مجله اقتصادی
شماره‌های ۱ و ۲، فروردین و اردیبهشت ۱۴۰۰، صفحات ۷۸-۵۳

تحلیل عوامل تعیین‌کننده ارزش‌آفرینی بانک (مطالعه موردی: بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران)

رضا حبیبی
عضو هیأت علمی مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، تهران، ایران
R_habibi@ibi.ac.ir
الدار صداقت پرست
عضو هیأت علمی مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، تهران، ایران
e.sedaghatprast@ibi.ac.ir
عیسی یوسفی
کارشناسی ارشد مؤسسه عالی آموزش بانکداری ایران، تهران، ایران
Eisa-Yousefi@yahoo.com

ارزش‌آفرینی یکی از مهم‌ترین مسائلی است که در هر سازمانی مطرح است. شناسایی عوامل مؤثر بر ارزش‌آفرینی و نحوه مدیریت آن باعث رشد سازمان و خلق ارزش برای سهامداران می‌شود. هدف این تحقیق بررسی عوامل مؤثر بر ارزش‌آفرینی بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به این منظور اطلاعات این بانک‌ها بین سال‌های ۸۴ تا ۹۴ در قالب مدل معادلات ساختاری با استفاده از نرم‌افزار Smart PLS مورد تجزیه‌وتحلیل و آزمون قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان داد بین ارزش‌آفرینی و سودآوری، ساختار سرمایه، اندازه بانک رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد و رابطه بین ارزش‌آفرینی و سیاست تقسیم سود معنادار و معکوس است. همچنین نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین ارزش‌آفرینی و ریسک رابطه معناداری وجود ندارد. بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد و سودآوری رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: ارزش‌آفرینی، مدل معادلات ساختاری، Smart PLS.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

۱. مقدمه

مدیران به منظور ارزیابی عملکرد خود سعی می‌کنند تا از معیارهای مناسبی استفاده نمایند. سهامداران نیز به منظور ارزیابی میزان موفقیت مدیریت در به‌کارگیری سرمایه آن‌ها و تصمیم در مورد حفظ، افزایش و یا فروش سهام خود به ارزیابی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌پذیر علاقه‌مندند. از مهم‌ترین اهداف بنگاه‌های اقتصادی کسب سود در کوتاه‌مدت و افزایش ثروت اقتصادی مالکان در بلندمدت است. ارزیابی عملکرد بنگاه‌های اقتصادی نیز نیازمند شناخت معیارها و شاخص‌ها است که در دو مجموعه شاخص‌های مالی و غیرمالی طبقه‌بندی می‌شوند. به‌طورکلی معیارهای سنجش عملکرد به دلیل برخورداری از ویژگی‌هایی نظیر کمی و عینی بودن، نسبت به معیارهای غیرمالی ارجحیت دارند (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۶).

اصولاً معیارهای مالی را که تاکنون در رابطه با ارزیابی عملکرد مطرح شده است، می‌توان به دو دسته مدل‌های حسابداری و اقتصادی طبقه‌بندی کرد. در مدل‌های حسابداری، عملکرد شرکت با توجه به داده‌های حسابداری ارزیابی می‌شود. برخی از مهم‌ترین این معیارها شامل سود، سود هر سهم، جریان‌های نقدی آزاد، نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام می‌باشند. در مدل‌های اقتصادی، عملکرد شرکت با توجه به قدرت کسب سود دارایی‌های موجود و سرمایه‌گذاری بالقوه آن و با عنایت به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه ارزیابی می‌گردد. مهم‌ترین این معیارها عبارتند از ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی می‌باشند (جهانخانی، ظریف فرد، ۱۳۷۴).

نقش اساسی مدیریت سازمان‌های نوین، ارزش‌آفرینی برای همه افراد و نهادهایی است که به نوعی علایق خویش را در سازمان جستجو می‌کنند. در میان ذینفع‌های هر سازمان و بنگاه که به‌طور عمده از سهامداران، مشتریان، کارکنان، تأمین‌کنندگان کالا و جامعه و مراجع دولتی تشکیل می‌گردند، سهامداران به خاطر نقش محوری در کارآفرینی و شکل‌دهی بنگاه و همچنین پذیرش ریسک، از جایگاه ویژه‌ای برخوردارند. ارزش برای سهامداران عملاً از طریق ایجاد ارزش برای سایر ذینفع‌های سازمان ایجاد می‌شود و هنر مدیریت تلفیق و ایجاد تعادل در ارزش‌آفرینی برای مجموعه ذینفع‌ها است، به صورتی که در نهایت، سهامداران به ارزش‌های مورد انتظار خویش دست یابند و ادامه سرمایه‌گذاری در شرکت را مطلوب بدانند، است. امروزه سهامداران انتظار

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

دارند تا بتوانند از طریق شاخص‌های قابل اتکا، اطلاعات مربوط به سودآوری واقعی بنگاه، وضعیت نقدینگی فعلی و آتی بنگاه، پتانسیل درآمدزایی و رشد پایدار شرکت و تحلیل ریسک آن را به دست آورند. هدف اصلی این مقاله، بررسی عوامل مؤثر بر ارزش‌آفرینی سهامداران در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

۲. مبانی نظری

ثروت سهامداران یکی از بحث‌های حیاتی شرکت‌هاست، لازمه مدیریت موفق استفاده از سیستم مبتنی بر ارزش است .معیارهای اندازه‌گیری ثروت‌آفرینی برای سهامداران که روی عملکرد قیمت سهم شرکت تمرکز می‌کنند و به دنبال تعیین افزایش ثروت سهامداران از یک دوره به دوره بعد بر مبنای سود سهام دریافتی آن‌ها و افزایش در قیمت سهم شرکت هستند (شریعت پناهی و بادآور نهاوندی، ۱۳۷۸). در این بخش به‌طور خلاصه به برخی از مهم‌ترین محرک‌های ارزش‌آفرینی و رویکردهای سنجش آن‌ها می‌پردازیم.

الف) ارزش‌آفرینی: نقش اساسی مدیریت سازمان‌های نوین، ارزش‌آفرینی برای همه افراد و نهادهایی است که به نوعی علایق خویش را در سازمان جستجو می‌کنند. در میان ذینفعان سهامداران به خاطر نقش محوری در کارآفرینی و شکل‌دهی بنگاه و همچنین پذیرش ریسک، از جایگاه ویژه‌ای برخوردارند. ارزش برای سهامداران عملاً از طریق ایجاد ارزش برای سایر ذینفع‌های سازمان ایجاد می‌شود و هنر مدیریت تلفیق و ایجاد تعادل در ارزش‌آفرینی برای مجموعه ذینفع‌ها است. به صورتی که در نهایت، سهامداران به ارزش‌های مورد انتظار خویش دست یابند و ادامه سرمایه‌گذاری در شرکت را مطلوب بدانند. امروزه سهامداران انتظار دارند تا بتوانند از طریق شاخص‌های قابل اتکا، اطلاعات مربوط به سودآوری واقعی بنگاه، وضعیت نقدینگی فعلی و آتی بنگاه، پتانسیل درآمدزایی و رشد پایدار شرکت و تحلیل ریسک آن را به دست آورند. از این رو معیارهای جدیدی برای سنجش ارزش بنگاه مطرح شده که به‌سرعت جایگزین معیارها و شاخص‌های سنتی اندازه‌گیری ارزش بنگاه می‌شود. در تئوری‌های جدید مدیریت و سرمایه‌گذاری، ایجاد ارزش برای سهامداران، ایجاد ارزش مثبت مازاد بر انتظار سهامداران است (نیکومرام، ۱۳۹۶). معیارهای اندازه‌گیری ثروت‌آفرینی برای سهامداران که روی عملکرد قیمت سهم شرکت تمرکز می‌کنند و به دنبال تعیین افزایش ثروت سهامداران از یک دوره به دوره بعد بر

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

مبنای سود سهام دریافتی آن‌ها و افزایش در قیمت سهم شرکت هستند (شریعت پناهی و بادآور نهاوندی، ۱۳۷۸).

ب) مفهوم ارزش افزوده: سوجانن شرکت را به عنوان یک واحد تجاری یا مرکز تصمیم‌گیری برای سهامداران تعریف می‌کند که همان تئوری واحد تجاری را دنبال می‌نماید. سوجانن مفهوم ارزش افزوده را به‌عنوان یک ابزار مدیریت در اندازه‌گیری و ارزیابی درآمد برای استفاده در حسابداری به علت وجود گروه‌های مختلف علاقه‌مند به اطلاعات، پیشنهاد کرد. وی معتقد است که محاسبه ارزش افزوده اطلاعات بیشتری را نسبت به صورت سود و زیان و ترازنامه برای استفاده‌کنندگان فراهم می‌کند. همین امر باعث شده است که وی به عنوان نخستین نویسنده استفاده از مفهوم ارزش افزوده در حسابداری شناخته شود. در دنیای امروزی، مالکان به دنبال اجرای راهکار خلق ارزش در شرکت‌ها هستند. معیار EVA به عنوان یکی از بهترین معیارهای نشان‌دهنده میزان موفقیت مدیر در اجرای راهکار خلق ارزش معرفی گردیده است. EVA به پیش‌بینی سودهای ایجادشده شرکت‌ها می‌پردازد (استیوارت، ۱۹۹۴) این پیش‌بینی‌ها از طریق مقایسه سود عملیاتی بعد از مالیات (NOPAT) و کل هزینه‌های سرمایه صورت می‌پذیرد (بدهی و همچنین حقوق صاحبان سهام) (کاپلان ۲۰۰۵). ارزش افزوده اقتصادی به‌عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد و سود واقعی شرکت محسوب می‌شود و ابزاری برای کمک به مدیران در ارزش‌آفرینی سهامداران است (صمدی لرگانی، ۱۳۹۳).

ج) سودآوری: امروزه گسترش بازارهای جهانی و افزایش رقابتی در بازارهای خدمات مالی، سودآوری صنعت بانکی را به طور قابل توجهی تحت تأثیر قرار داده است. با توجه به اینکه سودآوری یکی از کارکردهای مهم بانک‌ها به عنوان واسطه مالی است و از آنجایی که یک بانک سودآور توان بیشتری برای مقابله با شوک‌های منفی بازار را دارد، لذا توجه به شاخص سودآوری به عنوان یکی از شاخص‌های ارزیابی عملکرد در بانک‌ها و اهمیت نقش آن در تصمیمات مرتبط با نحوه تجهیز منابع، تأمین مالی و همچنین چگونگی تخصیص منابع، بسیار ضروری است (رستمی، ۱۳۹۵).

د) فرصت‌های رشد: یکی از عوامل مؤثر بر بهبود عملکرد شرکت‌ها، فرصت‌های رشد است و این می‌تواند نشان‌دهنده استعداد بالقوه شرکت در سودآوری و سرمایه‌گذاری باشد. فرصت‌های

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

سرمایه‌گذاری در طی مراحل مختلف دارای چرخه عمر متفاوت است. شرکتی که از انعطاف‌پذیری زیادی برای استفاده از این فرصت‌ها برخوردار باشد، چشم‌انداز روشنی از آینده آن متصور است (اولسن و همکاران،۲۰۱۲). ارزش یک شرکت، تابع سودآوری سرمایه‌گذاری‌های آن است، از این رو، مدیران با حداکثر نمودن ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل مؤثر بر سطح سرمایه‌گذاری، بین انتظارات سهامداران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران را جلب نمایند (فازاری،۲۰۰۰). مقصود از فرصت‌های رشد، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.

ه) ریسک سیستماتیک: یکی از مهم‌ترین مباحث در بازار سرمایه، آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها به‌ویژه ریسک سیستماتیک است که نقش مؤثری در تصمیم‌گیری‌های مالی دارد، زیرا اعتقاد بر این است که بازده سهام شرکت‌ها، تابعی از ریسک سیستماتیک است و ریسک سیستماتیک نشان‌دهنده تغییرات نرخ بازده یک سهم نسبت به تغییرات نرخ بازده کل بازار سهام است. پژوهش‌های اولیه فاما و مک بث (۱۹۷۳) اعتبار الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای را تأیید کرد، نتایج حاصل از پژوهش‌های تجربی فاما و فرنچ (۱۹۹۲) نشان می‌دهد ریسک سیستماتیک به طور کامل، تغییرات بازده سهام را تبیین نمی‌کند. بر اساس این، عواملی مانند اندازه، نسبت درآمد به قیمت، سود به قیمت، نسبت جریان نقد به قیمت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و رشد فروش به قدرت تبیین این الگو می‌افزاید.

۳. پیشینه تحقیق

الف) تحقیقات داخلی

صمدی لرگانی (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[1] (STDTA) و همچنین بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها[2] (LTDTA) با TVA

1. Short-term Debt to Total Asset
2. Long- term Debt to Total Asset

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

رابطه معنادار و منفی وجود داشته است در حالی که بین نسبت کل بدهی و کل دارایی‌ها[1] (TDTA) با TVA رابطه معناداری وجود ندارد.

کاویانی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی تحت عنوان تبیین رابطه بین فرصت‌های رشد، اندازه و ساختار سرمایه با ارزش افزوده اقتصادی صاحبان سهام (EEVA) بدین نتیجه رسیدند که نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها[2] (STDTA) و همچنین بین نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی‌ها[3] (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[4] (TDTA) با EEVA رابطه معناداری وجود ندارد.

رستمی (۱۳۹۵) به تحقیقی تحت عنوان «تبیین رابطه بین پارادایم اندازه شرکت و حاکمیت شرکتی با مکانیزم های مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. جامعه آماری تحقیق آن‌ها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۹۱ شرکت به‌عنوان نمونه تحقیق در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۸۹ انتخاب شده‌اند. در تحقیق آن‌ها متغیرهای درصد مالکیت نهادی، مالکیت خصوصی، درصد (نسبت) اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، تخصص مالی هیئت‌مدیره و اندازه شرکت به عنوان متغیر مستقل و مدیریت سود شرکت به عنوان متغیرهای وابسته و متغیرهای اهرم مالی و ریسک سیستماتیک نیز به‌عنوان متغیرهای کنترلی تحقیق بود. نتایج تحقیق نشان داد که مالکیت خصوصی، مالکیت نهادی، تخصص مالی هیئت‌مدیره و درصد استقلال اعضای هیئت‌مدیره رابطه معنادار و معکوس با مدیریت سود داشته و اندازه شرکت نیز رابطه مستقیم و معناداری با مدیریت سود دارد.

ب) تحقیقات خارجی

در مطالعه انجام‌گرفته توسط رادیک (۲۰۰۸)، مدلی توسعه داده می‌شود که سیاست‌های پویای تأمین مالی، سرمایه‌گذاری و نگهداری/پرداخت وجوه نقد را به‌منظور تحلیل انعطاف‌پذیری مالی بر مبنای ارزش شرکت را درونی‌سازی می‌کند. این مطالعه نشان می‌دهد که ارزش انعطاف‌پذیری مالی

1. Total Debt to Tal Asset
2. Short-term Debt to Total Asset
3. Long- term Debt to Total Asset
4. Total Debt to Tal Asset

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

به هزینه‌های تأمین مالی از بیرون، سطح مالیات شرکتی و شخصی و امکان رشد بالقوهٔ شرکت بستگی دارد.

چن و همکاران (۲۰۱۳) در مطالعات خود در بانک‌های امریکا نشان دادند که بانک‌ها نیز می‌توانند از مزایای صرفه‌جویی به مقیاس استفاده کنند، آن‌ها در این تحقیق نشان دادند که یک بانک بزرگ‌تر که دارای منابع مالی بیشتر است قادر به متنوع سازی دارایی‌ها و محصولاتشان است و با استفاده از تنوع و گسترش هزینه‌های اطلاعات و سایر هزینه‌ها بازدهی بالاتری را کسب کنند. و با استفاده از فناوری اطلاعات و بهره‌گیری از تکنولوژی و مدیریت صحیح هزینه‌ها از مزایای صرفه‌جویی به مقیاس بهره ببرند. با استفاده از دارایی‌هایی مناسب و سرمایه‌گذاری صحیح و تشکیل پرتفوی متنوع ریسک را کاهش می‌دهند و در سطح ریسک مشخص به سطح بازدهی مورد انتظار بالاتری دست پیدا کنند. همچنین بانک‌هایی که دارای اندازه بزرگ‌تری هستند تحمل بیشتری نسبت به ریسک‌هایی دارند که از خارج سازمان به بانک‌ها تحمیل می‌شوند.

گیسر (۲۰۱۷) در مطالعهٔ خودشان در مورد تجزیه‌وتحلیل عوامل تعیین‌کننده ارزش‌آفرینی سهامداران بانک‌های هندی دریافتند ارزش افزوده اقتصادی EVA بهتر از شاخص‌های حسابداری مانند Rot و EPS و DPS ارزش افزوده بازار را تبیین می‌کند و رابطهٔ معنادار و مثبتی بین ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. در این تحقیق دریافتند EPS برای بانک‌های دولتی محدود و DPS برای بانک‌های خصوصی کشور هند قادر به اندازه‌گیری ارزش سهامداران است.

٤. روش تحقیق

این تحقیق از جنبه هدف کاربردی بوده و با استفاده از روش‌ها و مدل موجود می‌توان در راستای بهبود عملکرد بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس، استفاده نمود. به طوری که مدیران بانکی با استفاده از نتایج تأثیر معیارهای بررسی‌شده در این تحقیق بر روی ارزش‌آفرینی، نسبت به بهبود عملکرد بانک‌ها اقدام نمایند. همچنین این تحقیق به بررسی محرک‌های ارزش‌آفرینی از نظر شاخص‌های مالی پرداخته و به تبیین برخی شاخص‌های مالی عملکرد بانک‌ها می‌پردازد. سهامداران و سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در سهام بانک‌ها می‌توانند از نتایج این تحقیق در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده نمایند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

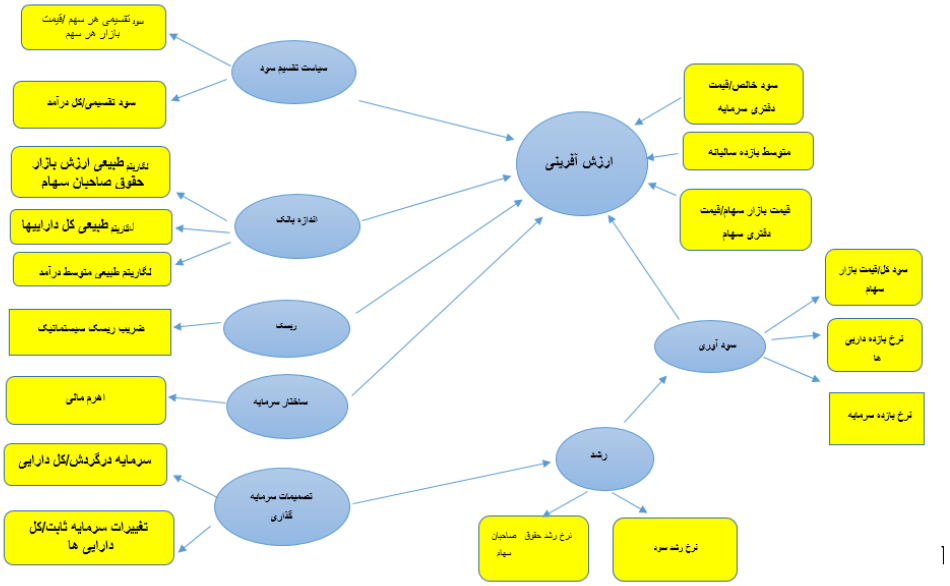
فرضیات این تحقیق به‌صورت زیر بیان می‌شود

۱. ساختار سرمایه (نسبت کل بدهی بر دارایی‌های بانک) بر ارزش‌آفرینی بانک تأثیر مثبت و معناداری دارد.
۲. ریسک بازار (ضریب بتا که شاخص ریسک سیستماتیک بانک است) بر ارزش‌آفرینی بانک تأثیر منفی و معناداری دارد.
۳. سودآوری بر ارزش‌آفرینی بانک تأثیر مثبت و معناداری دارد.
۴. اندازه بانک بر ارزش‌آفرینی بانک تأثیر منفی و معناداری دارد.
۵. سیاست تقسیم سود (نسبت سود تقسیمی به سود هر سهم) بر ارزش‌آفرینی بانک تأثیر مثبت و معناداری دارد.
۶. تصمیمات سرمایه‌گذاری (نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها) بر ارزش‌آفرینی تأثیر مثبت و معناداری دارد.
۷. تصمیمات سرمایه‌گذاری (نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها) بر فرصت‌های رشد تأثیر مثبت و معناداری دارد.
۸. فرصت‌های رشد (درصد تغییرات درآمد سالانه حاصل از اعطای تسهیلات بانک) بر سودآوری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

مدل مفهومی استفاده شده در این مقاله مبتنی بر مدل‌سازی معادلات ساختاری (SEM)[1] است. مدل‌سازی معادلات ساختاری از روش‌های جدید آماری و یکی از قوی‌ترین روش‌های تجزیه‌وتحلیل چند متغیره است. کاربرد اصلی آن در موضوعات چند متغیره‌ای است که نمی‌توان آن‌ها را به شیوه دو متغیری با در نظر گرفتن هر بار یک متغیر مستقل با یک متغیر وابسته انجام داد. معادله ساختاری یک تکنیک تحلیل چند متغیری از خانواده رگرسیون چند متغیری است که امکان آزمون هم‌زمان مجموعه‌ای از معادلات رگرسیون را فراهم می‌کند. در واقع الگوسازی معادله ساختاری یک رویکرد آماری جامع برای آزمون فرض‌هایی درباره روابط بین متغیرهای مشاهده شده و پنهان است. از این رو مدل ساختاری تحقیق به شرح زیر است:

1. Structural Equation Modeling

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]



شکل ۱. مدل مفهومی تحقیق: نمودار مسیر اولیه ارزش‌آفرینی (کاپلان، ۲۰۰۵)

قلمرو مکانی پژوهش کلیه بانک‌های پذیرفته شده بازار سرمایه ایران است که از سال ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۴ در بورس فعال بوده‌اند. قلمرو مکانی تحقیق بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شامل: صادرات، پاسارگاد، ملت، سینا، تجارت، اقتصاد نوین، پارسیان، کارآفرین است. قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۴ است. موضوع این پژوهش، تحلیل عوامل تعیین محرک‌های ارزش‌آفرینی در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران با استفاده از مدل‌سازی معادله ساختاری است.

۳. متغیرهای تحقیق

متغیرهای مربوط به سود پرداختی (DIVPO)

DPO : نسبت سود تقسیمی به درآمد کل که از تقسیم، سود تقسیمی هر سهم به کل درآمد قابل محاسبه است.

Div Yield: بازده نقدی سهم است که از تقسیم سود تقسیمی هر سهم به قیمت بازار هر سهم محاسبه می‌گردد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

متغیرهای مربوط به اندازه بانک (bank size)

LNSA: شاخص اول اندازه بانک است که لگاریتم طبیعی متوسط درآمد بانک محاسبه می‌گردد.

LNTA : شاخص دوم اندازه بانک است که از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های بانک قابل محاسبه است.

LNME : شاخص سوم اندازه بانک است که لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بانک قابل محاسبه است.

متغیرهای مربوط به فرصت‌های رشد (GROWTH)

SG: رشد حقوق صاحبان سهام بانک که از درصد تغییرات ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بانک محاسبه می‌شود.

EG: نرخ رشد درآمد بانک که از درصد تغییرات کل درآمد سالانه بانک محاسبه می‌شود.

متغیرهای مربوط به تصمیمات سرمایه‌گذاری (Iinvestment Decision)

CAPEX/TA: نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها که از تقسیم تغییرات سرمایه ثابت به کل دارایی‌ها قابل محاسبه است.

WC/TA: نسبت خالص سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها که از تفاوت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری به کل دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

متغیرهای مربوط به ریسک بازار (Market ris)

Beta: بتا که شاخص ریسک سیستماتیک است که برای هر بانک از طریق رگرسیون دومتغیره بازده ماهانه بانک با بازده شاخص بازار برای هر سال جدا محاسبه می‌گردد.

متغیرهای مربوط به ساختار سرمایه (capital structure)

Lev: اهرم مالی است که از تقسیم کل بدهی بر دارایی‌های بانک قابل محاسبه است.

متغیرهای مربوط به سودآوری (PROFITABILIT)

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام که از تقسیم سود خالص بر حقوق صاحبان سهام قابل محاسبه است.

ROA: بازده دارایی‌های بانک که از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها قابل محاسبه است.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

E/P: نسبت سود به قیمت که از تقسیم سود هر سهم به متوسط سالیانه قیمت بازار هر سهم محاسبه می‌شود.

متغیرهای مربوط به ارزش‌آفرینی (VALUE CREATION)

MV_t/BV_t: نسبت ارزش بازار سهام بانک تقسیم بر ارزش دفتری بانک که از تقسیم قیمت بازار سهم بر ارزش دفتری هر سهم محاسبه می‌گردد.

Return: متوسط بازده ماهانه بانک است که حاصل جمع بازده نقدی و قیمتی هر سهم بانک محاسبه می‌گردد.

Et/BE_{t-1}: که از تقسیم سود هر سهم در زمان t بر ارزش دفتری هر سهم در زمان t-۱ قابل محاسبه است.

جدول ۱: تعریف و توضیح متغیرهای آشکار و پنهان

متغیر آشکار	متغیر پنهان	تعریف و توضیح متغیرهای ترکیبی و انعکاسی
dividend pay out (dpo)	تقسیم سود	کل سود نقدی تقسیمی بانک در سال گذشته تقسیم بر کل درآمد بانک
dividend yield		سود تقسیمی هر سهم تقسیم بر متوسط سالیانه قیمت بازار هر سهم
lnta	اندازه بانک	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های بانک
lnsa		لگاریتم طبیعی متوسط درآمد بانک
lnme		لگاریتم طبیعی حقوق صاحبان سهام
lev	ساختار سرمایه	کل بدهی تقسیم بر حقوق صاحبان سهام
captex/ta	سیاست‌های سرمایه‌گذاری	مخارج سرمایه‌گذاری تقسیم بر کل دارایی‌ها
wc/ta		سرمایه در گردش تقسیم بر کل دارایی‌ها
eg(earning growth)	رشد	نرخ رشد درامد بانک
sg(sales growth)		نرخ رشد حقوق صاحبان سهام

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

ادامه جدول ۱: تعریف و توضیح متغیرهای آشکار و پنهان

متغیر آشکار	متغیر پنهان	تعریف و توضیح متغیرهای ترکیبی و انعکاسی
earning/price(e/p)	سودآوری	سود هر سهم تقسیم بر متوسط قیمت بازار هر سهم
roa		نرخ بازده دارایی‌ها (سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها)
roe		نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام)
e/bv equity	ارزش‌آفرینی	درآمد کل تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در سال گذشته
Return		بازدهی سهام تقسیم بر متوسط سالیانه قیمت بازار سهام بانک
mv/bv		ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

مدل‌سازی معادلات ساختاری یکی از فنون مدل‌سازی آماری است که در سال‌های اخیر از حوزه علوم رفتاری وارد حوزه‌های مدیریت و سازمان شده است. این روش، فن مدل‌سازی آماری است که فنون دیگری مثل رگرسیون چندمتغیره، تجزیه تحلیل عاملی، تجزیه‌وتحلیل مسیر را در بر می‌گیرد و تمرکز اصلی آن بر روی متغیرهای پنهان است که توسط شاخص‌های اندازه‌پذیر و متغیرهای آشکار تعریف می‌شوند. با استفاده از این روش می‌توان روابط علت و معلولی میان متغیرهایی که به‌طور مستقیم قابل مشاهده نیستند، با توجه به خطاها، استنتاج نموده و میزان همبستگی و شدت اثرگذاری هر یک را بر دیگری مورد تجزیه‌وتحلیل قرار داد (بنتلر،۱۹۸۰).

بسیاری از تکنیک‌های چندمتغیره، مانند رگرسیون چند متغیره، تحلیل عاملی، تحلیل واریانس چند متغیری و روش‌های نظیر آن، اگرچه ابزار قدرتمندی برای محقق به شمار می‌روند، ولی همگی دارای محدودیت مشترکی هستند. هریک از این تکنیک‌ها می‌توانند در هر بار فقط یک رابطه مجزا را بررسی می‌کنند. ولی در خیلی از موارد محقق با مجموعه‌ای از روابط به هم پیوسته روبرو است که برای پاسخگویی به تمامی این سؤالات نیاز به بررسی روش مدل‌یابی معادلات ساختاری است که از بسط و توسعه مجموعه‌ای از روابط وابستگی به طور همزمان می‌پردازد. استفاده از این روش، به‌ویژه زمانی مفید است که یک متغیر وابسته در روابط وابستگی بعدی تبدیل به یک متغیر مستقل می‌شود. این مجموعه روابط، اساس مدل‌یابی معادلات ساختاری را تشکیل می‌دهد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

٤. تجزیه‌وتحلیل داده‌ها

الف) آمار توصیفی داده‌ها: در آمار توصیفی به وضعیت داده‌ها با شاخص‌های مرکزی پرداخته می‌شود.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرها

متغیر	تعریف متغیر	میانگین	میانه	مینیمم	ماکزیمم	دامنه	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی
lnme	لگاریتم طبیعی قیمت بازار حقوق صاحبان سهام	30.57	30.82	27.75	32.1	4.3	0.93	0.53	-0.84
e/p	درآمد کل /قیمت بازار کل سهام	0.20	0.15	0.15	0.25	0.10	0.02	34.13	5.85
mv/bv	قیمت بازار سهم /قیمت دفتری سهم	1.26	1.22	0.50	2.7	2.2	0.48	0.00	0.61
dPOt-1	سود تقسیمی سال گذشته /درآمد کل	0.78	0.67	-0.46	4.1	4.6	0.73	12.26	3.17
div yield	سود تقسیمی هر سهم/قیمت بازار هر سهم	0.32	0.20	0.00	2.0	2.0	0.33	10.89	2.90
return	متوسط بازدهی سالیانه سهام	0.34	0.22	-0.41	1.8	2.3	0.55	0.82	1.16
sg	نرخ رشد حقوق صاحبان سهام	0.93	0.84	0.00	9.3	9.3	1.05	61.45	7.70
lnta	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها	33.01	33.30	30.31	35.0	4.7	1.18	-0.65	-0.44
Lev	درصد نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	13.38	13.17	4.38	26.3	21.9	5.16	-0.37	0.35
et/bv t	درآمد کل/ارزش دفتری صاحبان سهام	1.10	0.79	-0.31	2.9	3.2	0.79	-0.38	0.90
lnsa	لگاریتم طبیعی درآمد سالانه	30.30	30.37	27.00	32.5	5.5	1.28	-0.72	-0.27
Roe	سود خالص/ حقوق صاحبان سهام	20.78	23.53	-27.99	51.2	79.2	11.83	3.77	-0.97
Roa	سود خالص/کل دارایی‌ها	4.43	1.84	-1.46	96.0	97.5	14.81	31.30	5.64

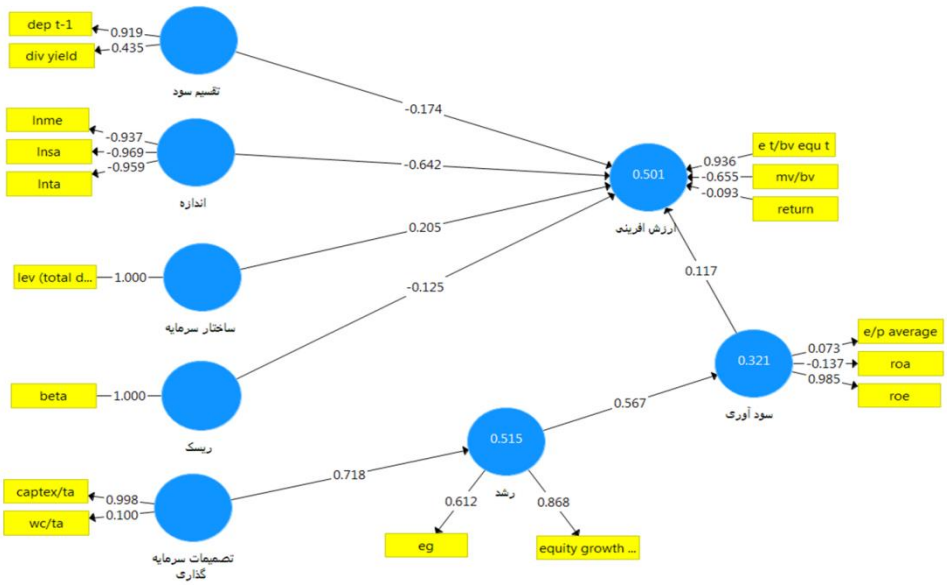
[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

ادامه جدول ۲: آمار توصیفی متغیرها

متغیر	تعریف متغیر	میانگین	میانه	مینیمم	ماکزیمم	دامنه	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی
beta	ضریب ریسک سیستماتیک	0.60	0.59	-1.75	2.0	3.8	0.61	2.78	-0.45
Eg	نرخ رشد درآمد سالیانه	0.15	0.19	-0.37	1.9	2.3	0.71	12.21	-2.18
wc/ta	سرمایه در گردش/ کل دارایی‌ها	0.95	0.95	0.79	1.1	0.3	0.07	-0.49	-0.05
captex/ta	سرمایه ثابت / کل دارایی‌ها	-0.20	0.05	-2.62	0.2	2.8	0.42	30.06	-5.48

منبع: محاسبات محقق

ب) بررسی مدل نظری تحقیق: در این قسمت به ارائه خروجی تجزیه‌وتحلیل مدل نظری تحقیق می‌پردازیم.



شکل ۲: ضرایب مسیر در مدل پیش‌فرض (منبع محاسبات نرم‌افزاری محقق)

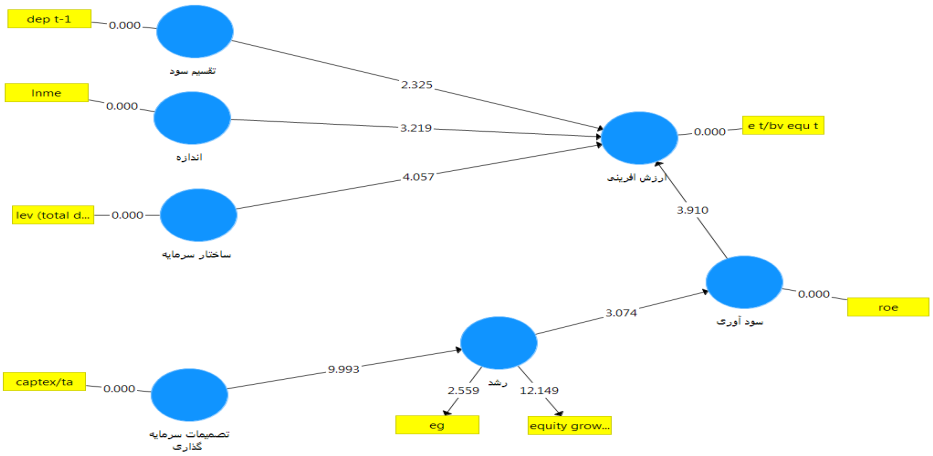
در این قسمت توضیحی در مورد شکل می‌دهیم که بیشترین بار عاملی مربوط به متغیر ساختار سرمایه، ریسک است و کمترین بار عاملی مربوط به e/p و wc/ta است. در این قسمت بارهای عاملی کمتر از ۰.۴ حذف می‌شوند و متغیرهای آشکار با بارهای عاملی بین ۰.۴ و ۰.۷ چنانچه

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

شاخص‌های AVEمربوط به آن بالاتر از ۰.۵ باشد و یا شاخص CRآن بالاتر از ۰.۷ باشد در مدل باقی می‌مانند. بارهای عاملی بالاتر از ۰.۷ نیز در مدل باقی می‌مانند. متغیرهای wc/ta، return، roa، e/p به دلیل نداشتن بار عاملی مناسب از مدل حذف شدند.

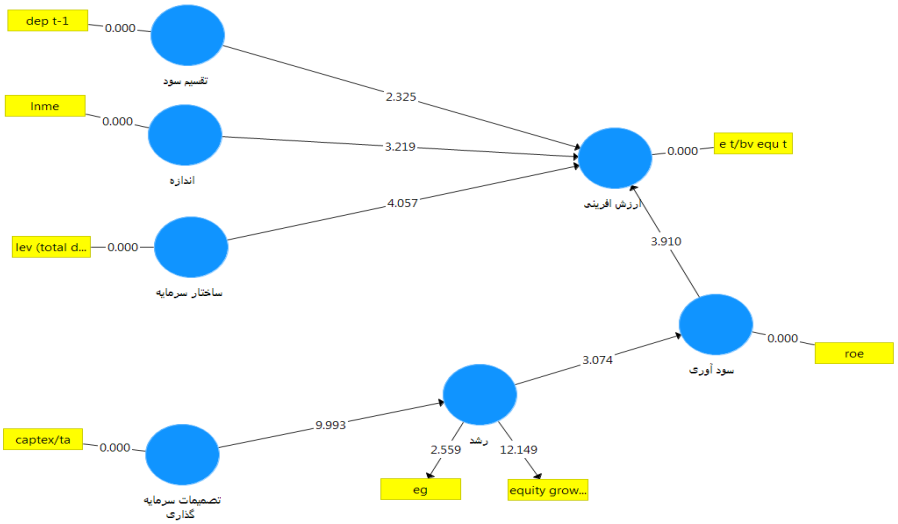
متغیرهای LNME و LNTAبه دلیل داشتن هم‌خطی بین متغیرها (VIF بالای ۵) از مدل حذف می‌گردند. متغیرهای div yield، mv/bv و beta نیز به دلیل نداشتن P-VALUE مناسب از مدل حذف گردید.

در این قسمت به بررسی فرضیات تحقیق می‌پردازیم. شکل زیر، خروجی مدل نظری تحقیق را پس از غربال‌گری و حذف متغیرهای مشاهده شده با بار عاملی کمتر از ۰/۷ نشان می‌دهد.



شکل ۳: بارهای عاملی هر متغیر و ضرایب مسیر مدل (منبع محاسبات نرم‌افزاری محقق)

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]



شکل ٤: مدل نظری تحقیق در حالت معناداری ضرایب (منبع محاسبات نرم‌افزاری محقق)

همان‌طور که در شکل مشاهده می‌کنید، ضرایب مسیر استاندارد شده بین متغیرها نشان داده شده‌است. به علاوه شکل بالا، مقدار آماره بوت استراپ برای بررسی معناداری این ضرایب مسیر را نشان می‌دهد. همان‌طور که در شکل مشاهده می‌کنید تمام ضرایب مسیر در سطح ۰/۰۵ معنادار هستند، زیرا سطح معناداری آن‌ها بیشتر از ۱/۹۶ مشاهده شده است.

آزمون مدل اندازه‌گیری

قبل از بررسی ضرایب مسیر و نتیجه‌گیری در مورد فرضیات تحقیق، لازم است کیفیت برازش مدل را بررسی کنیم. یکی از تفاوت‌های نرم‌افزار Smart PLS با سایر نرم‌افزارهای معادلات ساختاری این است که کیفیت مدل در دو قسمت بررسی می‌شود. قسمت اول کیفیت مدل اندازه‌گیری و قسمت دوم آزمون مدل ساختاری. بنابراین به بررسی این شاخص‌ها می‌پردازیم.

بررسی پایایی متغیرهای مشاهده‌پذیر

طبق گفته محققان در صورتی مدل اندازه‌گیری انعکاسی، مدلی همگن خواهد بود که قدر مطلق بار عاملی هر یک از متغیرهای مشاهده‌پذیر حداقل دارای باشد در صورتی که بار عاملی متغیری کمتر از ۰.۷ باشد چنانچه AVEمتغیر مربوطه بالای ۰.۵ باشد می‌تواند متغیر مشاهده‌پذیر را در مدل اندازه‌گیری حفظ نمود. جهت بررسی پایایی یا سازگاری درونی بین متغیرهای مشاهده‌پذیر از شاخص دیگری به نام پایایی مرکب استفاده می‌شود. مقدار این شاخص باید بالای ۰.۷ باشد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

جدول ۳: آزمون پایایی مدل اندازه‌گیری انعکاسی

	average variance extracted	composit reliability
اندازه	1	1
تصمیمات سرمایه‌گذاری	1	1
تقسیم سود	1	1
رشد	۰.۵۶۶	۰.۷۱۸
ساختار سرمایه	1	1
سودآوری	1	1

منبع: محاسبات محقق

آزمون روایی مدل اندازه‌گیری انعکاسی

در بحث روایی مدل اندازه‌گیری انعکاسی دو روش مهم وجود دارد یکی روایی همگرا (convergent validity) و دیگری روایی تشخیصی (discriminant validity) است. که در جداول زیر به بررسی این شاخص‌ها می‌پردازیم. منظور از شاخص روایی همگرا سنجش میزان تبیین متغیر پنهان توسط متغیرهای مشاهده‌پذیر آن است. معیار متوسط واریانس استخراج شده (AVE) توسط فرنل و لاکر (۱۹۸۱)به عنوان شاخصی برای سنجش اعتبار درونی مدل اندازه‌گیری انعکاسی پیشنهاد شد. به بیان ساده‌تر این شاخص میزان همبستگی یک سازه را با شاخص‌های نشان‌دهنده خود نشان می‌دهد. برای این شاخص حداقل مقدار ۰.۵ در نظر گرفته شده است. که این بدان معناست که متغیر پنهان مورد نظر حداقل ۵۰ درصد واریانس مشاهده‌پذیرهای خود را تبیین می‌کند. مقدار این شاخص در جدول شماره ۲ در بالا آمده است.

روایی تشخیصی یا واگرا توانایی یک مدل را میزان افتراق مشاهده‌پذیرهای متغیر پنهان آن مدل با سایر مشاهده‌پذیرهای موجود در مدل می‌سنجد. روایی واگرا در واقع مکمل روایی همگرا است. برای pls- semدو معیار برای سنجش آن مطرح شده است:

آزمون بار مقطعی (cross loading)

گفن و استروپ (۲۰۰۵)می‌گویند طبق این آزمون این انتظار وجود دارد که بارهای عاملی هرکدام از متغیرهای مشاهده‌پذیر مورد نظر در یک مدل اندازه‌گیری انعکاسی بیشتر از بارهای عاملی مشاهده‌پذیرهای دیگر مدل‌های اندازه‌گیری موجود در مدل ساختاری باشد. به عبارت دیگر بار

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

مقطعی کمتری بر مدل‌های اندازه‌گیری دیگر داشته باشد. بار عاملی هر متغیر مشاهده‌پذیر بر روی متغیر پنهان مربوط به خود باید حداقل ۰.۱ بیشتر از بار عاملی همان متغیر مشاهده‌پذیر بر متغیرهای پنهان دیگر باشد.

جدول ٤: cross loading

	ارزش‌آفرینی	اندازه	تصمیمات سرمایه‌گذاری	تقسیم سود	رشد	ساختار سرمایه	سودآوری
et/bv	1	0.143	-0.132	-0.267	0.13	0.36	0.226
lnme	0.143	1	-0.111	0.027	-0.327	0.903	-0.491
captex/ta	-0.132	-0.111	1	-0.066	0.702	-0.509	0.251
dpo	-0.267	0.027	-0.666	1	0.026	-0.03	-0.08
eg	0.202	-0.362	0.117	0.177	0.629	0.002	0.697
equity growth rate	0.031	-0.177	0.816	-0.084	0.857	-0.203	0.252
lev	0.36	0.093	-0.509	-0.03	-0.158	1	-0.121
roe	0.226	-0.491	0.251	-0.08	0.56	-0.121	1

منبع: محاسبات محقق

همان‌طور که مشاهده می‌گردد تمامی ارقام مندرج در قطر اصلی جدول فوق (بار عاملی متناظر با متغیر پنهان خود) بالاتر از مقدار بار عاملی متغیرهای دیگر با متغیر پنهان مورد نظر است.

آزمون فورنل – لارکر

طبق این معیار یک متغیر پنهان در مقایسه با سایر متغیرهای پنهان، باید پراکندگی بیشتری را در بین مشاهده‌پذیرهای خودش داشته باشد تا بتوان گفت متغیر پنهان مد نظر روایی تشخیصی بالایی دارد. در اصطلاح آماری جذر میانگین واریانس استخراج شده ($\sqrt{AVE}$) هر متغیر پنهان باید بیشتر از همبستگی آن متغیر پنهان با متغیرهای پنهان باشد. آزمون بار مقطعی روایی تشخیصی را در سطح

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

متغیر مشاهده‌پذیر می‌سنجد، در حالی که آزمون فورنل–لارکر روایی تشخیصی را در سطح متغیر پنهان ارزیابی می‌کند. ارقام مندرج در جدول زیر مربوط به آزمون فورنل–لارکر است.

جدول ۵: آزمون فورنل- لارکر

	ارزش-آفرینی	اندازه	تصمیمات سرمایه‌گذاری	تقسیم سود	رشد	ساختار سرمایه	سودآوری
ارزش‌آفرینی							
اندازه	0.143	1					
تصمیمات سرمایه‌گذاری	0.132	-0.111	1				
تقسیم سود	-0.267	0.027	-0.066	1			
رشد	0.13	-0.327	0.702	0.026	0.752		
ساختار سرمایه	0.36	0.093	-0.509	-0.03	-0.158	1	
سودآوری	0.226	-0.491	0.251	-0.08	0.56	-0.121	1

منبع: محاسبات محقق

آزمون روایی مدل اندازه‌گیری ترکیبی

برای بررسی روایی مدل‌های اندازه‌گیری ترکیبی دو آزمون مورد استفاده قرار می‌گیرد:

آزمون معناداری وزن‌های بیرونی

برای تعیین مقادیر وزن‌های عاملی مدل اندازه‌گیری ترکیبی به جدول outer weightاز خروجی الگوریتم plsمراجعه می‌کنیم.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

جدول ٦: وزن‌های بیرونی متغیرها

	original sample	sample mean	standard deviation	t statistics	p value
captex/ta -investment	1	1	0		
dpo- divpo	1	1	0		
et/bv - value creation	1	1	0		
eg – growth	0.52	0.427	0.192	2.703	0.007
equity growth rate- growth	0.785	0.811	0.118	6.638	0.000
lev- capital structure	1	1	0		
lnme- firmsize	1	1	0		
roe - profit abillity	1	1	0		

منبع: محاسبات محقق

با توجه به اینکه بارهای عاملی همه بالای ۰.۵ می‌باشند و کلیه وزن‌ها در سطح ۹۹٪ اطمینان معنادار می‌باشند.

آزمون هم‌خطی چندگانه

دومین روش در آزمون مدل اندازه‌گیری ترکیبی، بررسی هم‌خطی چندگانه متغیرهای مشاهده‌پذیر یا همان روایی واگرا یا تشخیصی مدل اندازه‌گیری ترکیبی است. جدول تورم واریانس یا vifمدل اندازه‌گیری در جدول زیر آورده شده است:

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

جدول ۷: آزمون هم‌خطی

captex/ta	1
dep	1
e/bv	1
eg	1.02
equtity growth rate	1.02
lev	1
lnme	1
roe	1

منبع: محاسبات محقق

همان‌طور که مشاهده می‌گردد مقادیر vifهمگی کمتر از ۵ بوده و همگی نزدیک به ۱ است که نشان می‌دهد هم‌خطی میان متغیرها وجود ندارد.

آزمون مدل ساختاری

پس از بررسی مدل اندازه‌گیری، نوبت به بررسی و آزمون مدل ساختاری می‌رسد. آزمون الگوی ساختاری یا فرضیه‌های پژوهش، شامل بررسی ضرایب مسیر β، معنی‌داری ضرایب مسیر و مقادیر R^2 است. همچنین برای بررسی کیفیت مدل ساختاری از ضریب استون- گیسر Q^2 که همان بررسی اعتبار حشو یا افزونگی است استفاده می‌شود. در شکل (۲) و شکل (۳) به ترتیب ضرایب مسیر، معناداری آن‌ها و نیز R^2 قابل مشاهده است. اما برای بررسی روایی مدل ساختاری از ضریب استون- گایسر استفاده می‌کنیم (توجه شود این شاخص برای متغیرهای درون‌زا محاسبه می‌شود و برای متغیرهای برون‌زا مقدار آن صفر است) که در جدول زیر گزارش شده است.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

جدول ۸: شاخص روایی درونی مدل ساختاری (ضریب استون-گایسر)

	SSO	SSE	Q^2=1-SSE
ارزش‌آفرینی	66	50.206	0.236
اندازه	66	66	0
تصمیمات سرمایه‌گذاری	66	66	0
تقسیم سود	66	66	0
رشد	132	101.234	0.233
ساختار سرمایه	66	66	0
سودآوری	66	55.025	0.166

منبع (محاسبات محقق)

همان‌طور که در جدول فوق مشاهده می‌کنید، مقادیر ضریب استون-گایسر Q^2، مثبت هستند و این نشان از روایی مطلوب مدل اندازه‌گیری دارد.

جدول ۹: شاخص ضریب تعیین R2

	R SQUARE	R SQUARE AVERAGE
ارزش‌آفرینی	0.333	0.289
رشد	0.492	0.484
سودآوری	0.314	0.303

منبع: محاسبات محقق

بررسی فرضیات تحقیق

پس از اطمینان از نیکویی برازش مدل نظری تحقیق، ضرایب مسیر که توسط نرم‌افزار گزارش شده است را در جدول زیر گزارش می‌کنیم.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

جدول ۱۰: نتایج ضرایب مسیر و ضرایب معنی‌داری فرضیات مدل تحقیق

	original sample	sample mean	standard deviation	t statistics	p value
اندازه – ارزش‌آفرینی	0.315	0.32	0.1	3.152	0.002
تصمیمات سرمایه‌گذاری – رشد	0.702	0.729	0.068	10.364	0.000
تقسیم سود – ارزش‌آفرینی	-0.231	-0.223	0.1	2.31	0.021
رشد – سودآوری	0.56	0.523	0.204	2.746	0.006
ساختار سرمایه – ارزش‌آفرینی	0.373	0.381	0.087	4.298	0.000
سودآوری – ارزش‌آفرینی	0.407	0.412	0.105	3.861	0.000

منبع: محاسبات محقق

٦. نتیجه‌گیری

آزمون فرضیه اول: بین اندازه شرکت و ارزش‌آفرینی رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی‌داری به‌دست‌آمده از تحلیل مدل‌سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۳.۱۵۲ بوده که از ۱.۹۶ بزرگ‌تر است. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تأیید و فرضیه صفر رد می‌شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری اندازه شرکت بر ارزش‌آفرینی برابر ۰.۳۱۵ است و با هم رابطه مستقیم دارند.

آزمون فرضیه دوم: بین تصمیمات سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی‌داری به‌دست‌آمده از تحلیل مدل‌سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۱۰.۳۶۴ بوده که از ۱.۹۶ بزرگ‌تر است. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تأیید و فرضیه صفر رد می‌شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری تصمیمات سرمایه‌گذاری بر فرصت‌های رشد برابر ۰.۷۰۲ است و دارای رابطه مستقیم است.

آزمون فرضیه سوم: بین سیاست تقسیم سود و ارزش‌آفرینی رابطه معناداری وجود دارد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی‌داری به‌دست‌آمده از تحلیل مدل‌سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۲.۳۱ بوده که از ۱.۹۶ بزرگ‌تر است. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تأیید و فرضیه صفر رد می‌شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری سیاست تقسیم سود بر ارزش‌آفرینی برابر ۲.۳۱- است و با هم رابطه معکوس دارند.

آزمون فرضیه چهارم: بین رشد و سودآوری رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی‌داری به‌دست‌آمده از تحلیل مدل‌سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۲.۷۴۶ بوده که از ۱.۹۶ بزرگ‌تر است. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تأیید و فرضیه صفر رد می‌شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری سیاست رشد بر سودآوری برابر ۰.۵۶ است و با هم رابطه مستقیم دارند.

آزمون فرضیه پنجم: بین ساختار سرمایه و ارزش‌آفرینی رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی‌داری به‌دست‌آمده از تحلیل مدل‌سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۴.۲۹۸ بوده که از ۱.۹۶ بزرگ‌تر است. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تأیید و فرضیه صفر رد می‌شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری ساختار سرمایه بر ارزش‌آفرینی برابر با ۰.۳۷۳ است و رابطه مستقیم با یکدیگر دارند.

آزمون فرضیه ششم: بین سودآوری و ارزش‌آفرینی رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی‌داری به‌دست‌آمده از تحلیل مدل‌سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۳.۸۶۱ بوده که از ۱.۹۶ بزرگ‌تر است. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل تأیید و فرضیه صفر رد می‌شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری سودآوری بر ارزش‌آفرینی برابر ۰.۴۰۷ است و با هم رابطه مستقیم است.

آزمون فرضیه هفتم: بین ریسک و ارزش‌آفرینی رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج جدول (۵)، عدد معنی‌داری به‌دست‌آمده از تحلیل مدل‌سازی معادلات ساختاری با روش PLS برای این متغیر برابر ۰.۵۹۳ بوده که از ۱.۹۶ کوچک‌تر است. بنابراین در سطح خطای ۰.۰۵ یا سطح اطمینان ۰.۹۵، فرضیه مقابل رد و فرضیه صفر قبول می‌شود. از طرف دیگر میزان اثرگذاری ریسک بر ارزش‌آفرینی برابر ۰.۸۰- و در جهت معکوس است.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

منابع

- شریعت پناهی، مجید، بادآور نهندی، یوسف (۱۳۷۸)، ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (REVA) و بازده سهام تعدیل‌شده بر اساس ریسک، *فصلنامه مطالعات حسابداری*، شماره ۷.
- نیکومرام، ا. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین نسبت Q توبین و معیار سود تقسیمی هر سهم (DPS) در ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و امکان جایگزینی آن، *پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی*.
- پاشایی، ق (۱۳۸۹). رابطه ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی، جریانات نقدی آزاد و سود باقیمانده ارزش ایجادشده برای سهامداران، *مطالعات مالی*، شماره پنجم، بهار ۱۳۸۹، ۱۸-۱
- رستمی، ف (۱۳۹۵) بررسی عوامل داخلی بر سودآوری شعب بانک کشاورزی (مطالعه موردی: استان کردستان)، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج.
- رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۶)، بررسی و ارزیابی کارکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکت‌ها، (WWW.SID.IR).
- صمدی لرگانی، محمود، صمدی لرگانی، نوید (۱۳۹۳) مروری بر کاربرد معیارهای ارزش‌آفرینی در تصمیمات مالی (SVA, CSV, T کاویانی، میثم و SR, TBR, CFROI, CVA)، همایش منطقه‌ای حسابداری و مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور، آذرماه ۱۳۹۰.
- جهانخانی، علی، ظریف فرد، احمد، (۱۳۷۴). آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه‌گیری ارزش شرکت استفاده می‌کنند ؟، فصلنامه علمی- *پژوهشی تحقیقات مالی*، دوره دوم، شماره ۷ و ۸ ، تابستان ۱۳۷۴

- Chen, C. (2005), Usefulness of operating income, residual income and eva: A value-relevance perspective working papar, clarion university.
- Chin, C.L., Kleinman, G., Lee, P. and Lin, M.F. (2013), Corporate ownership structure and accuracy and bias of mandatory earnings forecast: evidence from Taiwan, *J. of International Accounting Research*, Vol. 5 No. 2, pp. 41-62
- Fama,E., &Macbech, j. (1973). Risk return and equilibrium: empirical tests. *Jurnal of political economy*. 81: 607-636.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]

- Fama, E., & French, k. (1992). The cross-section of expected stock return. *Jurnal of finance*. 47: 427-465.
- Fazzari, SR,(2000), Investment-cash Flow Sensivities are useful: a comment on Kaplan and zingales, *the quarterly Jurnal of ecinimics*, 115, PP 595-705.
- Geyser, M (2017). Creating a new valuation tool for south African agricultural coper operatives working paper, university of Pretoria.
- Giffen, G. and Strap,U.(2005), Can earning management ease financial constrins? Evidence frome earnings management prior to investment, social science research network.
- Kaplan, R.S (2005) Advanced Management Accounting 3th Edition, new jersey: prentice- hall, INC.
- Olsen, R. (2012), The relation of between market value stock, growth opportunity and firm performance, *international business review*, 12, PP 26-37.
- Radic,N.,(2015), Share holder value creation in Japanese banking, *Jurnal of banking & finance* 52 (2015) 199-207
- Stewart,G.B.(1994), *The quest for value, a Guide fore Senior Managers*, New York: Harper Business Publisher.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-09]