابسته

Sa: خطای استاندارد مربوط به مسیر میان متغیر مستقل و میانجی

Sb: خطای استاندارد مربوط به مسیر میان متغیر میانجی و وابسته

جدول (۱۰): نتایج فرضیات با متغیرهای میانجی

نتایج	Z-Value	Sb	Sa	b	a	فرضیه
تایید گردید ✓	۴/۴۶۰۷۷	۰/۱۱۳	۰/۰۵۸	-۰/۶۴۵	-۰/۴۲۱	ساختار سرمایه نقش میانجی در روابط میان اندازه شرکت با ارزش شرکت دارد.
تایید گردید ✓	۲/۵۳۳۳۷	۰/۱۴۶	۰/۰۶۹	-۰/۴۱۲	-۰/۴۲۱	ساختار سرمایه نقش میانجی در روابط میان اندازه شرکت با سودآوری شرکت دارد.
تایید گردید ✓	۵/۳۵۲۷۱	۰/۰۴	۰/۰۵۵	۰/۵۴۵	۰/۳۲۱	رشد شرکت نقش میانجی در روابط میان اندازه شرکت با ارزش شرکت دارد.
تایید گردید ✓	۲/۳۰۵۶۰	۰/۱۴۶	۰/۰۹۹	۰/۵۰۱	۰/۳۲۱	رشد شرکت نقش میانجی در روابط میان اندازه شرکت با سودآوری شرکت دارد.
تایید گردید ✓	۳/۵۷۵۵۱	۰/۰۷۶	۰/۰۸۱	۰/۵۴۲	۰/۳۳۸	سودآوری نقش میانجی را در روابط میان اندازه شرکت با ارزش شرکت ها دارد.

با توجه به نتایج گزارش شده در جدول ۱۰، نقش واسطه متغیرهای میانجی یعنی سودآوری، ساختار سرمایه و رشد شرکت مورد تایید قرار گرفته می شود. به طوری که مقدار آماره بالاتر از ۱/۹۶ در تمامی موارد گزارش شده است.

### بیان نتایج و مقایسه یافته ها

رسالت این پژوهش ارزیابی تاثیر رشد، اندازه و ساختار سرمایه شرکت بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش مدل سازی معادلات ساختاری بود. در این مطالعه چهار فرضیه مورد بررسی قرار گرفت که نتایج هر یک از آنها در ادامه مورد بحث قرار گرفته است. در ادامه نتایج تحلیل هر یک از فرضیات در جدول ۱۱ نشان داده شده است:

جدول (۱۱): نتایج آزمون فرضیات

تایید و یا رد فرضیات	تحلیل فرضیه
تایید فرضیه	H1: رشد شرکت از نظر آماری رابطه معنادار مثبتی با ارزش شرکت ها دارد.
تایید فرضیه	H2: اندازه شرکت از نظر آماری رابطه معنادار مثبتی با ارزش شرکت دارد.
تایید فرضیه	H3: ساختار سرمایه از نظر آماری رابطه معنادار منفی با ارزش شرکت ها دارد.
تایید فرضیه	H4: سودآوری شرکت از نظر آماری رابطه معنادار مثبتی با ارزش شرکت دارد.

### مقایسه یافته ها بر اساس رابطه رشد شرکت با ارزش شرکت

هدف از فرضیه اول این مطالعه بررسی رابطه بین رشد شرکت با ارزش شرکت بود. با توجه به تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون هایی که در فصل قبلی انجام شد، در بررسی رابطه بین رشد شرکت با ارزش شرکت نتایج حاکی از این است که سطح معنی دار به دست آمده برای متغیر مستقل (رشد شرکت) برابر ۰/۰۰۰ است که کوچکتر از ۵ درصد می باشد. نتایج در این فرضیه نشان دهنده این مهم بود که بین رشد شرکت با ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. بنابراین در تبیین نتایج این فرضیه می توان اینگونه اظهار داشت که رشد بالای دارایی نشان می دهد که فرصت شرکت برای سود بیش از حد در آینده وجود دارد. بنابراین انتظار می رود که با رشد بیشتر شرکت، سرمایه گذاری مورد توجه سرمایه گذاران قرار گیرد، بنابراین ارزش شرکت نیز افزایش می یابد.



در همین راستا محققان داخلی و خارجی از جمله دانگ و همکاران (۲۰۱۹)؛ کورنیا (۲۰۱۷)؛ کودونگو و همکاران (۲۰۱۵)؛ فیل سرایی و دلبری (۱۳۹۶)؛ پور غربی و اسلام زاده (۱۳۹۵) نیز در مطالعه خود به رابطه مثبت بین رشد شرکت و ارزش شرکت اشاره داشته اند که این نتایج نشان می دهد نتایج بدست آمده مطالعه پیش رو دارای همخوانی و همسویی با نتایج این محققان است.

### مقایسه یافته ها بر اساس رابطه اندازه شرکت با ارزش شرکت

فرضیه دوم این مطالعه بیان می کند که بین اندازه شرکت با ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. با عنایت بر آزمون ها و تحلیل هایی که در فصل چهارم انجام شد، در بررسی رابطه بین اندازه شرکت با ارزش شرکت نتایج حاکی از این است که سطح معنی دار به دست آمده برای متغیر مستقل (اندازه شرکت) برابر  $0/000$  است که کوچکتر از ۵ درصد می باشد. در نتیجه نشان دهنده تاثیرگذاری اندازه شرکت بر ارزش شرکت می باشد این بدان معناست که بین اندازه شرکت با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابراین می توان بیان داشت که افزایش یا کاهش میزان متغیر مستقل (اندازه شرکت) بصورت مستقیم بر روی ارزش شرکت تاثیرگذار است.

در همین راستا این نتایج را می توان با مطالعات زهروه (۲۰۱۹)؛ هیردینیس (۲۰۱۹)؛ مول و همکاران (۲۰۱۵)؛ نورحیاتی (۲۰۱۳)؛ فیل سرایی و دلبری (۱۳۹۶) که نتایجی مشابه را گزارش نموده اند، همسو و دارای همخوانی دانست. در تبیین یافته های بدست آمده می توان بیان داشت که اندازه شرکت در بسیاری از مطالعات بازتابی از اندازه شرکت است که در ارزش کل دارایی شرکت ظاهر می شود. این امر بر انتظار سرمایه گذار از سود سهام شرکت تأثیر می گذارد. افزایش تقاضا برای سهام شرکت قادر به افزایش قیمت سهام در بازار سرمایه خواهد بود. این افزایش نشان می دهد که شرکت ها "ارزش" بیشتری را در نظر می گیرند.

### مقایسه یافته ها بر اساس رابطه ساختار سرمایه با ارزش شرکت

در فرضیه سوم مطالعه حاضر به بررسی رابطه ساختار سرمایه با ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته شد. نتایج پس از تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون های فصل چهارم، حاکی از آن بود که بین ساختار سرمایه ای که بر مبنای نسبت بدهی اندازه گیری می شود با ارزش شرکت رابطه منفی وجود دارد. در تبیین یافته های این فرضیه که رابطه منفی را نشان داد می توان از دیدگاه مودیلیانی و میلر (۱۹۶۳) بیان داشت که نسبت بدهی با ارزش شرکت رابطه مثبت دارد. این بدان معناست که استفاده بیش از حد از اهرم مالی باعث درماندگی مالی و کاهش ارزش کسب و کار خواهد شد و حتی منجر به ورشکستگی می شود. بنابراین، هنگامی که کسب و کارها از بدهی در سطح بالایی استفاده می کنند، هم بستانکاران و هم سهامداران به آن ها برای مدیریت بهتر ریسک نیاز دارند. در واقع آنان یک نوع ساختار سرمایه را نشان داند که بر ارزش شرکت تأثیر نمی گذارد. در واقع آنان با گنجاندن فاکتورهای مالیاتی در تحقیقات خود نتیجه گرفتند که ارزش شرکت ها تحت تأثیر مالکیت بدهی بیشتر از ارزش شرکت بدون مالکیت بدهی است. ساختار سرمایه ای که توسط بدهی نشان داده می شود، از طریق پس انداز مالیات ناشی از سود پس انداز که پس از هزینه مالیات سرمایه مجدداً کاهش می یابد، ارزش شرکت را افزایش می دهد. به عبارت دیگر، اگر مالیات بر درآمد شرکت ها وجود داشته باشد، ارزش شرکت افزایش می یابد زیرا هزینه بهره بدهی هزینه ای است که پرداخت مالیات را کاهش می دهد.

نتایج بدست آمده را می توان با مطالعات معدودی از محققان از جمله دانگ و همکاران (۲۰۱۹)؛ دجاشان (۲۰۱۹)؛ کومارودین و افندی (۲۰۱۹)؛ بیکر و مارتین (۲۰۱۱) که رابطه منفی ساختار سرمایه و ارزش شرکت را گزارش نمودند، همسو دانست.

### مقایسه یافته ها بر اساس رابطه سودآوری شرکت با ارزش شرکت

در نهایت در مطالعه حاضر در فرضیه چهارم به بررسی رابطه بین سودآوری شرکت با ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته شد. نتایج حاکی از این بود که سطح معنی دار به دست آمده برای متغیر مستقل (سودآوری شرکت) برابر ۰/۰۰۰ است که کوچکتر از ۵ درصد می باشد. در نتیجه نشان دهنده تاثیرگذاری سودآوری شرکت بر ارزش شرکت می باشد این بدان معناست که بین سودآوری شرکت با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابراین می توان بیان داشت که افزایش یا کاهش میزان متغیر مستقل (سودآوری شرکت) بصورت مستقیم بر روی ارزش شرکت تاثیرگذار است.

در تبیین این یافته ها می توان بیان داشت که هرچه سود حاصل از یک شرکت بیشتر باشد بازده به دست آمده سرمایه گذاران نیز بیشتر می شود. ارزیابی سرمایه گذاران تحت تاثیر سطح بازده است به گونه ای که ارزیابی بالای سهام باعث افزایش ارزش شرکت خواهد شد. سود بالا نشانگر چشم انداز خوب است، بنابراین سرمایه گذاران را وادار به افزایش تقاضا برای سهام می کند. از این رو، افزایش تقاضای سهام منجر به افزایش ارزش شرکت خواهد شد. یافته های بدست آمده با نتایج مطالعات سوئیویگنیو (۲۰۲۰)؛ دانگ و همکاران (۲۰۱۹)؛ سوکوآهی و کامباریهان (۲۰۱۶)؛ ریزکیا و سومیاتی (۲۰۱۳)؛ ماردیاتی و همکاران (۲۰۱۲) همسویی دارد.

### پیشنهادات کاربردی مبتنی بر نتایج بدست آمده

پیشنهاد مبتنی بر فرضیه اول

در پیشنهادات فرضیه اول که نشان دهنده رابطه مثبت رشد شرکت بر ارزش شرکت بود می توان بیان داشت: شرکت ها باید به عوامل موثر بر رشد شرکت توجه ویژه ای داشته باشند مطابق با یافته های پژوهش حاضر اندازه شرکت یکی از این عوامل می باشد. این در حالی است که شرکت ها بویژه در سال های اخیر به فروش دارایی های خود جهت کسب سرمایه اقدام می نمایند اما در عمل یافته ها موید آن است که شرکت ها باید به حفظ و افزایش دارایی های خود توجه ویژه ای داشته باشند تا بتوانند رشد شرکت را در سطح بالاتری قرار دهند.

پیشنهاد مبتنی بر فرضیه دوم

همانطور که نتایج نشان داد اندازه شرکت با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد بر همین اساس پیشنهاد می گردد که:

افزایش اندازه شرکت و بکارگیری منابع مادی و انسانی بیشتر باعث انحصاری شدن بازار برای شرکت و حذف رقبا در بازار گردیده که این امر منجر به افزایش ارزش خواهد شد. بنابراین مدیران باید در برنامه ریزی های خود معیار اندازه شرکت را به عنوان عاملی در افزایش ارزش شرکت مد نظر قرار دهند.

همچنین با توجه به نتایج بدست آمده، عاملی دیگری که انگیزه کافی را برای استفاده از اندازه شرکت و ارزش شرکت در بازار سرمایه ایران فراهم می آورد، وجود اطلاعات نسبتا کافی است. اطلاعاتی که این دو عامل به آن نیاز دارند، اطلاعاتی اند که به راحتی می توان از بورس اوراق بهادار و شرکت های مربوطه بدست آورد، بنابراین پیشنهاد می گردد که سرمایه گذاران به این مهم توجه ویژه ای داشته باشند.

#### پیشنهاد مبتنی بر فرضیه سوم

یافته ها در این بخش نشان دهنده رابطه منفی بین ساختار سرمایه با ارزش شرکت بود که در این راستا پیشنهاد می گردد:

نهادهای قانون گذار از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سازمان حسابرسی، جامعه حسابداران رسمی و... بر سیاست ها و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت ها توجه بیشتری داشته باشند. با توجه به اینکه در سطوح پایین مدیریت، ساختار سرمایه، ارزش بازار شرکت را تحت تأثیر قرار نمی دهد و این بدین معنی است مدیر به اندازه کافی ترغیب نمی شود که با تغییر در ساختار سرمایه شرکت، ارزش بازار شرکت را افزایش یا کاهش دهد، لذا توصیه می شود که مالک کردن مدیر در سطح پایین مد نظر قرار گیرد و درصد بیشتری از سهام شرکت در اختیار مدیر قرار گیرد تا به واسطه افزایش منافع خود تصمیمات بهتری اتخاذ کند.

#### پیشنهاد مبتنی بر فرضیه چهارم

یافته ها در این فرضیه نیز نشان داد که سودآوری شرکت با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد. در این راستا به منظور بهبود در میزان سودآوری شرکت ها می توان بیان داشت که:

سرمایه گذاران و اعتباردهندگان مستمراً به ارزیابی توان کسب سود مدیران می پردازند. سرمایه گذاران به دنبال شرکت هایی می گردند که احتمال افزایش ارزش سهام آنها می رود. اعتباردهندگان نیز تمایل دارند به شرکت های سودآوری وام دهند که آنها توان پرداخت بدهی های خود را دارند. تصمیم های سرمایه گذاری و اعتباری اغلب شامل مقایسه شرکت ها می باشد. اما مقایسه سود ویژه یک شرکت بزرگ با سود ویژه شرکت تازه کاری در همان صنعت چندان مفید نمی باشد. برای اینکه بتوانیم مقایسه های مربوطی بین شرکت های متفاوت از نظر حجم، عملیات و سایر عملیات داشته باشیم پیشنهاد می گردد از نرخ بازده دارائی ها استفاده گردد.

#### پیشنهادات آتی

۱. به پژوهشگران پیشنهاد می شود که این پژوهش را با در نظر گرفتن اطلاعات شرکت های خارج از بورس و برای یک دوره زمانی طولانی تر تکرار نمایند تا نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشته باشند.
۲. همچنین استفاده از سایر معیارهای بیان شده برای اندازه گیری فرصت های رشد و ساختار سرمایه برای انجام پژوهش های آتی و مشابه پیشنهاد می گردد.
۳. پیشنهاد می گردد پژوهش حاضر در یک صنعت خاص انجام گیرد.
۴. بررسی مقایسه ای موضوع تحقیق حاضر در نمونه ای تفکیک شده بر اساس مراحل چرخه تجاری (رکود و رونق) و نیز مراحل چرخه عمر (رشد، بلوغ، افول) شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران.
۵. به سرمایه گذاران توصیه می شود که جهت ارزش گذاری سهام با استفاده از داده های حسابداری و اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری، از روابط غیرخطی (و نه روابط خطی معرفی شده توسط اولسن ۱۹۹۵ و فلتام و اولسن ۱۹۹۵) استفاده نمایند و تاثیر متغیر رشد شرکت را بر رابطه بین متغیرهای حسابداری و ارزش بازار سهام مدنظر قرار دهند، چرا که استفاده از مدل های خطی، نتایج ناصحیح و پیامدهای اقتصادی منفی برای تصمیم گیرندگان و استفاده کنندگان از مدل های مذکور خواهد داشت.

### محدودیت های پژوهش

در صورتی که قلمرو زمانی پژوهش برای دوره طولانی تری در نظر گرفته می شد، ممکن بود نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشته، لیکن در صورتی که سال های بیشتری برای انتخاب نمونه در نظر گرفته می شد، تعداد شرکت های عضو جامعه و نمونه آماری کاهش می یافت، که این امر موجب کاهش روایی پژوهش می گردید و امکان بررسی رابطه مذکور را با محدودیت مواجه می ساخت.

### منابع

- ✓ صفرعلی پور غربی، محسن، اسلام زاده، امید، (۱۳۹۵)، تاثیر اندازه شرکت و ساختار سرمایه بر نقدینگی، عملکرد و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی رویکردهای نوین در علوم انسانی، مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- ✓ فیل سرایی، مهدی، دلبری، سیدعلی، (۱۳۹۶)، تاثیر اندازه، رشد و سودآوری شرکت بر ارزش شرکت با نقش میانجی ساختار سرمایه: مطالعه شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین المللی نقد و واکاوی مدیریت در هزاره سوم، مشهد، موسسه علمی فرهنگی آپادانا با همکاری مراکز علمی دانشگاهی.
- ✓ گوهری فیروزه، سیمین، بقایی راوری، جواد، سنگ سفیدی، نگار، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با میانجی گری محافظه کاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس سالانه اقتصاد، مدیریت و حسابداری، اهواز، دانشگاه شهید چمران، سازمان صنعت، معدن و تجارت خوزستان.
- ✓ Allayannis, G., & Weston, J. P. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. *The review of financial studies*, 14(1), 243-276.
- ✓ Baker, H. K., & Martin, G. S. (2011). *Capital Structure & Corporate Financing Decisions*. Hoboken, NJ: Wiley.
- ✓ Batcha, D. O. (2016). *Effects of firm size on firm performance of manufacturing firms in Ghana* (Doctoral dissertation, University of Cape Coast).
- ✓ Belkhir, M., Maghyereh, A., & Awartani, B. (2016). Institutions and corporate capital structure in the MENA region. *Emerging Markets Review*, 26, 99-129.
- ✓ Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144-160.
- ✓ Djashan, I. A. (2019). The effect of firm size and profitability on firm value with capital structure as intervening variables in Indonesia. *Journal of International Business, Economics and Entrepreneurship (JIBE)*, 4(2), 55-59.
- ✓ Hirdinis, M. (2019). *Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability*.
- ✓ Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The value of enterprise risk management. *Journal of risk and insurance*, 78(4), 795-822.
- ✓ Kodongo, O., Mokoaleli-Mokoteli, T., & Maina, L. N. (2015). Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya. *African Finance Journal*, 17(1), 1-20.
- ✓ Komarudin, M., & Affandi, N. (2019). Firm Value, Capital Structure, Profitability, Firm Characteristic And Disposable Income As Moderator: An Empirical Investigation Of Retail Firms In Indonesia. *Inovbiz: Jurnal Inovasi Bisnis*, 7(1), 79-85.
- ✓ Kurshev, A., & Strebulaev, I. A. (2015). Firm size and capital structure. *Quarterly Journal of Finance*, 5(03), 1550008.

- ✓ Liow, K. H. (2010). Firm value, growth, profitability and capital structure of listed real estate companies: an international perspective. *Journal of Property Research*, 27(2), 119-146.
- ✓ Mardiyati, U., Ahmad, G. N., & Putri, R. (2012). Pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2010. *JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 3(1), 1-17.
- ✓ Mule, K. R., Mukras, M. S., & Nzioka, O. M. (2015). Corporate size, profitability and market value: An econometric panel analysis of listed firms in Kenya.
- ✓ Nurhayati, M. (2013). Profitabilitas, likuiditas dan ukuran perusahaan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan sektor non jasa. *Jurnal Keuangan & Bisnis Program Studi Magister Manajemen Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Harapan*, 5(2), 144-153.
- ✓ Rizqia, D. A., & Sumiati, S. A. (2013). Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(11), 120-130.
- ✓ Suk, K. S., Juliana, R., & Ekaputra, I. A. (2018). Non-linear impact of growth opportunity and firm size on the capital structure. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(4), 581-593.
- ✓ Tulsian, M. (2014). Profitability Analysis (A comparative study of SAIL & TATA Steel). *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*, 3(2), 19-22.
- ✓ Zhang, Y. L., Ma, R. Y., & Huang, X. Y. (2019). Correlation Analysis Between Capital Structure and Enterprise Value of Communication Service Industry Companies—A Case Study of Shanghai and Shenzhen A-share Listed Companies. In *Proceeding of the 24th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management 2018* (pp. 298-305). Springer, Singapore.
- ✓ Zhao, Y., & Ye, Z. (2019). Capital Structure and Firm Growth in China. *Applied Economics and Finance*, 6(6), 30-42.
- ✓ Zuhroh, I. (2019). The Effects of Liquidity, Firm Size, and Profitability on the Firm Value with Mediating Leverage. *KnE Social Sciences*, 203-230.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی