

Research Article

The Effect of Corporate Governance, Profitability, and Firm Size on Firm Value with the Intervention of Intellectual Capital

Abdolrasoul Rahmanian Koushkaki¹ , Arash Badyab²

¹Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran (**Corresponding author**), abr.rahmanian@pnu.ac.ir

²Master's Degree, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. arashbadyab.1367@gmail.com

Abstract

Purpose: The purpose of the present study is to present some evidence about the impact of corporate governance, profitability, and firm size on firm value and also determine the intervening role of intellectual capital in this relationship.

Methods: To substantiate the research objectives, Tobin's Q index was used to measure firm value. Also, some other indices such as the size and independence of board of directors as well as the presence of women among them were used as variables of corporate governance. Indices of return on asset, return on equity, and return on sales were used as profitability variables. Firm size variable was also included in the model by the natural logarithm of all assets, sales, and market value. Finally, the efficiency of intellectual, structural, and human capital was used as variables for intellectual capital. By structural equation modeling, the research hypotheses were tested through a sample consisting of 142 companies accepted in Tehran Stock Exchange from 2012 to 2020.

Findings: The obtained results indicate that corporate governance had no significant impact on intellectual capital and firm value. Moreover, the effect of profitability on intellectual capital and firm value was confirmed. Firm size also had a significant impact on firm value but its effect on intellectual capital was not confirmed. Finally, the results showed that the intervention of intellectual capital is not acceptable in the impact of corporate governance, profitability, and firm size on firm value.

Conclusion: Firm size is a reflection of corporate total assets. It is effective on investors' expectation of corporate dividends and as a result of increase in demand, the corporations will be able to increase the price of their shares in the market. In corporations under study in this research, physical assets and capital have a basic role to determine firm value and therefore, intellectual capital has been neglected. Suitable corporate governance can facilitate attraction of intellectual capital and since it is a source of knowledge in terms of invisible assets, it can improve firm value, too. Yet, it has a relatively less significant importance compared to physical capital to determine firm size and value.

Keywords: Firm Value, Firm Size, Corporate Governance, Intellectual Capital, Profitability.

<http://sebaajournal.qom-iau.ac.ir/>

Cite this article: Rahmanian Koushkaki, A. & Badyab, A. (2023). The Effect of Corporate Governance, Profitability, and Firm Size on Firm Value with the Intervention of Intellectual Capital. *Studies of ethics and behavior in accounting and auditing*, 3(1), p. 89-114.

Received: 2022/12/27 ; **Revised:** 2023/01/20 ; **Accepted:** 2023/01/31 ; **Published online:** 2023/02/05

Publisher: Qom Islamic Azad University

© the authors



تأثیر حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت بر ارزش شرکت با نقش میانجی سرمایه فکری

عبدالرسول رحمانیان کوشکی^۱، آرش بادیاپ^۲

^۱ استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

abr.rahmanian@pnu.ac.ir

^۲ کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. arashbadyab.1367@gmail.com

چکیده

هدف: پژوهش حاضر جهت ارائه شواهدی در خصوص ارتباط میان حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت با ارزش شرکت و نقش میانجی سرمایه فکری بر این رابطه انجام شد.

روش: در راستای تحقق اهداف پژوهش، از شاخص کیوتوبین برای سنجش ارزش شرکت استفاده شده است. همچنین، از شاخص‌های اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و حضور زن در هیئت مدیره برای متغیر حاکمیت شرکتی استفاده گردید. برای متغیر سودآوری نیز شاخص‌های بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده فروش مورد استفاده قرار گرفت. متغیر اندازه شرکت نیز با استفاده از شاخص‌های لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها، لگاریتم طبیعی فروش و لگاریتم طبیعی ارزش بازار وارد مدل شد. در نهایت، از کارایی سرمایه فکری، کارایی سرمایه ساختاری و کارایی سرمایه انسانی به عنوان شاخص‌های سرمایه فکری استفاده شد. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۴۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۹ و با بهره‌گیری از مدل‌یابی معادلات ساختاری مورد آزمون قرار گرفت.

یافته‌ها: نتایج به دست آمده حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر سرمایه فکری و ارزش شرکت ندارد. همچنین، تأثیر سودآوری بر سرمایه فکری و ارزش شرکت تأیید شد. اندازه شرکت نیز تأثیر معناداری بر ارزش شرکت داشته است، در حالی که تأثیر آن بر سرمایه فکری تأیید نگردید. علاوه بر این، تأثیر سرمایه فکری بر ارزش شرکت نیز مورد تأیید قرار نگرفت. در نهایت نتایج نشان داد که نقش میانجی سرمایه فکری در رابطه بین حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت، با ارزش شرکت قابل پذیرش نیست.

نتیجه‌گیری: اندازه شرکت بازتابی از ارزش کل دارایی شرکت است. این امر بر انتظار سرمایه‌گذار از سود سهام شرکت تأثیر می‌گذارد و در نتیجه افزایش تقاضا برای سهام شرکت قادر به افزایش قیمت سهام در بازار سرمایه خواهد بود. در

شرکت‌های مورد بررسی، دارایی‌ها و سرمایه‌های فیزیکی نقشی اساسی در تبیین ارزش شرکت داشته و در نتیجه به سرمایه فکری توجهی نشده است. حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند به جذب سرمایه فکری کمک کند و از آنجا که سرمایه فکری یک منبع دانش در رابطه با دارایی‌های نامشهود است، می‌تواند ارزش شرکت را نیز بهبود بخشد. سرمایه فکری در تبیین اندازه شرکت و ارزش شرکت نیز نسبت به سرمایه فیزیکی، از اهمیت به مراتب کمتری برخوردار است.

کلیدواژه‌ها: ارزش شرکت، اندازه شرکت، حاکمیت شرکتی، سرمایه فکری، سودآوری.

۱. مقدمه

اهمیت ارزش شرکت و چگونگی به حداکثر رساندن ارزش شرکت، محققان را تشویق می‌کند تا عوامل موثر بر ارزش شرکت را بررسی کنند، به‌ویژه شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی را اجرا کرده‌اند. سوچوکو و سوئیانتورو^۱ (۲۰۰۷) معتقدند که ارزش شرکت، برداشت سرمایه‌گذاران از نرخ موفقیت یک شرکت است، که ارتباط نزدیکی با قیمت سهام آن دارد. قیمت‌های بالای سهام، ارزش شرکت بالایی ایجاد می‌کند، و اعتماد بازار را نه تنها در عملکرد فعلی شرکت، بلکه در چشم‌انداز آینده شرکت نیز افزایش می‌دهد. ارزش شرکت برای سرمایه‌گذاران بسیار مهم است. بنابراین، قبل از تصمیم‌گیری برای خرید سهام، معمولاً یک سرمایه‌گذار به دنبال تخمینی از ارزش شرکت است. علاوه بر این، یکی از اهداف مهم و اساسی شرکت‌ها که می‌تواند از حداکثرسازی سود نیز مفیدتر باشد، به حداکثر رساندن ارزش شرکت است، چراکه سودآوری به عنوان یک عامل بلندمدت در نظر گرفته می‌شود و با این حال، هدف‌گذاری آن باعث برقراری تعادل میان حداکثرسازی ثروت و سایر اهدافی که به آن مرتبط هستند، همچون رشد، اجتناب از ریسک و پایداری می‌گردد. از طرف دیگر، ارزش شرکت می‌تواند وابسته به مواردی چون حاکمیت شرکتی، سودآوری، اندازه شرکت و سرمایه فکری شرکت باشد.

هر یک از این موارد باید در رابطه با هدف شرکت باشد و ترکیب مطلوب همه آنها، باعث حداکثر شدن ارزش شرکت برای سهامداران می‌گردد. با توجه به اینکه این تصمیمات وابستگی زیادی با یکدیگر دارند، از این رو می‌بایست اثرات ترکیبی آن‌ها بر ارزش شرکت را مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. علاوه بر این، مطالب بیان شده می‌تواند سهامداران را در تحلیل و ارزیابی سیاست‌ها و فعالیت‌هایی که موجب بهبود و افزایش ارزش شرکت می‌گردد، یاری نماید. به عبارت دیگر، با استفاده از تجزیه و تحلیل مطالب مرتبط با این مطالعه، سهامداران می‌توانند ارزیابی کنند که در زمان جاری و آتی، شرایط سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به چه شکل خواهد بود و از آنجا که سهامداران تمایل دارند که عوامل موثر بر ارزش سهام خود را شناسایی نمایند، نتایج چنین پژوهش‌هایی می‌تواند در بهبود و افزایش ارزش شرکت حائز اهمیت باشد.

بر همین اساس، پژوهش حاضر درصدد بررسی عوامل موثر بر ارزش شرکت با استفاده از اطلاعات حسابداری و به طور خاص تاثیر حاکمیت شرکتی، سودآوری، اندازه شرکت و همچنین

نقش سرمایه فکری در این رابطه می باشد. چنانچه اطلاعات حسابداری استفاده شده در این پژوهش توانایی پیش بینی ارزش شرکت را داشته باشد، می توان با ارائه مدلی سرمایه گذاران، سهامداران و سایر مدعیان را در مدیریت سرمایه خود یاری نمود.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

توسعه قیمت سهام همراه با نوسان، با انتظارات سهامداران مطابقت نخواهد داشت. از این رو، در چنین شرایطی توسعه قیمت سهام نشان دهنده افزایش ارزش شرکت نمی باشد، حتی اگر انتظار سهامداران، یک ارزش بالا برای شرکت باشد. با این حال، ارزش ثابت شرکت به منظور افزایش اعتماد سرمایه گذاران، به ویژه سرمایه گذاران داخلی، حائز اهمیت است؛ چراکه سرمایه گذاران داخلی نقش بزرگی در تقویت بازار سهام داخلی دارند. همچنین، تعداد سرمایه گذاران داخلی نقش مهمی در مهار نوسانات بحران اقتصادی، ایفا می کند (النبهانی و همکاران^۱، ۲۰۱۳). علاوه بر این، پدیده نوسان ارزش شرکت، نیاز به حاکمیت شرکتی برای افزایش اعتماد سرمایه گذاران، به ویژه سرمایه گذاران داخلی دارد. نقش سرمایه گذاران داخلی ضروری است تا وابستگی به سرمایه گذاران خارجی مجدداً کاهش یابد و نوسانات قیمت سهام کنترل شود (لستاری و همکاران^۲، ۲۰۲۱).

اهمیت ارزش شرکت و چگونگی به حداکثر رساندن ارزش شرکت، محققان را تشویق می کند تا ارزش شرکت را بررسی کنند، به ویژه شرکت هایی که حاکمیت شرکتی را اجرا کرده اند. بحث در مورد رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را می توان با تئوری نمایندگی توضیح داد. تئوری نمایندگی بیان می کند که وقتی مدیر از یک نماینده (مدیریت) برای مدیریت شرکت استفاده می کند، پتانسیل ایجاد تضاد نمایندگی را خواهد داشت؛ زیرا منافع شخصی نماینده متفاوت است (جنسن و مککلینگ^۳، ۱۹۷۶). تفکرات داخلی توسط شرکت ها شکل می گیرند، مانند ساختارهای حاکمیت شرکتی که می توانند مشکلات شرکت را به طور موثر کنترل کنند (فاما^۴، ۱۹۸۰). لوکویرمن^۵ (۲۰۱۶) بیان می کند که موضوع حاکمیت شرکتی زمانی به وجود می آید که یک نهاد شرکتی که تشکیل یا تأسیس می شود، مالکیت آن واحد بوده و از مدیریت شرکت جدا باشد. از این رو، عملکرد مالی

1. Al-Nabhani
2. Lestari
3. Jensen & Meckling
4. Fama
5. Lukviarman

شرکت با اجرای حاکمیت شرکتی افزایش می‌یابد و در نتیجه اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و بر افزایش ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد (یاکوبز و سینگال^۱، ۲۰۱۴). این امر برای شرکت‌ها جهت اجرای حاکمیت شرکتی در افزایش ارزش شرکت مهم است؛ زیرا افزایش عملکرد مالی می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. علاوه بر این، اعتماد بازار به عملکرد شرکت نیز منجر به نوسان قیمت سهام می‌شود. اطلاعات سودآوری بخشی از صورت‌های مالی شرکت است که اطلاعات مهمی برای مدیریت و سایر طرف‌هایی که به آن نیاز دارند، مانند سرمایه‌گذاران در اختیار قرار می‌دهد (بریگام و هیوستون^۲، ۲۰۱۴). سودآوری توانایی یک شرکت برای دستیابی به سود است. سودآوری یک شرکت بر سیاست‌های سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری انجام شده تأثیر می‌گذارد. توانایی یک شرکت برای ایجاد سود، می‌تواند سرمایه‌گذاران را برای سرمایه‌گذاری وجوه خود به منظور گسترش تجارت جذب کند. از سوی دیگر، سطح پایین سودآوری باعث می‌شود سرمایه‌گذاران وجوه خود را از دست بدهند. از این رو، سودآوری بالای شرکت با جذب سرمایه خارجی و بهبود عملکرد، می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. بنابراین، هر نهاد تجاری همیشه سعی خواهد کرد توانایی سودآوری خود را افزایش دهد، چراکه هر چه سطح سودآوری یک واحد تجاری بالاتر باشد، بقای نهاد تجاری امن‌تر خواهد بود. همچنین، اندازه شرکت شاخص دیگری است که می‌تواند بر عملکرد شرکت از بعد اجتماعی شرکت تأثیر بگذارد؛ زیرا شرکت‌های بزرگ چشم‌انداز بیشتری دارند. بنابراین، آنها بیشتر در رشد عملکرد اجتماعی شرکت مشارکت می‌کنند. همچنین تخصص شرکت‌های بزرگ‌تر بیشتر می‌باشد که به نوبه خود باعث افزایش کارایی و عملکرد شرکت خواهد شد. درک این نظریه در تمرکز بر تخصص شرکت است، چراکه شرکت‌های بزرگ‌تر توسط بازارهای بزرگ‌تری پشتیبانی می‌شوند، که به نوبه خود تخصص آنها را افزایش می‌دهد. افزون بر این، جوهانسون و همکاران^۳ (۲۰۰۹) معتقدند که سرمایه‌فکری می‌تواند با رشته‌های دیگری مانند استراتژی شرکت و تولید ابزارهای اندازه‌گیری، مرتبط باشد. از منظر استراتژیک، سرمایه‌فکری می‌تواند برای ایجاد و استفاده از دانش، در جهت گسترش شرکت‌ها مورد استفاده قرار گیرد. از سوی دیگر، موضوع اندازه‌گیری بر این تمرکز دارد که چگونه می‌توان یک مکانیسم گزارش‌دهی جدید ایجاد کرد که بتواند اطلاعات غیرمالی، کیفی و اقلام سرمایه‌فکری را علاوه بر کمی‌سازی سنتی داده‌های مالی،

1. Jacobs & Singhal
2. Brigham & Houston
3. Johanson

اندازه‌گیری کند. در نظریه حاکمیت شرکتی بیان می‌شود که عملکرد شرکت وابسته به دارایی‌های مشهود و نامشهود شرکت است.

در اقتصاد جدید، دارایی‌های نامشهود به عنوان عامل اصلی تولید ثروت و رشد اقتصادی شناخته شده است. مطالعات اقتصادی بر این موضوع تأکید می‌کند که ایجاد ارزش بیشتر از دارایی‌های فیزیکی و مالی، وابسته به دارایی‌های نامشهود می‌باشد. بنابراین، سرمایه فکری به عنوان یک دارایی نامشهود، عامل اساسی رشد و توسعه اقتصادی خواهد بود. ابزارها و روش‌شناسی‌های مربوط به مدیریت دانش در راستای شناسایی و ارزیابی توانایی‌ها و قابلیت‌های شرکت در حفظ و دستیابی به مزیت‌های رقابتی پایدار و به دنبال آن تحقق اهداف اقتصادی دانش‌محور به شرکت‌ها کمک می‌کند. بر همین اساس، سرمایه فکری می‌تواند نقش اساسی را در بهبود عملکرد شرکت و سازمان ایفا کند. از آنجا که سرمایه فکری به عنوان منبع اصلی ایجاد و خلق ارزش می‌باشد، بسیاری از شرکت‌ها در حال حرکت به سوی ایجاد ارزش از سرمایه فکری هستند. در حقیقت، نگرش مدیران در رابطه با خلق ارزش از طریق دارایی‌های فیزیکی و مالی، تغییر یافته است. همچنین، عنایت‌پور شیباده و همکاران (۱۳۹۷) دریافتند که سرمایه فکری عامل پنهانی حاکمیت شرکتی می‌باشد. در حقیقت، به اعتقاد آنها اگر سرمایه فکری از دارایی‌های شرکت حذف گردد، حاکمیت شرکتی نمی‌تواند تاثیری بر عملکرد شرکت داشته باشد و یا تأثیر بسیار ناچیزی بر عملکرد خواهد داشت. بر همین اساس، حضور سرمایه فکری از طریق ایجاد حاکمیت شرکتی قوی، باعث بهبود عملکرد شرکت خواهد شد و باید به این نکته توجه نمود. بر این اساس، علاوه بر اهمیت ارزیابی تأثیر شاخص‌هایی نظیر حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت بر عملکرد شرکت و به دنبال آن ارزش شرکت، نحوه تاثیرگذاری سرمایه فکری بر این رابطه نیز ضروری به نظر می‌رسد. سرمایه فکری شاخصی است که اهمیت آن کمتر توسط شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفته است. اغلب شرکت‌ها دارایی‌های فیزیکی را ارزشمند می‌دانند و از ارزش سرمایه‌های فکری غافل هستند. سرمایه فکری علاوه بر تأثیر مستقیمی که از طریق بهبود بهره‌وری و کارایی بر عملکرد شرکت و ارزش شرکت خواهد داشت، به طور غیرمستقیم و از طریق تأثیر بر عواملی همچون حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت نیز می‌تواند عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. از این رو، بررسی این مسأله که وجود سرمایه فکری چگونه بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد و همچنین چگونگی اثربخشی بر تأثیر حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت بر عملکرد شرکت و به دنبال آن ارزش شرکت می‌تواند به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان جهت اتخاذ تصمیم‌گیری در انتخاب استراتژی‌های مناسب و سرمایه‌گذاری‌هایی با بازدهی بالاتر کمک نماید.

عبدالله پور و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین سرمایه فکری و ارزش شرکت را با استفاده از یک نمونه آماری شامل ۱۱۳ شرکت مورد بررسی قرار دادند. برای این منظور آنها اطلاعات شرکت‌ها را طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ با استفاده از روش رگرسیون تابلویی تجزیه و تحلیل نمودند. نتایج بیانگر آن بود که ارزش افزوده سرمایه فکری تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. همچنین آنها دریافتند که ساختار مالکیت به عنوان متغیر تعدیل‌گر، تأثیر منفی و معناداری بر رابطه ارزش افزوده سرمایه فکری و ارزش شرکت داشته است.

هاشمی کوچکسرای و همکاران (۱۳۹۹) به تبیین عوامل موثر بر ارزش شرکت با استفاده از معیارهای عملکردی و حاکمیتی و همچنین پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها در بین ۲۰۸ شرکت طی دوره هفت ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ با رویکرد مبتنی بر هوش مصنوعی پرداختند. نتایج این مطالعه نشان داد که معیارهای عملکردی برای تبیین ارزش شرکت در مقایسه با معیارهای حاکمیتی توانایی بیشتری دارند. همچنین، نتایج حاکی از قدرتمندی روش‌های داده‌کاوی برای پیش‌بینی ارزش شرکت به ویژه روش غیرخطی فرایند گوسی به الگوریتم قانون‌گرای کارت بود.

سرلک و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی رابطه برخی از ابزارهای راهبری شرکتی و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی ۱۱۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ و با بهره‌گیری از معادلات رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن بود که بین ویژگی‌های هیأت مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد؛ با این حال بین تحریم اقتصادی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان داد که تحریم اقتصادی بر رابطه ویژگی‌های هیأت مدیره و ارزش شرکت تأثیر ندارد.

پیرایش و محمدپور زنجانی (۱۳۹۷) رابطه بین ارزش شرکت و عملکرد مالی شرکت‌ها را در بین شرکت‌های بورسی تهران و همچنین شرکت‌های معدنی استان زنجان و صنایع مرتبط با آنها مورد بررسی قرار دادند. برای این منظور آنها ۱۵۳ شرکت را طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ انتخاب نمودند. یافته‌ها نشان داد که ارتباط مثبت معناداری میان ارزش شرکت و عملکرد مالی شرکت‌ها وجود دارد. همچنین دریافتند که بین ارزش شرکت و عملکرد مالی شرکت‌های استان زنجان رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. عملکرد مالی شرکت‌های استان زنجان، عملکردی به مراتب بهتر از صنایع مرتبط دارند.

عنایت‌پور شیاده و همکاران (۱۳۹۷) نیز تأثیر سرمایه فکری به عنوان متغیر مداخله‌گر را بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها، در یک نمونه آماری شامل ۱۲۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار دادند. برای این منظور آنها از روش رگرسیون چندگانه استفاده

کردند. نتایج نشان داد که تأثیر سرمایه فکری بر حاکمیت شرکتی معنادار است. با این حال رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت معنادار نیست. علاوه بر این، نقش مداخله‌گری سرمایه فکری بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت معنادار بوده است.

همچنین همتی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر سرمایه فکری بر ارزش بازار شرکت‌ها در بین ۱۳۰ شرکت در سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ پرداختند. برای این منظور از روش رگرسیون پانل دیتا^۱ (روش حداقل مربعات) استفاده شد و نتایج حاکی از این بود که بین سرمایه فکری و ارزش بازار شرکت رابطه معناداری وجود دارد. همچنین مدل تعدیل شده نسبت به مدل اولیه پالیک^۲ از قدرت تبیین بالاتری برخوردار است. علاوه بر این، در میان عناصر تشکیل‌دهنده سرمایه فکری، کارایی سرمایه انسانی دارای بیشترین تأثیر بر ارزش بازار شرکت می‌باشد.

سالوی و همکاران (۲۰۲۰) به طور تجربی تأثیر کیفیت افشای سرمایه فکری بر ارزش شرکت را در زمینه گزارش‌دهی یکپارچه تحلیل نمودند. یافته‌های آنها حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین هر سه مؤلفه سرمایه فکری (ساختاری، انسانی، اجتماعی و روابط) و ارزش شرکت سود بوده که پیامدهای متعددی را برای نهادهای گزارش‌دهنده، سرمایه‌گذاران، تنظیم‌کننده‌ها و مدیران ایجاد می‌کند.

کادیم و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی و ارائه مدل ارزش شرکت براساس نسبت‌های مالی، سرمایه فکری و سیاست تقسیم سود پرداختند. نتایج نشان داد که نسبت نقدینگی، پرداخت بدهی و سودآوری تأثیر معناداری بر سیاست تقسیم سود ندارد، در حالی که سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری بر ارزش شرکت داشته است. علاوه بر این، نسبت‌های مالی با واسطه سیاست تقسیم سود تنها تحت تأثیر نسبت‌های پرداخت بدهی و سودآوری قرار دارند، در حالی که نسبت‌های نقدینگی و عوامل سرمایه فکری تأثیر معنی‌داری نداشته‌اند.

زهرة (۲۰۱۹) نیز در پژوهشی نقش تعدیلی اهرم مالی در تأثیر اندازه، سودآوری و نقدینگی شرکت بر ارزش شرکت را بررسی کردند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که صرفاً متغیر سودآوری است که به طور مستقیم بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. در حالی که متغیرهای نقدینگی و اندازه، مستقیماً تأثیر منفی، هرچند ناچیز داشتند. همچنین نتایج نشان داد که اهرم مالی متغیری است که تأثیر نقدینگی، اندازه و سودآوری را بر ارزش شرکت واسطه می‌کند.

نظیر و افزا (۲۰۱۸) نیز در پژوهشی بررسی کردند که نقش تعدیلی مدیریت سود اختیاری چگونه بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تاثیر می‌گذارد. آنها دریافتند که تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت و کاهش مشکل نمایندگی مثبت و معنادار است. همچنین حاکمیت شرکتی باعث کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیران جهت دستکاری سود می‌گردد. علاوه بر این، نقش تعدیلی رفتار فرصت طلبانه مدیران جهت دستکاری سود بر رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت معنادار است و تاثیر آن منفی می‌باشد.

کامات (۲۰۰۸) نیز رابطه بین مؤلفه‌های سرمایه فکری یعنی سرمایه‌های انسانی، ساختاری و فیزیکی با معیارهای سنتی عملکرد شرکت، یعنی سودآوری، بهره‌وری و ارزش‌گذاری بازار را با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه مورد بررسی قرار دادند. تجزیه و تحلیل آنها نشان داد که سرمایه انسانی تاثیر عمده‌ای بر سودآوری و بهره‌وری شرکت‌ها دارد.

فیرر و ویلیامز (۲۰۰۳) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین کارایی ارزش افزوده توسط مؤلفه‌های اصلی پایه منابع یک شرکت (سرمایه فیزیکی، سرمایه انسانی و سرمایه ساختاری) و سه بعد سنتی عملکرد شرکت (سودآوری، بهره‌وری و ارزش‌گذاری بازار) پرداختند. برای این منظور از همبستگی و تحلیل رگرسیون چندگانه خطی جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده نمودند. یافته‌های حاصل از تجزیه و تحلیل آنها نشان داد که ارتباط بین کارایی ارزش افزوده توسط منابع اصلی یک شرکت و سودآوری، بهره‌وری و ارزش‌گذاری بازار به طور کلی محدود و مختلط است. به طور کلی، سرمایه فیزیکی مهم‌ترین منبع زیربنایی عملکرد شرکت با وجود تلاش‌ها برای افزایش پایه سرمایه فکری می‌باشد.

بر همین اساس، به منظور دستیابی به اهداف پژوهش فرضیه‌ها به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه ۱: رابطه بین حاکمیت شرکتی و سرمایه فکری معنادار می‌باشد.

فرضیه ۲: رابطه بین سودآوری و سرمایه فکری معنادار می‌باشد.

فرضیه ۳: رابطه بین اندازه شرکت و سرمایه فکری معنادار می‌باشد.

فرضیه ۴: رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت معنادار می‌باشد.

فرضیه ۵: رابطه بین سودآوری و ارزش شرکت معنادار می‌باشد.

فرضیه ۶: رابطه بین اندازه شرکت و ارزش شرکت معنادار می‌باشد.

فرضیه ۷: رابطه بین سرمایه فکری و ارزش شرکت معنادار می‌باشد.

فرضیه ۸: سرمایه فکری بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۹: سرمایه فکری بر رابطه بین سودآوری و ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ۱۰: سرمایه فکری بر رابطه بین اندازه شرکت و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

۳. روش پژوهش

در راستای بررسی فرضیات این پژوهش برای هر متغیر (ارزش شرکت، سرمایه فکری، حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت) شاخص‌هایی در نظر گرفته شده و برای تجزیه و تحلیل و تفسیر داده‌ها از روش‌های آماری شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده می‌شود. در آمار توصیفی، از میانگین، انحراف معیار و... مربوط به متغیرهای پژوهش، به منظور توصیف وضعیت داده‌ها در نمونه استفاده می‌گردد.

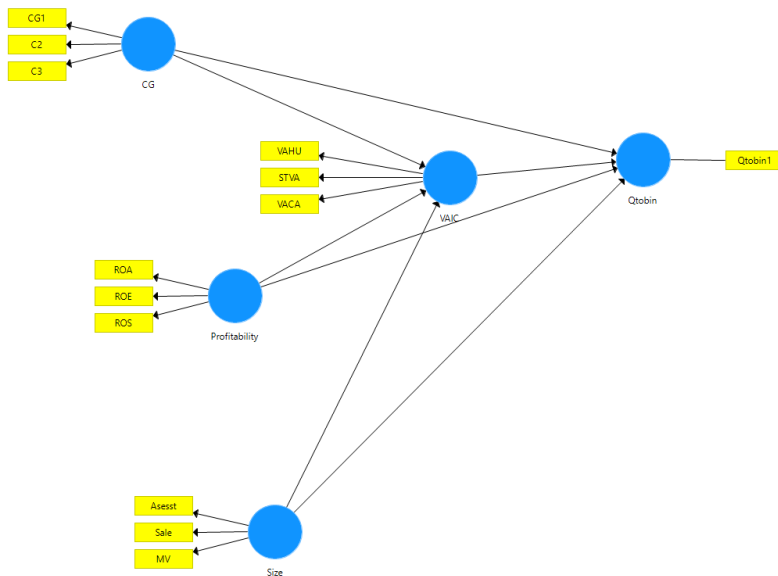
از آمار استنباطی در بخش تجزیه و تحلیل و فرضیه‌های آماری استفاده خواهد شد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل‌سازی معادلات ساختاری^۱ و روش حداقل مربعات جزئی توسط نرم‌افزار SmartPLS استفاده شده و تمامی آزمون‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام می‌گردد.

مدل‌یابی معادلات ساختاری به عنوان یکی از روش‌های قدرتمند جهت تجزیه و تحلیل داده‌های پیچیده شناخته شده که می‌تواند به طور همزمان به تجزیه و تحلیل چند متغیر مستقل و وابسته بپردازد. روش مدل‌یابی معادلات ساختاری دارای مجموعه‌ای از روش‌های آماری است که رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته و همچنین متغیرهای پنهان و قابل مشاهده را مدل‌سازی می‌نماید. کاربرد مدل‌یابی معادلات ساختاری اغلب در مطالعات علوم رفتاری و اجتماعی می‌باشد.

انتخاب نمونه از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ با استفاده از معیارهای زیر انجام شد:

۱. برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
 ۲. شرکت طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ تغییر سال مالی نداشته باشد.
 ۳. صورت‌های مالی و اطلاعات شرکت‌ها در دسترس باشند.
- بر این اساس و پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۴۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ شرایط فوق را دارا بودند.

پس از جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات شرکت‌ها، مدل مورد نظر در نرم‌افزار Smart PLS به شرح شکل (۱) است:



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش

۱-۳. متغیرهای پژوهش

ارزش شرکت: در این پژوهش برای سنجش ارزش شرکت به پیروی از گایو و راپوسو (۲۰۱۱)، از یکی از رایج‌ترین شاخص‌های ارزش شرکت، یعنی Q توین استفاده شد. نسبت مذکور از تقسیم ارزش بازار به ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت بدست می‌آید. مقادیر بزرگ‌تر از یک این نسبت بیانگر استفاده بهینه از دارایی‌های شرکت است. به دلیل دشواری برآورد ارزش بازار بدهی و ارزش جایگزینی دارایی‌ها، برای محاسبه Q توین از مدل ساده شده آن به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$Q_{it} = (BVI_{it} + MVE_{it} - BVE_{it}) / BVA_{it}$$

که در آن،

Q_{it}: مقدار Q توین شرکت i در سال t،

BVA_{it}: ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در سال t،

MVE_{it}: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t،

BVE_{it}: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t می‌باشد.

حاکمیت شرکتی: در این پژوهش حاکمیت شرکتی تابعی از شاخص‌های جنسیت^۱، اندازه هیئت

مدیره^۱ و استقلال هیئت مدیره^۲ می‌باشد. بنابراین، هر یک از شاخص‌های مربوط به حاکمیت شرکتی به طور جداگانه در مدل وارد می‌شوند. برای اندازه‌گیری شاخص جنسیت از یک متغیر مجازی استفاده شد؛ به این صورت که اگر در هیئت مدیره زن حضور داشته باشد، عدد (۱) در نظر گرفته شده و در غیر این صورت عدد (۰). استقلال هیئت مدیره نیز از نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره به دست آمد. در نهایت اندازه هیئت مدیره برابر است با تعداد کل اعضای هیئت مدیره (عنایت‌پور شیاوه و همکاران، ۱۳۹۷).

سودآوری: مطابق با مطالعه سعیدی و قزل سفلو (۱۳۹۰) سودآوری شامل سه شاخص زیر است:

(۱) بازده دارایی^۳ که برابر است با سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر مجموع دارایی‌ها،

(۲) بازده حقوق صاحبان سهام^۴ که برابر است با تفاضل سود خالص و سود سهام ممتاز تقسیم بر مجموع حقوق صاحبان سهام،

(۳) بازده فروش^۵ که برابر است با سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر مجموع فروش.

اندازه شرکت: برای اندازه‌گیری اندازه شرکت از شاخص‌های لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها،^۶

لگاریتم طبیعی میزان فروش (Sale) و لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام^۷ استفاده می‌شود (شورورزی و پهلوان، ۱۳۸۹).

سرمایه فکری: مطابق با مطالعه پالیک (۲۰۰۰) و انواری رستمی و سراجی (۱۳۸۴)، سرمایه

فکری برابر است با مجموع کارایی سرمایه فیزیکی^۸، کارایی سرمایه انسانی^۹ و کارایی سرمایه

ساختاری^{۱۰}. طبق مدل پالیک (۲۰۰۰) سرمایه فکری تابع کارایی سرمایه انسانی، کارایی سرمایه

ساختاری و کارایی سرمایه فیزیک به شرح زیر می‌باشد:

$$VAIC = F(VAHU, STVA, VACA) = VAHU + STVA + VACA$$

$$VA = OP + EC + D$$

1. CG1
2. C2
3. ROA
4. ROE
5. ROS
6. Asesst
7. MV
8. VACA
9. VAHU
10. STVA

$$CA = TA - IA$$

$$VACA = VA/CA$$

$$VAHU = VA/EC$$

$$STVA = (VA-EC)/VA$$

که در آن،

VA = ارزش افزوده حاصل از به کارگیری منابع

EC = حقوق و دستمزد

CA = میزان دارایی مشهود

IA = میزان دارایی های نامشهود

VAHU = کارایی سرمایه انسانی

VAIC = ارزش افزوده سرمایه فکری

OP = سود عملیاتی

D = هزینه استهلاک

TA = کل دارایی ها

VACA = کارایی سرمایه فیزیکی

STVA = کارایی سرمایه ساختاری.

۴. یافته‌های پژوهش

۴-۱. آمار توصیفی

شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱- شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
کیو توبین	۳,۴۴	۲,۵۸	۳۴,۱۸	۰,۹۱	۲,۷۶
اندازه هیئت مدیره	۵,۰۳	۵,۰۰	۷,۰۰	۵,۰۰	۰,۲۳
استقلال هیئت مدیره	۰,۶۷	۰,۶۰	۱,۰۰	۰,۰۰	۰,۱۸
حضور زنان در هیئت مدیره	۰,۰۸	۰,۰۰	۱,۰۰	۰,۰۰	۰,۲۷
بازده دارایی	۰,۱۶	۰,۱۴	۰,۶۴	-۰,۶۱	۰,۱۵
بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۱۹	۰,۲۹	۹,۴۹	-۷۲,۷۰	۲,۵۳
بازده فروش	۰,۲۲	۰,۱۷	۰,۷۸۴	-۱,۳۹	۰,۳۵
لگاریتم دارایی‌ها	۱۴,۷۱	۱۴,۴۳	۲۰,۷۷	۱۱,۳۰	۱,۵۹
لگاریتم فروش	۱۴,۴۷	۱۴,۲۹	۲۰,۴۷	۸,۵۰	۱,۶۲
لگاریتم ارزش بازار	۱۴,۹۲	۱۴,۵۴	۲۱,۸۱	۱۰,۶۲	۱,۸۷
کارایی سرمایه انسانی	۰,۲۱	۰,۱۸	۰,۷۱	-۰,۲۸	۰,۱۴
کارایی سرمایه ساختاری	۱,۱۶	۱,۰۴	۵,۲۹	۱,۰۰	۰,۲۵
کارایی سرمایه فیزیکی	۰,۷۷	۰,۷۴	۵۴,۴۹	-۲۳,۲۴	۲,۶۵

۲-۴. بار عاملی شاخص‌ها

در این مرحله بار عاملی مربوط به شاخص‌های سنجیده شده هر متغیر مورد بررسی قرار می‌گیرد. بارهای عاملی بالاتر از ۰/۳ مطلوب هستند و کمتر از آن باید حذف شوند. جدول (۲ تا ۶) بارهای عاملی هر متغیر (شاخص) را نشان می‌دهد.

الف) حاکمیت شرکتی

جدول ۲- نتایج مدل اندازه‌گیری متغیر حاکمیت شرکتی

بار عاملی	حاکمیت شرکتی
۰,۰۹	اندازه هیئت مدیره
۰,۷۲	استقلال هیئت مدیره
۰,۶۸	جنسیت

ب) سودآوری

جدول ۳- نتایج مدل اندازه‌گیری متغیر سودآوری

بار عاملی	سودآوری
۰,۹۳	بازده دارایی
۰,۳۱	بازده حقوق صاحبان سهام
۰,۷۴	بازده فروش

ج) اندازه شرکت

جدول ۴- نتایج مدل اندازه‌گیری متغیر اندازه شرکت

بار عاملی	اندازه شرکت
۰,۹۲	لگاریتم دارایی‌ها
۰,۸۹	لگاریتم فروش
۰,۹۹	لگاریتم ارزش بازار

د) سرمایه فکری

جدول ۵- نتایج مدل اندازه‌گیری متغیر سرمایه فکری

بار عاملی	سرمایه فکری
۱,۰۰	کارایی سرمایه انسانی
۰,۰۴	کارایی سرمایه ساختاری
۰,۰۵	کارایی سرمایه فیزیکی

ی) ارزش شرکت

جدول ۶- نتایج مدل اندازه‌گیری متغیر ارزش شرکت

بار عاملی	ارزش شرکت
۱,۰۰	Q توبین

همان‌گونه که در نتایج حاصل از آزمون بار عاملی نشان داده شده است، همه شاخص‌های مربوط به متغیرهای سودآوری، اندازه شرکت و ارزش شرکت مورد تایید است. در رابطه با متغیر حاکمیت شرکتی، اندازه هیئت مدیره تایید نشده و در رابطه با متغیر سرمایه فکری، تنها شاخص کارایی سرمایه انسانی مورد تایید می‌باشد. از این‌رو، با حذف شاخص‌هایی که بار عاملی آنها تایید نشده است، مدل اصلاحی تخمین زده می‌شود.

۳-۴. بررسی روایی واگرا

روایی واگرا همبستگی یک متغیر را با یک متغیر غیرمرتبط با آن می‌سنجد. روایی واگرا از دو طریق سنجیده می‌شود، یکی روش بارهای عاملی متقابل است که میزان همبستگی بین شاخص‌های یک سازه را با همبستگی آنها با سازه‌های دیگر مقایسه می‌کند و روش دیگر معیار پیشنهادی فورنل و لارکر^۱ بوده که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است. روایی واگرا در سطحی قابل قبول است که میزان میانگین واریانس استخراج شده^۲ برای هر سازه بیشتر از واریانس اشتراکی بین آن سازه و سازه‌های دیگر (یعنی مربع مقدار ضرایب همبستگی بین سازه‌ها) در مدل باشد. در این ماتریس اگر اعداد مندرج در قطر اصلی از سایر مقادیر ردیف خود بیشتر باشد، مدل اندازه‌گیری دارای روایی واگرای قابل قبولی است. در نتیجه با توجه به نتایج جدول (۷) روایی واگرای مدل‌های اندازه‌گیری مورد تایید می‌باشد.

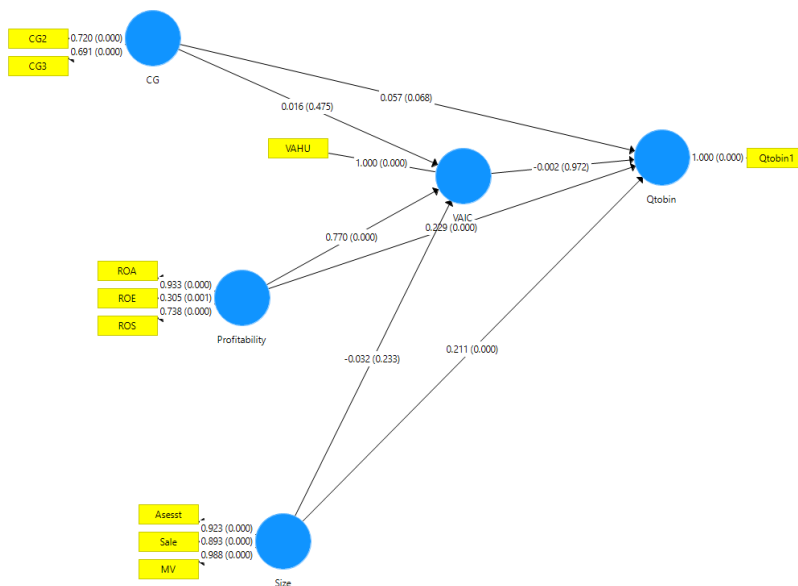
جدول ۷- بررسی روایی واگرا مدل اندازه‌گیری با روش فورنل و لارکر

متغیرها	حاکمیت شرکتی	سودآوری	ارزش شرکت	اندازه شرکت	سرمایه فکری
حاکمیت شرکتی	۰,۷۱	---	---	---	---
سودآوری	۰,۱۴	۰,۷۱	---	---	---
ارزش شرکت	۰,۰۸	۰,۳۱	۱,۰۰	---	---
اندازه شرکت	-۰,۰۶	۰,۳۷	۰,۲۹	۰,۹۴	---
سرمایه فکری	۰,۱۲	۰,۷۶	۰,۲۳	۰,۲۵	۱,۰۰

۴-۴. ارزیابی مدل ساختاری (مدل درونی)

نتایج حاصل از برآورد و تخمین مدل اصلاح شده پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

1. Fornell & Larcker
2. AVE



شکل ۲- نمودار ضریب مسیر مدل برازش شده

در شکل (۲) اعداد روی مسیرها، مقدار ضریب مسیر و مقدار احتمال آن (P) هستند. به عنوان مثال ضریب رگرسیونی حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت برابر ۰/۰۵۷ و احتمال آن نیز ۰/۰۶۶ می‌باشد. همچنین ضریب رگرسیونی حاکمیت شرکتی بر سرمایه فکری ۰/۰۱۶ و احتمال آن نیز ۰/۴۷ است.

با توجه به شکل (۲) نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول (۷) می‌باشد:

جدول ۸- نتیجه آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	مسیر	ضریب مسیر	آماره تی (t)	سطح احتمال (P)	نتیجه
فرضیه اول	حاکمیت شرکتی ← سرمایه فکری	۰,۰۲	۰,۷۲	۰,۴۷	رد
فرضیه دوم	سودآوری ← سرمایه فکری	۰,۷۷	۴۵,۲۰	۰,۰۰	پذیرش
فرضیه سوم	اندازه شرکت ← سرمایه فکری	-۰,۰۳	۱,۲۰	۰,۲۳	رد
فرضیه چهارم	حاکمیت شرکتی ← ارزش شرکت	۰,۰۶	۱,۸۳	۰,۰۷	رد
فرضیه پنجم	سودآوری ← ارزش شرکت	۰,۲۳	۴,۲۶	۰,۰۰	پذیرش
فرضیه ششم	اندازه شرکت ← ارزش شرکت	۰,۲۱	۶,۶۳	۰,۰۰	پذیرش
فرضیه هفتم	سرمایه فکری ← ارزش شرکت	-۰,۰۰۲	۰,۰۴	۰,۹۷	رد
فرضیه هشتم	حاکمیت شرکتی ← سرمایه فکری ← ارزش شرکت	-۰,۰۰۰۳	-۰,۰۳	-	رد
فرضیه نهم	سودآوری ← سرمایه فکری ← ارزش شرکت	-۰,۰۰۱	-۰,۰۳	-	رد
فرضیه دهم	اندازه شرکت ← سرمایه فکری ← ارزش شرکت	۰,۰۰۱	۰,۰۳	-	رد

نتایج حاصل از بررسی فرضیه اول نشان می‌دهد که با توجه به مقدار آماره t ضریب مسیر حاکمیت شرکتی و سرمایه فکری که کمتر از $۱/۹۶$ است، بنابراین، فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین حاکمیت شرکتی و سرمایه فکری رد می‌گردد.

همچنین، نتایج نشان می‌دهد که با توجه به مقدار آماره t ، ضریب مسیر سودآوری و سرمایه فکری که بیشتر از $۱/۹۶$ است، بنابراین، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین سودآوری و سرمایه فکری تایید می‌گردد.

نتایج بررسی فرضیه سوم نیز نشان می‌دهد که با توجه به مقدار آماره t ، ضریب اندازه شرکت بر سرمایه فکری که کمتر از $۱/۹۶$ است، این فرضیه نیز رد می‌شود.

در رابطه با فرضیه چهارم، نتایج نشان می‌دهد با توجه به مقدار آماره t ، ضریب مسیر حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت که کمتر از $۱/۹۶$ است، بنابراین فرض چهارم مبنی بر وجود رابطه معنادار بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، با این حال این رابطه در سطح اطمینان ۹۰ درصد رد نخواهد شد.

همچنین نتایج حاصل از بررسی فرضیه پنجم و ششم مبنی بر وجود رابطه معنادار بین سودآوری و ارزش و همچنین وجود رابطه معنادار بین اندازه شرکت و ارزش شرکت نشان می‌دهد با توجه به مقدار آماره t ضریب مسیر آنها که بیشتر از $۱/۹۶$ است، هر دو فرضیه تایید می‌شود.

همچنین براساس فرضیه‌های هشتم، نهم و دهم، اگر متغیر مستقل با A ، متغیر وابسته با B و متغیر میانجی با C نشان داده شود، متغیر میانجی C متغیری است که بر جهت و شدت تأثیر متغیر مستقل A بر متغیر وابسته B به صورت غیر مستقیم تأثیر می‌گذارد. بدین منظور ابتدا اثر غیرمستقیم با استفاده از فرمول زیر محاسبه شده است، که در این فرمول a اثر متغیر مستقل (حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت) بر میانجی (سرمایه فکری) و b اثر متغیر میانجی بر وابسته (ارزش شرکت) است.

$$b \times \text{Bindirect} = a$$

علاوه بر محاسبه میزان اثر غیرمستقیم در این پژوهش از آزمون سوبل جهت بررسی معناداری اثر غیرمستقیم استفاده شده است. آزمون سوبل به شرح فرمول زیر می‌باشد:

$$t\text{-Value} = \frac{a \times b}{\sqrt{a^2 \times sb^2 + b^2 \times sa^2}}$$

که در آن،

a : میزان اثر متغیر مستقل بر میانجی
 sa : میزان خطای استاندارد اثر مستقل بر میانجی
 b : میزان اثر میانجی بر وابسته
 sb : میزان خطای استاندارد اثر میانجی بر وابسته.

بر همین اساس، با توجه به مقدار t به دست آمده برای فرضیه‌های هشتم، نهم و دهم که کمتر از ۱/۹۶ است، بنابراین، این فرضیه‌ها رد می‌شوند. به عبارتی دیگر، نقش میانجی سرمایه فکری در رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت، سودآوری و ارزش شرکت و همچنین اندازه شرکت و ارزش شرکت تایید نمی‌شود.

۵. نتیجه‌گیری

این پژوهش به دنبال یافتن تأثیرات حاکمیت شرکتی، سودآوری، اندازه شرکت و سرمایه فکری بر ارزش شرکت و همچنین بررسی اثر میانجی سرمایه فکری بر رابطه بین حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت با ارزش شرکت بوده است. با توجه به نتایج مدل‌یابی معادلات ساختاری، نتایج زیر بدست آمد:

نتایج به دست آمده از این پژوهش نشان می‌دهد که سودآوری، تأثیر مثبتی بر سرمایه فکری دارد، مبنی بر اینکه هرچه سودآوری شرکت بیشتر باشد، سرمایه فکری شرکت نیز بیشتر می‌شود. با این حال تأثیر حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بر سرمایه فکری تایید نشده است. همچنین نتایج نشان می‌دهد سودآوری و اندازه شرکت تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارند، بنابراین، هرچه سودآوری و اندازه شرکت بالاتر باشد، ارزش شرکت بیشتر می‌شود. با این حال، تأثیر حاکمیت شرکتی و سرمایه فکری بر ارزش شرکت تایید نشده است. علاوه بر این، سرمایه فکری نقش میانجی در رابطه بین حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت با ارزش شرکت ایفا نکرده است.

تفسیر فرضیه اول: پژوهش‌های پیشین، حاکمیت شرکتی را به عنوان یکی از عوامل اصلی جهت جذب سرمایه فکری معرفی کرده‌اند. حاکمیت شرکتی مطلوب می‌تواند نقش مهمی در بهبود کارایی و رشد اقتصادی و همچنین افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران داشته باشد. افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران نیز به نوبه خود باعث بهبود شرایط اقتصادی کشور می‌گردد. به عبارت دیگر، عدم وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها باعث عدم توانایی در جذب و نگهداشت سرمایه فکری قوی می‌گردد. براساس نتیجه فرضیه اول این تحقیق می‌توان گفت که سازوکارهای مطلوب حاکمیت شرکتی نمی‌تواند به بهبود سرمایه فکری شرکت کمک نماید. این نتیجه همسو با مطالعات هو و ویلیام (۲۰۰۳) و جلیلی و همی (۱۳۹۰) و برخلاف مطالعه لستاری و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

تفسیر فرضیه دوم: تحلیل‌گران نشان می‌دهند که سودآوری بر سرمایه فکری شرکت تأثیرگذار است، به طوری که شرکت‌های دارای سودآوری بالا، سرمایه فکری بیشتری جذب می‌کنند. مطابق با تئوری علامت‌دهی، شرکت‌های سودآور، افشای اطلاعات دقیق‌تری به بازار گزارش می‌کنند و از این طریق از کم ارزش‌گذاری شرکت جلوگیری می‌کنند و باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌گردند.

براساس این نظریه، مدیران شرکت‌های سودآور نیز خبرهای خوبی را ارائه می‌کنند تا شرکت‌های خود را از شرکت‌های کم‌سود متمایز کنند. همچنین، در شرکت‌هایی که سود کمتری دارند، مدیریت اطلاعات کمتری را برای پنهان کردن عملکرد ضعیف خود افشاء می‌کند. در غیر این صورت، عملکرد ضعیف، تهدیدی برای تداوم موقعیت و ترتیبات جبران خسارت شرکت خواهد بود. این استدلال‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های سودآورتر سرمایه فکری بیشتری نسبت به شرکت‌های کم‌سود دارند و افشاء می‌کنند و در نتیجه، تحلیل‌گران در شرکت‌های انتفاعی به اطلاعات دسترسی دارند و سرمایه فکری بیشتری از آن شرکت‌ها در دسترس خواهد بود. براساس نتایج فرضیه دوم این تحقیق می‌توان گفت که سودآوری شرکت می‌تواند به بهبود سرمایه فکری شرکت کمک کند. به عبارتی دیگر، این نتایج بیان می‌کند که هرچه سودآوری شرکت بیشتر باشد، سرمایه فکری نیز بیشتر خواهد بود. این نتایج همسو با مطالعات لستاری و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

تفسیر فرضیه سوم: اندازه شرکت، شناسایی بزرگی شرکت براساس اندازه‌گیری‌های خاص است. شرکت‌های بزرگ تمایل دارند فعالیت‌های تجاری پیچیده‌ای داشته باشند، بنابراین، سهامداران نیز تمایل به نظارت بر شرکت دارند و این فعالیت نظارتی نیز هزینه زیادی دارد. شرکت‌های بزرگ منابع فراوانی دارند و مدیریت شرکت پیش‌بینی می‌شود اطلاعات مربوط به منابعی را که شرکت‌ها در انجام فعالیت‌های شرکت استفاده می‌کنند، ارائه دهد. شرکت‌های بزرگ اطلاعات مربوط به سرمایه فکری را به عنوان تلاشی برای کاهش این هزینه ارائه می‌کنند. همچنین شرکت‌هایی با اندازه‌های بزرگ، عملکرد کارآمدتر و سودآورتری دارند، حتی اگر شرایط اقتصادی کاهش یافته باشد. بنابراین، هرچه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، سرمایه فکری نیز بیشتر است. نتایج فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد اندازه شرکت نیز نتوانسته به بهبود سرمایه فکری شرکت کمک نماید. در نتیجه نمی‌توان از طریق بزرگ‌تر کردن اندازه شرکت یا به عبارتی، بیشتر کردن دارایی‌ها و فروش سرمایه فکری را بهبود بخشید. این نتایج نیز برخلاف مطالعه کووه و همکاران (۲۰۲۱) و لستاری و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

تفسیر فرضیه چهارم: سازوکارهای حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از عوامل موثر بر ارزش شرکت شناخته شده است. به عنوان مثال اندازه هیئت مدیره که جزء مهمی در اجرای حاکمیت شرکتی در شرکت می‌باشد، می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد؛ چراکه تعداد زیاد مدیران در شرکت، سیگنال مثبتی به بازار می‌دهد که اگر مشکلاتی در شرکت وجود داشته باشد، حل و فصل آسان‌تر خواهد شد. همچنین، فراوانی جلسات هیئت مدیره به هیئت مدیره اجازه می‌دهد تا استراتژی شرکت و عملکرد مدیریت اجرایی را ارزیابی و بهبود بخشد. بر این اساس، هرچه دفعات جلسات هیئت مدیره بیشتر باشد، برنامه‌ها و استراتژی‌های شرکت با دقت بیشتری تهیه می‌شود و در نتیجه عملکرد و ارزش

شرکت افزایش می‌یابد.

براساس نتیجه فرضیه چهارم این تحقیق، سازوکارهای مطلوب حاکمیت شرکتی نتوانسته به بهبود ارزش شرکت کمک نماید و از این طریق موجب رشد شرکت گردد. این نتایج همسو با مطالعه مطالعه سفیتری و نانی (۲۰۲۱) و برخلاف لستاری و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

تفسیر فرضیه پنجم: اثر سودآوری بر ارزش شرکت از طریق تئوری سیگنال نشان داده شده است. سودآوری، توانایی شرکت در کسب سود برای سهامداران را افزایش می‌دهد. شرکتی که سودآوری بالایی دارد، می‌تواند منفعت بالایی را به دنبال داشته باشد، به طوری که ارزش سهام شرکت به دلیل افزایش منفعت حفظ شده توسط شرکت، مثبت می‌شود. در این حالت، شرکت منبع مالی داخلی کافی برای پرداخت سود دارد و این باعث می‌شود که بار بهره آن کمتر شود، به طوری که سود به دست آمده به صورت سود سهام بین سهامداران توزیع شود یا برای تقویت سرمایه حفظ شود. براساس نتایج فرضیه پنجم این تحقیق می‌توان گفت که سودآوری موجب تغییر ارزش شرکت خواهد شد، به گونه‌ای که افزایش سودآوری شرکت، ارزش شرکت را افزایش خواهد داد. از این رو، این شاخص می‌تواند در پیش‌بینی ارزش شرکت برای سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد. این نتایج همسو با مطالعه لستاری و همکاران (۲۰۲۱)، قوش (۲۰۰۸) و هاشمی و اخلاقی (۱۳۸۹) می‌باشد.

تفسیر فرضیه ششم: اندازه شرکت نشان‌دهنده تعهد بالای شرکت، جهت بهبود پیوسته و مستمر عملکرد خود است، به طوری که بازار مایل به پرداخت بیشتر، برای به دست آوردن سهام خود باشد؛ زیرا بازار معتقد است که بازده بالایی از شرکت دریافت می‌کند. برخی مطالعات نشان داده‌اند که افزایش اندازه شرکت باعث بهبود ارزش سهام شرکت می‌شود. شرکت‌هایی با مقیاس تجاری بزرگ‌تر می‌توانند صندوق را به سرمایه‌گذاران خود بازگردانند. در این رابطه، تصور می‌شود که شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک، توانایی‌های بالاتری برای مدیریت کسب‌وکار خود دارند. براساس نتایج فرضیه ششم این تحقیق می‌توان گفت که اندازه شرکت می‌تواند به بهبود ارزش شرکت کمک نموده و از این طریق موجب رشد شرکت گردد. به عبارتی دیگر، هرچه اندازه شرکت یا دارایی‌ها و فروش شرکت بیشتر باشد، ارزش شرکت نیز افزایش خواهد یافت و در نتیجه، اندازه شرکت نیز در پیش‌بینی ارزش شرکت عامل مهمی می‌باشد. در تبیین یافته‌های بدست آمده می‌توان بیان داشت که اندازه شرکت بازتابی از ارزش کل دارایی شرکت است. این امر بر انتظار سرمایه‌گذار از سود سهام شرکت تأثیر می‌گذارد و در نتیجه افزایش تقاضا برای سهام شرکت قادر به افزایش قیمت سهام در بازار سرمایه خواهد بود. این افزایش نشان می‌دهد که شرکت‌ها ارزش بیشتری را در نظر می‌گیرند. این نتایج همسو با مطالعات صرافی و همکاران (۱۳۹۹)، خراشادی (۱۳۹۹)، زهره (۲۰۱۹)، هیردینیس

(۲۰۱۹)، مول و همکاران (۲۰۱۵) و برخلاف مطالعه لستاری و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

تفسیر فرضیه هفتم: سرمایه فکری عالی به شرکت کمک می‌کند تا منافع ذینفعان را برآورده کند. بنابراین، سرمایه فکری نقش مهمی در افزایش ارزش شرکت دارد. اگر بتوان سرمایه فکری شرکت را به درستی مدیریت کرد، ارزش شرکت می‌تواند افزایش یابد. براساس نتیجه فرضیه هفتم این تحقیق می‌توان بیان کرد که سرمایه فکری نمی‌تواند به ارتقاء و رشد ارزش شرکت کمک نماید. به عبارتی دیگر، سرمایه فکری، نقشی در تغییرات ارزش شرکت نداشته است. در تبیین این نتایج می‌توان بیان نمود که به نظر در شرکت‌های مورد بررسی، دارایی‌ها و سرمایه‌های فیزیکی نقش اساسی را در تبیین ارزش شرکت داشته و در نتیجه به سرمایه فکری توجهی نشده است. این نتایج همسو با مطالعه پورزمانی و همکاران (۱۳۹۱) و برخلاف مطالعه هاکی و چاندر (۲۰۲۲) می‌باشد.

تفسیر فرضیه هشتم: همان گونه که بیان شد، حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند به جذب سرمایه فکری کمک کند و از آنجا که سرمایه فکری یک منبع دانش در رابطه با دارایی‌های نامشهود است، ارزش شرکت را نیز بهبود بخشد. به عبارتی دیگر، سرمایه فکری می‌تواند باعث تشدید تاثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت شود. نتایج این فرضیه نشان می‌دهد که سرمایه فکری نمی‌تواند بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تاثیرگذار باشد. به عبارتی دیگر، همچنین سرمایه فکری همچنان در شرکت‌های مورد بررسی نسبت به سرمایه فیزیکی کمتر مورد توجه قرار دارد. این نتیجه برخلاف مطالعه لستاری و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

تفسیر فرضیه نهم: توجه به اینکه سرمایه فکری بر توانایی و رقابت شرکت تاثیر می‌گذارد. هر شرکتی دانش، مهارت، ارزش‌ها و راه‌حل‌های منحصر به فردی دارد که می‌تواند به ارزش‌های بازار تبدیل شود. همچنین با توجه به تاثیر سودآوری بر جذب سرمایه فکری، و از آنجا که سودآوری بیشتر شرکت منجر به افزایش سرمایه فکری می‌شود، انتظار بر این است که سرمایه فکری تاثیر مثبت و مستقیم سودآوری بر ارزش شرکت را تشدید کند. همانند فرضیه قبلی، سرمایه فکری در رابطه بین سودآوری و ارزش شرکت نیز تاثیری نداشته است. از این رو می‌توان بیان نمود که سرمایه فیزیکی تاثیر بیشتر و با اهمیت‌تری در تبیین سودآوری و ارزش شرکت نسبت به سرمایه فکری خواهد داشت. این نتیجه برخلاف مطالعه لستاری و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

تفسیر فرضیه دهم: مدیریت منابع نامشهود به شرکت‌ها در دستیابی به مزیت رقابتی، افزایش بهره‌وری و ارزش بازار کمک می‌کند. هرچه مدیریت سرمایه فکری بهتر باشد، بنگاه از مزیت رقابتی بهتری برخوردار خواهد بود که بر افزایش ارزش شرکت تاثیر می‌گذارد. از آنجا که شرکت‌های بزرگ‌تر، در انجام فعالیت‌های در مقیاس بزرگ توانا تر هستند و در نتیجه دارای مزیت رقابتی نسبت به

شرکت‌های کوچک هستند، در نتیجه انتظار می‌رود که سرمایه فکری بتواند بر رابطه بین اندازه شرکت و ارزش شرکت تأثیر مثبتی داشته باشد. به عبارتی دیگر، انتظار می‌رود که سرمایه فکری تأثیر اندازه شرکت بر ارزش شرکت را تشدید کند. نتایج بررسی فرضیه دهم نیز نشان می‌دهد که نقش سرمایه فکری در رابطه بین اندازه شرکت و ارزش شرکت بی‌تأثیر است. در نتیجه می‌توان بیان کرد که سرمایه فکری در تعیین اندازه شرکت و ارزش شرکت نیز نسبت به سرمایه فیزیکی از اهمیت به مراتب کمتری برخوردار است. این نتیجه نیز برخلاف مطالعه لستاری و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

منابع

- انواری رستمی، علی اصغر؛ سراجی، حسن (۱۳۸۴). سنجش سرمایه فکری و بررسی رابطه میان سرمایه فکری و ارزش بازار سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲(۱)، ص ۴۹-۶۲.
- پورزمانی، زهرا؛ جهانشاد، آریتا؛ محمودآبادی، علی (۱۳۹۱). تاثیر سرمایه فکری بر ارزش بازار و عملکرد مالی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹(۶۸)، ص ۱۷-۳۰.
- پیرایش، رضا؛ محمدپور زنجانی، مسعود (۱۳۹۷). بررسی رابطه عملکرد مالی و ارزش شرکت در بین شرکت‌های معدنی استان زنجان (پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۲(۷)، ص ۱۰۳-۱۱۶.
- جلیلی، آرزو؛ همتی، هدی (۱۳۹۰). حاکمیت شرکتی و عملکرد سرمایه فکری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ۴(۱۱)، ص ۱۳-۲۴.
- خراشادی، محمد (۱۳۹۹). *بررسی تأثیر اندازه شرکت، سودآوری، کمیته حسابرسی و سایر عوامل بر ارزش شرکت در شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران*. در: تهران: ششمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت امور مالی، تجارت، بانک، اقتصاد و حسابداری.
- سرلک، نرگس؛ حیدری، زهره؛ فتحی، سمیه؛ آهنگری، مهناز (۱۳۹۹). رابطه ویژگی‌های هیأت مدیره و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۹(۳۶)، ص ۲۱-۱.
- سعیدی، پرویز؛ قزل سفلو، جواد (۱۳۹۰). بررسی تأثیر واگذاری سهام دولتی بر عملکرد مالی (سودآوری). *آینده‌پژوهی مدیریت*، ۲۲(۸۸)، ص ۵۵-۶۷.
- شورورزی، محمدرضا؛ پهلوان، رحیم (۱۳۸۹). تاثیر اندازه شرکت بر هموارسازی سود. *آینده‌پژوهی مدیریت*، ۲۱(۸۷)، ص ۶۹-۸۰.
- صرافی، علیرضا؛ آقاعلیخانی، امیراحمد؛ پورمحمد باروق، علی؛ بشکوه، مهدی (۱۳۹۹). ارزیابی تاثیر رشد، اندازه و ساختار سرمایه شرکت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش مدل‌سازی معادلات ساختاری. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۳(۲۷)، ص ۲۷-۴۷.
- عبداله‌پور، فاروق؛ محمدی، محمد؛ دانشیار، فاطمه (۱۴۰۰). آیا مالکیت نهادی تأثیر سرمایه فکری بر ارزش شرکت را تعدیل می‌کند؟. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴(۴۲)، ص ۲۲-۳۴.
- عنایت‌پور شیاده، ابراهیم؛ نسل موسوی، سید حسین؛ جباری، مهرداد (۱۳۹۷). تاثیر سرمایه فکری بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۱(۵)، ص ۱۵-۲۶.
- هاشمی کوچکسرای، سید محمدحسن؛ داداشی، ایمان؛ یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ غلام نیاروشن، حمیدرضا (۱۳۹۹). تبیین نقش معیارهای عملکردی و حاکمیتی در تعیین ارزش شرکت با رویکرد مبتنی بر هوش مصنوعی. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۱)، ص ۱۳۱-۱۴۸.
- هاشمی، سید عباس؛ اخلاقی، حسنعلی (۱۳۸۹). تاثیر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت. *حسابداری مالی*، ۲(۶)، ص ۳۸-۴۹.
- همتی، حسن؛ نیکونستی، محمد؛ خان حسینی، داود (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین سرمایه فکری با ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *برنامه‌ریزی و بودجه*، ۱۸(۳)، ص ۸۷-۱۰۸.

- Al-Nabhani, S., Taderera, F. & Karedza, G. (2013). *Paper on an analysis of national export development planning and management in oman for international competitiveness; lessons for Zimbabwe and other SADC countries.*
- Brigham, E.F. & Houston, P.R. (2014). *Intermediate financial management.* Cengage Learning.
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), p. 288-307.
- Firer, S. & Williams, S.M. (2003). Intellectual capital and traditional measures of corporate performance. *Journal of intellectual capital*, 4(3), p. 348-360.
- Gaio, C. & Raposo, C. (2011). Earnings quality and firm valuation: international evidence. *Accounting & Finance*, 51(2), p. 467-499.
- Ghosh, S. (2008). *Do leverage, dividend policy and profitability influence future value of firm? Evidence from India.* Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1158251>. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1158251>
- Hirdinis, M. (2019). *Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability.*
- Ho, C.A. & Williams, S.M. (2003). International comparative analysis of the association between board structure and the efficiency of value added by a firm from its physical capital and intellectual capital resources. *The International Journal of Accounting*, 38(4), p.465-491.
- Hocky, A. & Chandra, T. (2022). *Intellectual capital and firm size impact on profitability and firm value on financial sector.* In: International Conference of Business and Social Sciences (pp.1188-1195).
- Jacobs, B.W. & Singhal, V.R. (2014). The effect of product development restructuring on shareholder value. *Production and Operations Management*, 23(5), p.728-743.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), p.305-360.
- Johanson, U., Koga, C., Almqvist, R. & Skoog, M. (2009). "Breaking taboos": Implementing intellectual assets-based management guidelines. *Journal of Intellectual Capital*, 10(4), p. 520-538.
- Kadim, A., Sunardi, N. & Husain, T. (2020). The modeling firm's value based on financial ratios, intellectual capital and dividend policy. *Accounting*, 6(5), p. 859-870.
- Lestari, E., Moeljadi, P., Sumiati, A. & Djumahir, F. (2021). Catching Up the Effect Between Corporate Governance, Profitability, Company Size, And Firm Value With Intellectual Capital as A Mediation Variables In Indo-nesia Stock Exchange. *Psychology and education*, 58(4), p.1553-6939.
- Lukviarman, N. (2016). *Corporate Governance: Menuju Penguatan Konseptual Dan Implementasi di Indonesia.* Fakultas Ekonomi Universitas Andalas: PT. Era Adicitra Intermedia.
- 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.*
- Nazir, M.S. & Afza, T. (2018). Does managerial behavior of managing earnings mitigate the relationship between corporate governance and firm value? Evidence from an emerging market. *Future Business Journal*, 4(1), p. 139-156.
- Pulic, A. (2000). VAIC™—an accounting tool for IC management. *International journal of technology management*, 20(5-8), p. 702-714.
- Safitri, V.A.D. & Nani, D.A. (2021). Does Good Corporate Governance and Eco-Efficiency Really

- Contribute to Firm Value? an Empirical Study in Indonesian State-Owned Enterprises (Soes). *Akuntabilitas*, 15(1), p. 73-88.
- Salvi, A., Vitolla, F., Giakoumelou, A., Raimo, N. & Rubino, M. (2020). Intellectual capital disclosure in integrated reports: The effect on firm value. *Technological Forecasting and Social Change*, No. 160, 120228.
- Sujoko, D. & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur Dan Non-Manufaktur Di Bursa Efek Jakara). *Journal Manajemen Dan Kewirausahaan*, Vol.9.
- Zuhroh, I. (2019). *The effects of liquidity, firm size, and profitability on the firm value with mediating leverage*. KnE Social Sciences, p. 203-230.