

## مقاله پژوهشی:

# ارائه مدل ارزش آفرینی در شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده بورس

## اوراق بهادار تهران: عوامل راهبردی در محیط درونی و بیرونی

20.1001.1.74672588.1401.6.23.8.9

سارا منجم<sup>۱</sup>، فرزین رضایی<sup>۲</sup>، اکبر عالم تبریز<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۸/۱۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۲۱

### چکیده

امروزه با توجه به افزایش رقابت جهانی و عدم اطمینان محیطی، موفقیت شرکت‌ها منوط به ایجاد ارزش برای ذینفعان خصوصا سهامداران و خلق ثروت برای آنان است و این موضوع تنها در سایه تحلیل عوامل راهبردی در محیط درونی و بیرونی امکان‌پذیر است؛ از طرف دیگر، اهمیت ارزش آفرینی برای شرکت‌های کوچک و متوسط با توجه به اهداف پایداری بلندمدت آنها دوچندان است. تحقیق حاضر از لحاظ نوع، کاربردی و از نظر نحوه جمع‌آوری داده‌ها، پژوهشی توصیفی - همبستگی مبتنی بر مدل یابی معادلات ساختاری است. جامعه آماری تحقیق شامل متخصصان، کارشناسان و مدیران شرکت‌های کوچک و متوسط است. جهت تأیید روایی پرسشنامه از نظرات خبرگان و تعیین پایایی از ضریب آلفای کرونباخ استفاده شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها با نرم‌افزار اس پی اس اس و اسمارت پی ال.اس انجام شده است. نتایج تحلیل داده‌ها نشان داد که ۵ فرضیه تحقیق حاضر در سطح ۹۵٪ تایید شده و معنی‌دار هستند. بیشترین ضریب مسیر مرتبط به تاثیر ارزش آفرینی بر حداکثری ثروت سهامداران با ۰/۹۸۱ است.

**کلید واژه‌ها:** ارزش آفرینی، عوامل راهبردی درونی، عوامل راهبردی بیرونی، شرکت‌های کوچک و متوسط.

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری، گروه مدیریت مالی، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.

<sup>۲</sup> دانشیار، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران؛ نویسنده مسئول؛ رایانامه:

farzin.rezaei@qiau.ac.ir

<sup>۳</sup> استاد، گروه مدیریت صنعتی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

## مقدمه

با توجه به جهانی شدن بازار سرمایه و تغییر نگرش عمومی نسبت به پس‌انداز، سرمایه‌گذاری و توسعه موسسات سرمایه‌گذاری موجب تأثیر گرفتن منافع گروه کثیری از آحاد جامعه از نتایج عملکرد شرکت‌ها شده است. از طرف دیگر با توجه به چالش‌های ناشی از مسئله نمایندگی و تضاد منافع بین گروه‌های ذی‌نفع، سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان، همواره در جستجوی شاخصی به‌موقع و قابل اتکا برای اندازه‌گیری توانایی خلق ثروت در واحد تجاری هستند؛ علاوه بر این، به دلیل تشدید رقابت میان شرکت‌ها و سعی در حفظ بقا، آنها به دنبال افزایش قیمت سهام‌شان در بازار هستند تا بتوانند سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب و جلب کنند. در نتیجه، باید عملکرد بالاتری نسبت به رقبای خود داشته باشند (استیگلitz<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). امروزه شرکت‌هایی موفق هستند که نگرش خلق ارزش برای سهامدار را به عنوان یک بخشی از فرایند تصمیم‌گیری که بتواند بازده سرمایه‌گذاری‌ها را افزایش داده و جریان سرمایه‌گذاری آتی را ضمانت کند، در نظر بگیرند (مانیا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). بنابراین، یکی از مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها خلق ارزش آفرینی است. با توجه به این مساله، ثروت به مفهوم حفظ و افزایش قدرت خرید و سرمایه‌گذاری در بلندمدت است و ارزش به معنای خلق ثروت است. بنابراین در صورت عدم افزایش ثروت، منافع سهامداران در معرض خطر خواهد بود (تمولویونسی<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). طبق نظریه سهامداران، فریدمن<sup>۴</sup> (۱۹۹۴) بیان داشت که هدف اصلی شرکت‌ها ایجاد و افزایش ارزش آفرینی است. در دنیای کسب‌وکار کنونی، افراد وجوه خودشان را در شرکت‌های مختلف به صورت سهام و سایر اوراق بهادار سرمایه‌گذاری می‌کنند و خواستار دریافت بازدهی مناسبی از این سرمایه‌گذاری هستند. نظریه سهامداران، از این قضیه به شدت حمایت می‌کند که سازمان‌ها و مدیران باید سرمایه‌گذاران را فقط در جهت افزایش منافع آنها صرف کنند. علاوه بر این، بر مبنای نظریه ذی‌نفعان، از نظر اسمیت<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) نیز سازمان‌ها وظیفه دارند که

1. stiglitz

2. Mäenpää

3. Tamulevičienė

4. Freeman

5. Smith

حقوق هیچ کدام از سهامداران را ضایع نکنند و سعی در حفظ تعادل و منافع قانونی ذی‌نفعان در هنگام اتخاذ تصمیمات و حداکثرسازی سود بلندمدت نموده و هدف ایجاد ارزش افزوده برای سهامداران را در راستای برنامه‌هایشان مدنظر قرار دهند.

هم چنین دوبز<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) معتقد بود هرچه ارزشی که شرکت برای سهامدار در یک بازار قاعده‌مند موثر ایجاد می‌کند بیشتر باشد، آن شرکت بهتر می‌تواند به کلیه ذینفعان خدمت‌رسانی انجام دهد. شرکت‌های کوچک و متوسط در رونق اقتصادی هر کشور نقش مهمی ایفا می‌کنند و اثر اجتماعی این شرکت‌ها و مشارکت‌شان در بدنه صنعت از دیدگاه ارزش‌آفرینی و خلق ثروت برجسته است. براین اساس درک عوامل راهبردی کلیدی که بر روی عملکرد شرکت‌ها خصوصاً شرکت‌های کوچک و متوسط تاثیر می‌گذارند در فرایند تصمیم‌گیری فعالان مختلف هم از نظر سودآوری کوتاه‌مدت و هم پایداری بلندمدت حیاتی است. از آنجا که عملکرد ارزشی بازار از طریق تامین مالی مبتنی بر حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌های کوچک و متوسط جهت ارتقای رشد و بقای این شرکت‌ها حائز اهمیت است، بنابراین شناسایی عوامل راهبردی متمایز در تعیین ارزش‌آفرینی ضروری است (لی و وان، ۲۰۱۷).

عوامل راهبردی محیط داخلی سازمان از جمله راهبرد سازمانی، مدیریت راهبردی، تحقیق و توسعه، سرمایه فکری و فناوری اطلاعات بر خلق ارزش‌آفرینی بسیار تأثیرگذارند؛ عوامل راهبردی محیط خارجی از جمله شاخص اقتصادی به خلق ثروت، گسترش بازارهای سرمایه و تشویق سرمایه‌گذاران خارجی کمک می‌کند. همچنین، از بعد سیاسی-قانونی با افزایش سودآوری و از لحاظ پایداری منجر به بیشینه‌سازی بلندمدت ارزش شرکت از طریق ارزش‌آفرینی برای سهامداران و تامین منافع ذینفعان می‌شود (ملدنو<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). بنابراین، حداکثرسازی ثروت، افزایش سودآوری و بهبود عملکرد مالی به عنوان یکی از اهداف کلیدی سازمان‌ها به‌شمار می‌آیند. در نتیجه، بررسی تاثیر عوامل راهبردی در محیط درونی و بیرونی هر سازمان بیشتر باید مورد توجه مدیران

<sup>1</sup>. Dobbs, R.

<sup>2</sup>. Lee and kwon

<sup>3</sup>. Mladenow

واقع شود؛ چراکه ارزش‌آفرینی توسط سازمان‌ها به‌نوعی معلول مدیریت صحیح عملکردهای آنها قلمداد می‌شود (سجدین<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۰).

با توجه به مطالعات انجام شده در رابطه با عوامل راهبردی محیط درونی و بیرونی در خصوص ارزش‌آفرینی، می‌توان تحقیق حاضر را از جمله معدود تحقیقاتی در کشور به‌شمار آورد که در آن سعی داشته تا شناخت عمیق‌تری در زمینه‌ی عوامل راهبردی در شرکت‌های کوچک و متوسط ارائه دهد و بخشی از شکاف‌های موجود و فقدان شناخت را در این زمینه را تا حدودی کاهش دهد. از این رو، استفاده از چنین دانشی به سازمان‌ها و مدیران در راستای ارزش‌آفرینی برای سازمان‌هایشان بسیار یاری رسان خواهد بود. علاوه بر این، وجود محیط‌های رقابتی و ناپایدار کنونی حاکم بر این شرکت‌ها در کشور، بیانگر اهمیت و ضرورت شاخص ارزش‌آفرینی است که باید بیشتر مورد توجه واقع شود. همچنین، به دلیل اینکه شرکت‌های کوچک و متوسط در رشد و توسعه اقتصادی ایران از جایگاه ویژه‌ای برخوردارند در نتیجه، بررسی و تحلیل موضوع ارزش‌آفرینی کمک بزرگی به سازمان‌ها و مدیران در تدوین راهبردها و برنامه ریزی‌های آنها می‌کند. با توجه به بررسی ادبیات جهانی و مطالعات انجام‌شده در داخل کشور چنین تحقیقی در شرکت‌های کوچک و متوسط با این موضوع انجام نشده است؛ بنابراین به‌نوعی پژوهش نوآورانه و جدید به‌شمار می‌آید. از این رو، نوشتار پیش‌رو با در نظر گرفتن موارد پیش‌گفته، به دنبال پاسخ به این سوال است: ارائه مدل ارزش‌آفرینی برای شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است و از چه عوامل راهبردی محیط درونی و بیرونی تشکیل شده است؟

## مبانی نظری تحقیق

در گذشته هدف کسب و کارها حداکثرسازی سود بوده است؛ اما با توجه به این امر که سود یک مفهوم کوتاه مدت را دربر دارد که ارزش زمانی پول را در نظر نمی‌گیرد. از سوی دیگر ممکن است که سازمان‌ها با سرمایه‌گذاری در طرح‌های مخاطره‌آمیز تلاش در افزایش

<sup>1</sup>. Sjödin

سود سازمان‌ها داشته باشند؛ از این رو، ایجاد ارزش، جزو عناصر اصلی ایده کسب و کار در عصر حاضر است. محور قرار گرفتن مفهوم ارزش و ارزش آفرینی به شرکت‌های اقتصادی کمک می‌کند تا در شرایط جدید رقابتی بتوانند راهبردهای مناسب را برای رقابت و بقا اتخاذ کنند. ارزش آفرینی مفهومی است که اگر در کسب‌وکارها لحاظ شود و به‌عنوان یک گزینه کلیدی به آن نگاه شود، می‌تواند برای ذینفعان یک سازمان ارزش والایی ایجاد کند. اما ارزش‌گذاری در سازمان به عوامل بسیار زیادی بستگی دارد که هر یک می‌توانند جنبه‌ها خاصی از ارزش را برای عام و خاص ایجاد کنند. مدیران صنایع تلاش می‌کنند تا خواسته اصلی سهامداران و ذینفعان خود را که چیزی جز خلق ارزش نیست، با بهره‌گیری از مدل‌های مدیریتی مبتنی بر ارزش آفرینی پاسخ دهند و در این راه گوی سبقت را از یکدیگر برابند تا در محیط پر رقابت امروز بقا خود را تضمین کنند. بنابراین به مرور و بررسی تحقیقات صورت گرفته در این حوزه و سایر منابع معتبر و مرتبط پرداخته شده است تا با یک نگاه جامع به بررسی دقیق تأثیر محیط عوامل راهبردی محیط درونی و بیرونی مؤثر بر ارزش آفرینی در شرکت‌های کوچک و متوسط پردازد.

ارزش آفرینی: ارزش آفرینی یعنی خلق ارزش ناشی از اعمال انسانی و مدیریتی که خلق ثروت را به‌همراه خواهد داشت (لی و سان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). اطلاعات به‌دست آمده از مجموعه ادبیات مربوط به سهامداران و مشتریان، ادراکات متفاوتی از چیزی که ارزش را شکل می‌دهد، ایجاد می‌کند. در حالی که ارزش مشتری، به‌عنوان هرچیزی که مشتری تصمیم دارد برای آن پولی پرداخت نماید توصیف شده است. ارزش سهامدار به‌عنوان سودی که از هزینه سرمایه پیشی گرفته و توسط محرک‌های ارزشی مطمئنی تحت تأثیر قرار می‌گیرد عنوان شده است (کافمن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). ارزش در فرایند پذیرش، بقا و نهادینه‌سازی نیازمند ارزش آفرینی است. تعامل ارزش و ارزش آفرینی هم‌افزایی را به ارمغان می‌آورد که بر همه فرایندهای ارزش و مهم‌تر از همه بر تفکر مدیریت مبتنی بر ارزش تأثیر خواهد گذاشت (دیر<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۸). خلق ارزش مشترک اشاره دارد به اینکه چگونه شرکت‌ها می‌توانند همزمان مزایای اقتصادی

<sup>1</sup>. Li & Sun

<sup>2</sup>. Kaufmann

<sup>3</sup>. Dyer

و ارزش تجاری را ارائه دهند. خلق ارزش شرکت، فرایند استفاده از منابع درونی و بیرونی در جهت افزایش ارزش شرکت و ثروت سرمایه‌گذاران است (پورتر<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۹).

عوامل راهبردی: عوامل راهبردی عبارت است از فرصت‌ها و تهدیدات خارجی رویدادها و روندهای موجود در محیط خارجی سازمان است که می‌توانند در آینده به میزان زیادی به سازمان منفعت یا زیان برسانند. فرصت‌ها و تهدیدها خارج از واپایش یک سازمان بوده و از این رو به عوامل خارجی و برون سازمانی تعبیر می‌شوند. از سوی دیگر نقاط قوت ضعف داخلی در زمره فعالیت‌های درون سازمانی و قابل واپایش قرار گرفته و ممکن است فعالیت‌های سازمان‌ها را به شکل ضعیف و یا به نحو مطلوب و ایده‌آل انجام داده و مدیریت نماید (احمدیان<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۹).

عوامل راهبردی درونی: برخی از محققین به بررسی عامل انعطاف‌پذیری مالی پرداختند و ادعان داشتند که انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا سرمایه‌گذاری‌های سودآوری انجام دهند؛ از کاهش سرمایه اجتناب کنند و خطر ورشکستگی به هنگام مواجهه با شوک‌های منفی جریان‌های نقدی را تضعیف کنند (گیو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). منظور از انعطاف‌پذیری مالی، توانایی یک شرکت در پاسخگویی مؤثر به شوک‌های پیش‌بینی نشده در ارتباط با جریان‌های نقدی یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن است و یک عامل کلیدی در توسعه پایدار بنگاه اقتصادی است (چورتاریس<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۱).

در مطالعات دیگر، به شاخص سرمایه فکری به‌عنوان یک فاکتور حیاتی در دنیای رقابتی کنونی اشاره شده است. سرمایه فکری اکنون یکی از عوامل اصلی در فضای بازار است که باعث رشد و رقابت می‌شود. سرمایه فکری یک دارایی نامشهود بوده و ارزیابی ارزش آن دشوار است. برای شناسایی و تبیین سرمایه فکری، لازم است عوامل ایجادکننده ارزش، مزیت رقابتی و موفقیت سازمانی در نظر گرفته شود. بدون شک، سرمایه فکری ایجاد ثروت و ارزش‌های بالا را تشویق می‌کند (لی<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۱). ارتباط سرمایه فکری

1. Porter

2. Ahmadian

3. Gu

4. Chortareas

5. Li

در فرایندهای ایجاد ارزش شرکت به طور قابل توجهی افزایش یافته است. با توجه به اینکه صورت‌های مالی سنتی حاوی اطلاعات مربوط به سرمایه فکری نیست، ذی‌نفعان مختلف مدتهاست که از شرکت‌ها می‌خواهند به طور داوطلبانه منابع فکری خود را افشا کنند تا در ملاحظات عملکرد و ارزیابی شرکت‌ها گنجانده شوند (بیاد جمال علی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۰).

هم چنین عامل راهبردی درونی دیگر حاکمیت شرکتی و نقش آن در ایجاد ارزش آفرینی است و از طریق مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از قبیل: نظارت مدیریت، ارتقای انتشار اطلاعات و افزایش شناخت سرمایه گذار می‌توان ارزش آفرینی را تسهیل کرد (هوانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). در مجموع تعاریف متعدد حاکمیت شرکتی، مسئولیت پاسخگویی را جوهره اصلی حاکمیت شرکتی معرفی می‌کنند و هدف نهایی آنرا دستیابی به چهار ویژگی مسئولیت پاسخگویی، شفافیت، عدالت و انصاف و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌دانند (آلودات<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۱).

عامل راهبردی سرمایه گذاری در تحقیق و توسعه نیز از جمله عوامل راهبردی درونی است. براین اساس، در بازار رقابتی امروزه شرکت‌های کوچک و متوسط در تلاش هستند تا قابلیت‌های راهبردی‌شان را برای کسب و یا حفظ قدرت بازار رقابتی خود از طریق نیروهای محرک بهبوده بخشیده و ارزش آفرینی کنند؛ این عوامل به طور کلی مبتنی بر قابلیت‌های تحقیق و توسعه هستند (لی و وان<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷). تعریف شاخص تحقیق و توسعه از سازمانی به سازمان دیگر متفاوت است. از جمله وظایف این واحد، تولید و کشف دانش جدید در رابطه با موضوعات فناورانه و علمی از جمله بهره‌مندی از فناوریهای جدید تولید، ارتقاء و بهبود فرایند تولید، بازدهی سریع سود به منظور پیشرفت‌های فناوری درون‌زاد جهت تسهیل رشد اقتصادی است (تامینی و همکاران، ۲۰۲۱). سه عامل راهبردی درونی دیگر مدیریت راهبردی، فناوری اطلاعات و استراتژی سازمانی هستند. اکثر نظریه پردازان سازمانی از جمله رابیتینو<sup>۵</sup> (۲۰۲۱) به اهمیت نقش عامل مدیریت راهبردی در خلق ارزش

---

1. Bayad Jamal Ali

2. Huang,

3. Alodat

4. Lee and kwon

5. Rabetino

اذعان داشتند و تاور<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۱) نیز نشان دادند که شرکت‌ها می‌توانند با تاکید استراتژیک بر خلق ارزش یا فعالیت‌های تخصیص ارزش در برنامه‌های خود به اهداف حداکثرسازی ثروت دست یابند.

شاخص فناوری اطلاعات نیز به معنای بررسی و مطالعه، توسعه، اجرا و پشتیبانی سامانه‌های اطلاعاتی رایانه‌ای سخت‌افزاری و نرم‌افزاری است (معافی<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۱). حاکمیت فن آوری اطلاعات با بهره‌گیری اطلاعات و از طریق به کارگیری فناوری، عامل مهم موفقیت در دستیابی به اهداف شرکت شناخته شده است (میونسی و رندی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). استراتژی سازمانی یعنی برنامه‌های آینده نگر به منظور ارتباط با محیط رقابتی جهت بهینه نمودن اهداف سازمان‌ها، ارائه یک چهارچوب ساختارمند جهت اخذ تصمیمات، افزایش شناخت و آگاهی سازمان در زمان مواجهه با رقبا است (قباخلو<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۱).

عوامل راهبردی بیرونی: برخی از محققین به بررسی عوامل راهبردی محیط خارجی پرداختند و بیان کردند که عامل اقتصادی، هدف مهم اکثر شرکت‌ها ایجاد ارزش برای سهامداران و حداکثرسازی آن است. بررسی تأثیر عوامل و شاخص اقتصادی مهم مانند تورم، رشد اقتصادی، ساختار دارایی، نقدینگی و اندازه شرکت از اهمیت قابل توجهی برخوردار است. زیرا این عوامل و ویژگی‌ها و میزان تأثیر آنها می‌تواند به شرکت‌ها در تعیین یک ساختار سرمایه مطلوب کمک کند. بر اساس مطالعات پیشین و تحقیقات تجربی (مونوا-آبادیا<sup>۵</sup> و سایرین، ۲۰۱۹)، دو عامل اقتصادی (تورم و رشد اقتصادی) مؤثر بر ساختار سرمایه هستند (حجازی و خادمی، ۱۳۹۲). از این‌رو، با نگرشی بر ساختار کلان اقتصادی هر کشور و بازارهای مختلف موجود در هر اقتصاد می‌توان دریافت که یکی از اساسی‌ترین بازارها در هر اقتصاد، بازارهای سرمایه هستند. بازار بورس اوراق بهادار از اجزای تشکیل دهنده بازار سرمایه است و به‌عنوان بخشی از مجموعه اقتصاد، تابع آن است. در کشورهای در حال توسعه، ضربه‌های وارد شده بر اقتصاد به دلیل

1. Tower

2. Muafi

3. Munisi & Randoy

4. Ghobakhloo

5. Moneva-Abadfa



ضربه‌های بازار بورس، در مقایسه با کشورهای توسعه یافته عمق بیشتری دارد؛ زیرا نگرانی از افت ارزش سرمایه با نگرانی‌های ناشی از بی‌ثباتی‌های مشهور در اقتصاد همراه می‌شود. تغییر بازده خطر سرمایه‌گذاری ناشی از نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی، می‌تواند گزینه‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد (پیرایی و شهسوار، ۱۳۸۸).

در مطالعات دیگر، به عامل راهبردی سیاسی - قانونی به‌عنوان یک شاخص کلیدی اشاره شده است. در سال‌های اخیر تأثیر فعالیت‌های سیاسی شرکت‌ها در ادبیات دانشگاهی توجه زیادی را به‌خود جلب کرده است. با استفاده از ارزیابی‌های مختلف که توسط محققان، ارائه شد، رابطه مثبتی بین ارتباطات سیاسی شرکت‌ها و ارزش شرکت‌ها وجود دارد (ملدنو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). آنامان<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند ارزش شرکت‌هایی که مدیران آنها دارای وابستگی سیاسی هستند در پی اعلان قانون جدید و متعاقب آن، استعفای مدیران، افت معناداری داشته‌اند. طبق تحقیقات لوری<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۹)، ارتباطات سیاسی تأثیر منفی بر بازده دارایی‌ها اعمال می‌کند. ارتباطات سیاسی تأثیر مثبتی بر بازده بازار شرکت‌ها دارد؛ ولی استفاده از سازوکارهای بازار، بازده بازار شرکت را بهبود نمی‌بخشد. به‌طور کلی حمایت سیاسی دارای سه بعد اقتصادی اجتماعی و فردی است. از این رو سه نماینده به‌عنوان شاخص حمایت سیاسی قابل استفاده هستند که یکی از مهم‌ترین آنها درصد مالکیت مستقیم دولت از سرمایه شرکت‌ها است. دومین نماینده عبارت است از درصد تملک سرمایه به‌وسیله سرمایه‌گذاران نهادی؛ این شاخص از حمایت سیاسی، بعد اجتماعی را در نظر می‌گیرد و آخرین شاخص نیز متغیر خطای حمایت سیاسی بوده و معرف وابستگی غیر رسمی یک شرکت به هر یک از سیاستمداران کشور است (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۷).

مفهوم پایداری شرکتی از مفاهیم جدید مدیریتی که در سال‌های اخیر معرفی شده است. پایداری در هر سطحی می‌تواند بررسی شود و زمانی که پایداری در سطح شرکت بررسی می‌شود پایداری شرکتی نامیده می‌شود (نزادورای<sup>۴</sup>، ۲۰۱۸). همچنین، عامل پایداری

---

1. Mladenow

2. Anaman

3. Lowry

4. Nesadurai

سازمان‌ها به‌عنوان بخشی از برنامه‌های توسعه پایدار است که برای اولین بار در سال ۱۹۸۷ در کمیته جهانی توسعه و محیط زیست پیرامون گازهای گلخانه‌ای مطرح شد. پایداری شرکتی به‌عنوان مسئولیت‌پذیری شرکت در مقابل آثار عملکردش بر محیط پیرامون تعبیر شده است. در حقیقت پایداری شرکتی تعریف فرایند و تلاش برای رسیدن به عملکرد پایدار در پنج بعد اقتصاد، دولت، جامعه، اخلاق و محیط زیست است؛ این رویکرد در سال‌های پس از طرح موضوع توسعه پایدار به‌عنوان رکن ارزشمند در ارزیابی شرکت‌های فعال پذیرفته شده در بورس مورد توجه قرار گرفته و روش‌های مختلفی برای ارزیابی پایداری شرکتی و نحوه گزارش‌دهی پایداری مطرح شده و بر اساس آن شاخص‌های متعددی نیز طراحی شده‌اند (فرهانیان و دعایی، ۱۳۹۲). هدف اصلی و کارکرد عینی سازمان‌های کسب و کار، بیشینه‌سازی ارزش شرکت است. هدف بیشینه‌سازی ارزش در چارچوب پایداری، زمانی قابل حصول است که منافع تمامی ذینفعان در نظر گرفته شود. تمرکز اصلی بر ارزش‌زایی و بیشینه‌سازی درازمدت برای سهامداران است. در عین حال که بده-بستان میان منافع نقیب و گاه متضاد جامعه، بستانکاران، کارفرمایان و محیط زیست را در نظر می‌گیرد. پایداری کسب و کار برای دستیابی به بیشینه‌سازی درازمدت ارزش شرکت بر خلق ارزش برای سهامداران و تامین ادعاها و منافع سرمایه ذینفعان تاکید دارد (رضایی، ۱۳۹۵).

شرکت‌های کوچک و متوسط: تعاریف متفاوتی از شرکت‌های کوچک و متوسط در میان کشور در سطح جهان وجود دارد. این شرکت‌ها به‌عنوان یکی از عوامل کلیدی در رشد اجتماعی و اقتصادی به‌شمار می‌آیند. این شرکت‌ها در رابطه با اشتغال‌زایی، توسعه در سطوح مختلف منطقه‌ای، ملی و بین‌المللی، ارائه روش‌های نوین و نوآوری و غیره از اهمیت بسزایی برخوردارند. استیری و مشیری (۱۳۹۱) شرکت‌های کوچک و متوسط را شرکت‌هایی مستقل تعریف کرده‌اند که تعداد کارکنان آن از مقدار خاصی تجاوز نمی‌کند. این مقدار مشخص در کشورهای متفاوت، ثابت نبوده و با توجه به مشخصه‌های آن کشور خاص، تغییر می‌کند. به‌عنوان مثال در برخی از کشورها صنایع زیر ۳۰۰ نفر کارکنان، صنایع کوچک و متوسط قلمداد می‌شوند درحالی‌که این مقیاس برای شمار دیگری از کشورها، ۱۵۰ نفر است. بر اساس تعریف ارائه شده از سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، شرکت‌های

کوچک شرکت‌هایی با کمتر از ۵۰ نفر و شرکت‌های خرد شرکت‌هایی با کمتر از ۱۰ نفر هستند. شایان ذکر است به غیر از شرط تعداد کارکنان، در برخی از کشورها از جمله منطقه یورو، میزان دارایی‌های مالی شرکت‌ها نیز در طبقه‌بندی، لحاظ می‌شود (هلالی نسب، ۱۳۹۹).

### پیشینه شناسی تحقیق

امروزه بررسی تاثیر عوامل راهبردی در محیط درونی و بیرونی مبتنی بر ارزش‌آفرینی به‌عنوان یکی از موضوعات مهم و چالشی برای اکثر سازمان‌ها به‌خصوص شرکت‌های کوچک و متوسط به‌شمار می‌آید. همچنین، توجه به عوامل مؤثر راهبردی در محیط درونی و بیرونی بر ارزش‌آفرینی در این شرکت‌ها موردتوجه واقع نشده‌اند. جدول ۱ دربرگیرنده‌ی مطالعات و تحقیقات مرتبط در این حوزه است.

جدول ۱. خلاصه نتایج مطالعات تجربی در رابطه با عوامل راهبردی محیط درونی و بیرونی

نویسنده / سال	نتایج تحقیق
کلیمنت <sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۱	نتایج نشان داد ارتباط مثبت و معناداری بین راهبردهای بازار با عوامل بیرونی و محیطی وجود دارد که منجر به ارزش‌آفرینی در سازمان می‌شود.
کورزنک <sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۱	نتایج نشان داد که رابطه معناداری بین راهبرد سازمانی و خلق ارزش وجود دارد. شاخص راهبرد به‌عنوان یک رویکردی قلمداد می‌شود که به سازمان‌ها جهت شناسایی محیط خارجی از جمله فرصت‌ها و تهدیدها کمک می‌کند. حاصل این رویکرد، خلق مزیت رقابتی و ارزش‌آفرینی بلندمدت برای همه سهامداران در سازمان است.
کولاک <sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۱	این تحقیق شامل ارزش‌آفرینی در سازمان‌ها از بعد اقتصادی و اجتماعی است که هدفش مشارکت در یکپارچه سازی منابع و ایجاد ارزش مشترک برای همه ذی‌نفعان است.
ریتالا <sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۱	در این تحقیق به بررسی ارزش‌آفرینی از لحاظ حوزه‌های اقتصادی، اجتماعی و پایداری، تجزیه و تحلیل ایجاد ارزش پرداخته شده است. نتایج نشان داد گرایش بیش از حد ارزش در سطح نظام در حوزه اقتصادی نسبت به دو حوزه دیگر و همچنین تخصیص بیش از حد ارزش در حوزه اجتماعی نسبت به حوزه پایداری بیشتر است.

1. Climent

2. Kurznack

3. Kullak

4. Ritala

نویسنده / سال	نتایج تحقیق
آلبوکرکی <sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۱	ارزش‌آفرینی شامل حداکثرسازی ثروت سهامداران، بازده سرمایه و افزایش سود است.
پالازو <sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۱	مسئولیت اجتماعی راهبردی سازمان، خلق ارزش است.
شلینگ <sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۱	خلق ارزش پایدار براساس بهره‌وری از شاخص فناوری اطلاعات در رنجیره تامین اقتصاد بازارهای نوظهور تحقق می‌یابد.
گودهارت <sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۱	ارزش‌آفرینی به معنای یک گزینه کلیدی در راستای خلق ارزش برای مشتریان و سهامداران است.
لی و همکاران <sup>۵</sup> ، ۲۰۲۱	به بررسی تأثیر سرمایه فکری و ایجاد ارزش پرداخته است نتایج نشان داده که بین این دو متغیر تأثیری مثبتی وجود دارد که بر بهبود عملکرد سازمان تأثیر گذارند.
صالحی و همکاران، ۲۰۲۱	نتایج نشان داد که سرمایه فکری تأثیر بسزایی بر خلق ارزش و رشد پایدار سازمان از لحاظ مالی دارد.
سیگنوری <sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۲۱	نتایج تحقیق شامل ایجاد ارزش برای سهامداران و ارزش افزوده برای سازمان است. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده سهامدار ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد؛ ولی بین سایر جنبه‌های راهبردی شرکتی (درصد سهامداران نهادی و دوگانگی وظایف - رئیس هیات مدیره و مدیرعامل) ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. علت ارتباط معنی‌دار، تمرکز مالکیت بر ارزش افزوده سهامدار، دخالت سهامداران عمده در بازار و روند قیمت‌گذاری سهام (که از ارزش بازار تأثیر می‌پذیرد) بوده است.
فرودنریش <sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۲۰	تنوعی ذی‌نفعان، خلق ارزش، پایداری، ارزش‌آفرینی شامل (۱) انواع مختلف ارزش ایجاد شده با و برای ذینفعان مختلف و (۲) سبب ارزش حاصل؛ یعنی انواع مختلف ارزش
هیملولا <sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۲۰	نتایج نشان داد که بین موجودی و دارایی‌ها در راستای خلق ارزش‌آفرینی و ایجاد ارزش برای سهامداران ارتباط معناداری وجود دارد. موجودی و دارایی منجر به درآمد، سود و جریان نقدی می‌شوند که در نهایت منجر به حداکثرسازی ارزش برای سهامداران می‌شوند.

<sup>1</sup> Albuquerque

<sup>2</sup> Palazzo

<sup>3</sup> Schilling

<sup>4</sup> Goedhart

<sup>5</sup> Li

<sup>6</sup> Signori

<sup>7</sup> Freudenreich

<sup>8</sup> Hilmola

نویسنده / سال	نتایج تحقیق
ناوا چکو کا <sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۰	ارتباط مثبت و معنادار بین انعطاف‌پذیری راهبردی، رهبری راهبردی و شاخص پایداری برای خلق ارزش وجود دارد.
رشیدیراد <sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۰	نتایج نشان داد که بین قابلیت‌های پویایی و ایجاد ارزش، نقش میانجی راهبرد رقابتی در شرکت‌های کوچک و متوسط رابطه معناداری وجود دارد.
بروکارد <sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۰	یافته‌های تحقیق حاکی از این است که شاخص پایداری به‌عنوان یک محرک جهت ایجاد ارزش، تجزیه و تحلیل مدل کسب و کار برای شرکت‌های کوچک و متوسط مورد توجه است. پایداری می‌تواند با دستیابی به نوآوری در بلندمدت ارزش ایجاد کند.
تاپانیناهو <sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۰	نتایج نشان داد که خلق ارزش برای ذینفعان تداوم پایداری سازمان را تضمین می‌کند و شامل عمیق پایداری از ابعاد اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی است.
هیملولا <sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۰	نتایج نشان داد که موجودی و دارایی‌ها در خلق ارزش سهامداران نقش مهمی را بر عهده دارند. دارایی‌ها منابعی هستند که متعلق به شرکت‌اند و در دسته‌های ثابت و جاری طبقه‌بندی می‌شوند. اما موجودی نوع خاصی از دارایی جاری است که شامل مواد اولیه، کار در دست اقدام و کالاهای نهایی است.
گوپتا <sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۲۰	نتایج مطالعه نشان داد که بین سرمایه فکری و سودآوری رابطه مثبتی وجود دارد. سرمایه فکری در افزایش ارزش شرکت‌ها و کسب مزیت رقابتی در جهان به رسمیت شناخته شده است.
حیدری کیا و حسین‌زاده، ۱۳۹۸	یافته‌های تحقیق نمایانگر آن بوده است که ساختار سرمایه (بدهی بلندمدت و بدهی کوتاه مدت) با عملکرد مالی رابطه منفی و معناداری دارد؛ همچنین معیارهای عملکرد کلان اقتصادی (نرخ ارز، نرخ بهره و تورم) با عملکرد مالی رابطه مثبت و معناداری داشته است.
گلفندشتی و همکاران، ۱۳۹۷	نتایج نشان داد که شامل شیوه‌های مختلف تامین منابع مالی شامل حقوق صاحبان سهام، بدهی‌های کوتاه مدت و بدهی‌های بلندمدت را بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.
اعتمادی و احمدی، ۱۳۹۶	یافته‌ها حاکی از آن بوده است که ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها موثر بوده و سبب کاهش محدودیت جریان تامین مالی شرکت‌ها گشته است.

<sup>1</sup> Nwachukwu

<sup>2</sup> Rashidirad

<sup>3</sup> Broccardo

<sup>4</sup> Tapaninaho

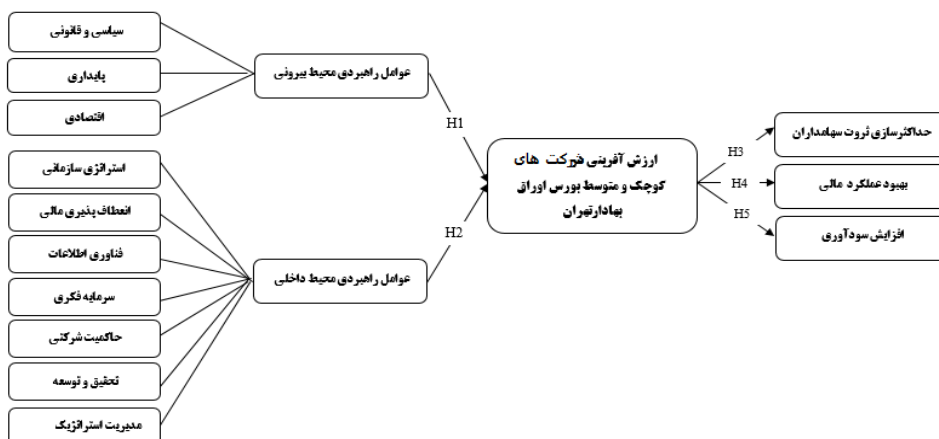
<sup>5</sup> Hilmola

<sup>6</sup> Gupta

نویسنده / سال	نتایج تحقیق
چناری و نوری فرد، ۱۳۹۳	در این پژوهش، ارزش افزوده ایجادشده برای سهامداران، بر اساس مدل جونگ (۲۰۱۱) محاسبه شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده سهامدار ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد؛ ولی بین سایر جنبه‌های راهبردی شرکتی (درصد سهامداران نهادی و دوگانگی پست رئیس هیات مدیره و مدیرعامل) ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. علت ارتباط معنی‌دار، تمرکز مالکیت بر ارزش افزوده سهامدار، دخالت سهامداران عمده در بازار و روند قیمت‌گذاری سهام (که از ارزش بازار تأثیر می‌پذیرد) بوده است.
حسن زاده و همکاران، ۱۳۹۱	نتایج تحقیق نشان داد که از ۸ سازوکار حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این تحقیق، ۴ مولفه (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه دارند. همچنین میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان سهام شناور آزاد با ارزش‌افزوده اقتصادی رابطه معناداری دارند.
قره چه و همکاران، 1386	نتایج نشان داد که بین عوامل راهبرد داخلی و کسب مزیت رقابتی رابطه معناداری وجود دارد. عوامل راهبردی داخلی شامل مالی و حسابرسی، فروش و بازاریابی و توانایی مدیریت است.

بر اساس مطالعات مرتبط با ارزش‌آفرینی در شرکت‌های کوچک و متوسط، شکل شماره

یک مدل پیشنهادی و تبیین رابطه میان فرضیه‌های تحقیق حاضر است.



شکل ۱. مدل مفهومی تحقیق حاضر

(منبع: کلیمنت و همکاران، ۲۰۲۱؛ کولاک و همکاران، ۲۰۲۱؛ آلبوکرکی و همکاران، ۲۰۲۱؛ گودهارت و همکاران، ۲۰۲۱؛ سیگنوری و همکاران، ۲۰۲۱؛ هیمولا و همکاران، ۲۰۲۰؛ گوپتا و همکاران، ۲۰۲۰؛ گلقدشتی و همکاران، ۱۳۹۷).

## روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، کاربردی و از بعد نحوه گردآوری اطلاعات از نوع تحقیقات توصیفی و همبستگی براساس معادلات ساختاری است. با توجه به اینکه مدل با استفاده از روش کیفی محقق ایجاد شده و روایی و پایایی آن سنجیده شده است، بنابراین، پژوهش حاضر به آزمون مدل (کمی) و تبیین مدل مفهومی می پردازد. جامعه تحقیق شامل کارشناسان و مدیران شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در آن از روش نمونه‌گیری تصادفی استفاده شده است. جهت سنجش متغیرها از پرسشنامه محقق ساخته و طیف پنج درجه‌ای لیکرت بهره‌گیری شد. جهت تأیید روایی پرسشنامه با روش روایی محتوایی، از نظرات ۱۴ نفر از متخصصان و خبرگان مطابق با جدول ۲ و برای پایایی پرسشنامه از ضریب آلفای کرونباخ<sup>۱</sup> استفاده شد که نتایج آن در جدول ۴ ارائه شده است. پرسشنامه پژوهش از طریق حضوری و الکترونیکی به ۱۸۶ نفر از مدیران، متخصصان و کارشناسان فعال در بخش خصوصی ارسال شده است. برای آماده‌سازی داده‌ها از نرم افزار اس پی اس اس<sup>۲</sup> و همچنین از تکنیک مدل معادلات ساختاری برای سنجش تاثیر متغیرها و نرم افزار Smart PLS<sup>۳</sup> برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شد. مدل معادلات ساختاری یک رویکرد جامع برای آزمون فرضیات در مورد روابط متغیرهای مشاهده شده و مکنون است؛ این روش به عنوان یک ابزار قدرتمند برای محقق است که وی را در تدوین چهارچوب نظری تحقیق در قالب مدل های ساختاری و اندازه‌گیری یاری‌رسان بوده است.

جدول ۲. مشخصات کلی خبرگان

تعداد	مشخصات متخصصان
۳	اساتید مدیریت مالی
۴	مدیران مالی
۷	کارشناسان و متخصصان حوزه مالی
۱۴	جمع کل

<sup>۱</sup>. Cronbach's Alpha

<sup>۲</sup>. Spss

<sup>۳</sup>. Smart PLS

در جدول ۳، توزیع فراوانی جامعه آماری متشکل از سابقه ای شرکت‌ها و تعداد کارکنان نشان داده شده است.

جدول ۳. ویژگی‌های جمعیت شناختی نمونه آماری

درصد فراوانی	فراوانی	ویژگی‌ها	
۳۴/۵	۶۴	زن	جنسیت
۶۵/۵	۱۲۲	مرد	
۱۶/۱۲	۳۰	کمتر از ۵ سال	سابقه کار
۲۴/۱۹	۴۵	بین ۵ تا ۱۰ سال	
۲۲/۵۸	۴۲	۱۰ تا ۱۵ سال	
۲۳/۱۱	۴۳	۱۵ تا ۲۰ سال	
۹/۱۳	۱۷	۲۰ تا ۲۵ سال	
۴/۸	۹	بالاتر از ۲۵ سال	
۲۶/۸۸	۵۰	کارشناسی	تحصیلات
۵۱/۶۱	۹۶	کارشناسی ارشد	
۲۱/۵۰	۴۰	دکتر	

در ادامه، جهت تعیین روایی گویه‌های پرسشنامه از روایی محتوایی (CVR)<sup>۱</sup> لاوشه (۱۹۷۵) استفاده شده است. با محاسبه ضریب لاوشه اعتبار پرسشنامه با ۹۱٪ توافق مورد تایید قرار گرفته است. همچنین، جهت تعیین پایایی پرسشنامه نیز از آلفای کرونباخ استفاده شده است که نتایج آن در جدول ۴ قابل مشاهده است.

### یافته‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها

باتوجه به اینکه هدف تحقیق حاضر، آزمون تاثیرات مولفه‌ها بر یکدیگر است، از تکنیک معادلات ساختاری استفاده شده است. همچنین، جهت بررسی تاثیرات غیرمستقیم و مستقیم از نرم‌افزار Smart PLS استفاده شده است. جهت ارزیابی برازش مدل اندازه‌گیری از روایی همگرا، واگرا و پایایی سازه استفاده شده است. برای ارزیابی پایایی سازه‌ها، پایایی

<sup>۱</sup>. Content Validity Ratio



ترکیبی (CR)<sup>۱</sup> و آلفای کرونباخ به کاررفته که مقدار مورد پذیرش برای هر دو معیار برابر ۰/۷ است. در جدول ۴، پایایی ترکیبی و ضریب‌های آلفای کرونباخ اراده شده است که نشان دهنده پایایی مورد تایید تمام مولفه‌های پژوهش است. جهت بررسی روایی همگرا نیز از متوسط واریانس استخراج شده<sup>۲</sup> (AVE) استفاده شده که به سنجش میزان همبستگی یک سازه با شاخص‌های خودش می پردازد. بالاتر بودن این مقدار بیانگر برازش مناسب مدل پژوهش است که مقدار مورد پذیرش آن برابر AVE، ۰/۵ است. شاخص دیگری که جهت تایید همگرایی شامل پایایی ترکیب هر کدام از عوامل، که بیشتر از میانگین واریانس استخراج شده آن باشد (CR>AVE). مقایسه این دو معیار در جدول ۶ حاکی از این است که پایایی ترکیبی کل متغیرها از مقدار واریانس استخراج شده بالاتر بوده که نشان دهنده تایید روایی همگرا است.

جدول ۴. روایی و پایایی متغیرهای تحقیق

متغیرها	پایایی ترکیبی CR	آلفای کرونباخ	میانگین واریانس استخراج شده AVE
عوامل راهبردی بیرونی	۰/۸۳۳	۰/۷۸۸	۰/۵۵۰
عوامل راهبردی درونی	۰/۷۶۹	۰/۸۴۶	۰/۵۲۱
ارزش‌آفرینی	۰/۸۷۵	۰/۹۱۱	۰/۵۷۶
حداکثرسازی ثروت سهامداران	۰/۷۷۸	۰/۸۴۳	۰/۵۲۰
بهبود عملکرد مالی	۰/۷۶۷	۰/۸۵۹	۰/۵۷۰
افزایش سودآوری	۰/۸۲۲	۰/۸۱۹	۰/۵۱۹

برای بررسی روایی واگرایی سازه‌ها، معیار فورنل-لارکر<sup>۳</sup> (۱۹۸۱) مورد استفاده قرار گرفته است؛ این معیار بیانگر جذر میانگین واریانس استخراج شده یک سازه است که باید بیشتر از همبستگی آن سازه با دیگر سازه‌ها باشد. در جدول ۵، جذر AVE و نتایج حاصل از آن نشان داده شده است.

<sup>۱</sup>. Composite Reliability

<sup>۲</sup>. Average Variance Extracted

<sup>۳</sup>. Fornell and Larcker

## جدول ۵. ماتریس همبستگی و جذر AVE شاخص های تحقیق

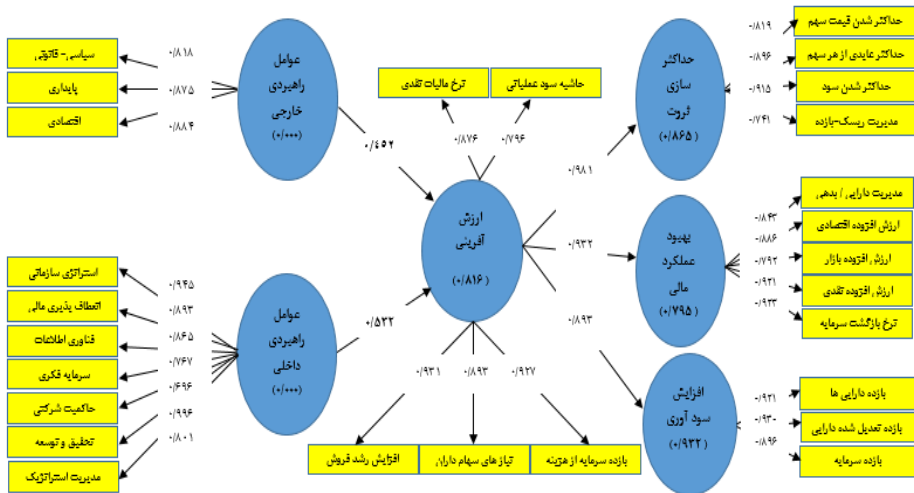
افزایش سودآوری	بهبود عملکرد مالی	حداکثرسازی ثروت	ارزش آفرینی	عوامل درونی	عوامل بیرونی	
					۰/۷۹۲	عوامل راهبردی بیرونی
				۰/۷۵۷	۰/۷۳۰	عوامل راهبردی درونی
			۰/۶۸۳	۰/۶۷۸	۰/۶۵۰	ارزش آفرینی
		۰/۷۶۶	۰/۶۴۸	۰/۵۶۸	۰/۶۸۷	حداکثرسازی ثروت سهامداران
	۰/۷۶۹	۰/۷۴۰	۰/۵۵۵	۰/۶۳۲	۰/۷۸۲	بهبود عملکرد مالی
۰/۷۲۱	۰/۷۵۳	۰/۶۳۳	۰/۶۲۸	۰/۵۳۵	۰/۷۶۵	افزایش سودآوری

همچنین جهت اندازه‌گیری برازش کلی مدل، از شاخص GOF<sup>۱</sup> (شاخص نیکویی برازش) استفاده شده است؛ این معیار شامل مدل ساختاری و اندازه‌گیری است. به مانند شاخصی جهت پیش‌بینی عملکرد کلی مدل است که جهت محاسبه آن از فرمول زیر استفاده شده است:

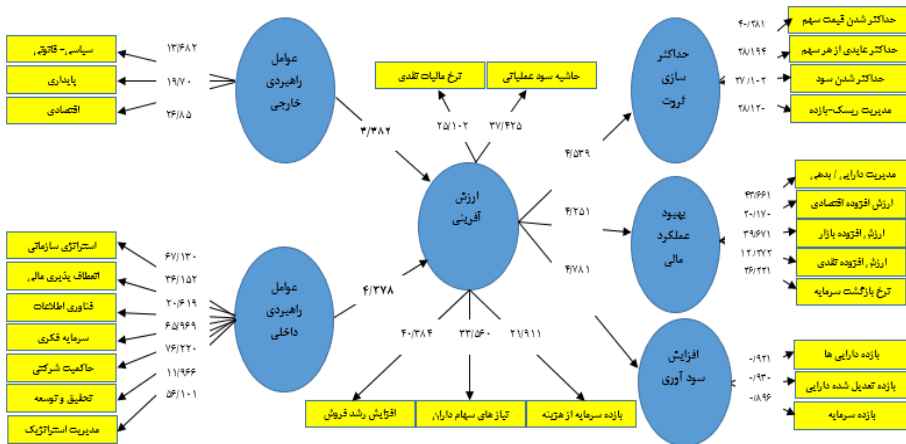
$$GOF = \sqrt{\text{communlity} \times R^2}$$

متوسط اشتراک، همان AVE هر کدام از متغیرها است که مقدارش معادل با ۰/۵۶۳ محاسبه شده است. R<sup>۲</sup> کل متغیرهای درون زاد معادل ۰/۶۴۲ برآورد شده است. شاخص GOF (کمتر ۰/۱ = کوچک، بین ۰/۱ تا ۰/۲۵ = متوسط، بالاتر از ۰/۳۶ = بزرگ) به این صورت است. با در نظر داشتن این معیارها، شاخص برازش مدل، نمونه مورد ارزیابی و بررسی ۰/۶۰۱ است که از مقادیر بزرگ تلقی می‌شود. مطابق با نتایج حاصله، مدل آزمون شده در نمونه مورد ارزیابی از برازش خوبی برخوردار است. شکل ۲ و ۳ مدل ساختاری فرضیات اصلی تحقیق حاضر را در حالت اعداد معنی‌دار و تخمین استاندارد نشان می‌دهد.

<sup>۱</sup> Goodness of Fit Index



شکل ۲. مدل تحقیق در حالت ضرایب مسیر استاندارد شده



شکل ۳. مدل تحقیق در حالت اعداد معناداری

فرضیه‌های تحقیق از نوع جهت دار است و در نتیجه در آزمون یک دامنه، حداقل مقدار تی باید برابر  $1/96$  باشد تا وجود رابطه در سطح اطمینان  $95\%$  ( $P \leq 0/05$ ) مورد تایید قرار گیرند. در جدول ۶ به طور خلاصه نتایج بررسی و تحلیل فرضیات تحقیق از شکل ۲ و ۳ استخراج شده و در جدول ۸ گزارش شده‌اند.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه‌ها در روابط مستقیم بین متغیرها

فرضیات	مسیر ارتباطات	ضریب مسیر	مقدار تی	نتیجه مسیر
H1	تأثیر مثبت عوامل راهبردی خارجی بر ارزش‌آفرینی	۰/۴۵۲	۳/۳۸۲	تایید
H2	تأثیر مثبت عوامل راهبردی داخلی بر ارزش‌آفرینی	۰/۵۳۲	۴/۳۷۸	تایید
H3	تأثیر مثبت ارزش‌آفرینی بر حداکثری ثروت سهامداران	۰/۹۸۱	۴/۵۳۹	تایید
H4	تأثیر مثبت ارزش‌آفرینی بر بهبود عملکرد مالی	۰/۹۳۲	۴/۲۵۱	تایید
H5	تأثیر مثبت ارزش‌آفرینی بر افزایش سودآوری	۰/۸۹۳	۴/۷۸۱	تایید

## نتیجه‌گیری و پیشنهاد

### الف. نتیجه‌گیری

هدف این تحقیق، بررسی تأثیر عوامل راهبردی محیط درونی و بیرونی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. تحقیق حاضر از ابعادی به توسعه نظری ارزش‌آفرینی شرکت‌های کوچک و متوسط کمک کرده است. اول اینکه، این پژوهش به دلیل داشتن دیدگاه کاربردی، جدید و نوآورانه به‌شمار می‌آید و به‌عنوان جدیدترین مطالعه است که به بررسی تأثیر عوامل راهبردی محیط درونی و بیرونی بر ارزش‌آفرینی شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و سعی شده تا گامی در راستای کاهش این شکاف علمی بردارد و علاوه بر این با بررسی هم‌زمان متغیرهای پژوهش حاضر به ارائه مدل مفهومی جدیدی بپردازد.

فرضیه ۱: تحلیل نتایج نشان داد که بین عوامل راهبردی داخلی و ارزش‌آفرینی تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد. نتیجه به‌دست‌آمده با مطالعات گیو، ۲۰۱۹؛ چورتیاس و همکاران، ۲۰۲۱؛ لی و همکاران، ۲۰۲۱؛ بیاد جمال علی و همکاران، ۲۰۲۰؛ هوانگ، ۲۰۲۰؛ آلودات و همکاران، ۲۰۲۱؛ تامینی و همکاران، ۲۰۲۱؛ رابتنو، ۲۰۲۱؛ معافی و همکاران، ۲۰۲۱؛ قباخلو و همکاران، ۲۰۱۱ مطابقت دارد. هدف اصلی از تدوین و پیاده‌سازی راهبردهای سازمانی، ارزش‌آفرینی در بلندمدت برای سازمان است. در نتیجه، سازمان‌ها باید به رقابت، همگرایی منافع ذی‌نفعان و بازار جهت واپایش سازمان توجه داشته باشند. به

پژوهشگران پیشنهاد می‌شود ارزیابی مؤلفه‌های کسب‌وکار، انتخاب راهبردهای مرتبط با اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار تولید محصول، نوآوری و خلاقیت، تدوین راهبردهای نوآورانه در شرکت‌ها توجه لازم را داشته باشند. همچنین در خصوص شاخص انعطاف‌پذیری مالی پیشنهاد می‌شود به سیاست‌گذاران مالی شرکت‌ها به تجزیه و تحلیل عملکردها، نتایج حاصل از اطلاعات مالی مانند عملیات، مشتریان و عملکرد مسئولین سازمان خود نسبت به روند کلی سایر شرکت‌های مشابه، تدوین سیاست‌ها و خط‌مشی‌های مالی بپردازند. در رابطه با شاخص فناوری اطلاعات استفاده از سامانه‌ها و تکنیک‌های اطلاعات مدیریت در شرکت‌ها، به‌روز رسانی داده‌ها، همسوسازی منابع با راهبردهای کسب‌وکار، تدوین برنامه در رابطه با تغییرات تقاضای کسب‌وکار پیشنهاد می‌شود.

در رابطه با شاخص سرمایه‌فکری به‌عنوان یک نظام پویا به استفاده از ظرفیت‌های سرمایه‌فکری جهت شناسایی گروه‌های مختلف ذی‌نفعان، فرهنگ‌سازی و بهره‌مندی موثر از ابزار آموزشی پیشنهاد می‌شود. همچنین، شاخص حاکمیت شرکتی نیز باید در تدوین سازوکارهایی به مجزا سازی دقیق وظایف مدیران اجرایی و نقش‌نظارتی آن‌ها توجه لازم را مبذول دارد. سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه یکی دیگر از مهم‌ترین شاخص‌های راهبردی درونی است که در ایجاد ارزش و رشد بازاری مطلوب از طریق قدرت و قابلیت فناوری ارتقا یافته، مطلوب شناخته می‌شود.

شاخص مدیریت راهبردی به‌عنوان یکی از عوامل راهبردی کلیدی در تداوم فعالیت و بقا شرکت‌ها در محیط رقابتی و شتاب‌آمیز کسب و کار نقش بسزایی دارند. پیشنهاد می‌شود که در برنامه‌ریزی به موضوع بودجه سال آینده و تصمیمات تامین مالی از طریق تدوین راهبردهای مرتبط در ترازنامه توجه لازم را مبذول دارند.

فرضیه ۲: نتایج حاصل از آزمون فرضیه حاکی از آن بود که بین عوامل راهبردی خارجی و ارزش‌آفرینی تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد. نتیجه به‌دست‌آمده با مطالعات موناوا - آبادیا و همکاران، ۲۰۱۹؛ نژادورای، ۲۰۱۸؛ ملد نو و همکاران، ۲۰۱۲؛ آنامان و همکاران، ۲۰۱۲؛ لوری و همکاران، ۲۰۰۹؛ رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۷؛ رضایی، ۱۳۹۵؛ فرهانیان و دعایی، ۱۳۹۲؛ مطابقت دارد. شاخص ارزش‌آفرینی یکی از

مفاهیم کلیدی کسب‌وکار است که رابطه نزدیکی با عوامل راهبردی خارجی از جمله عوامل سیاسی - قانونی، اقتصادی و پایداری دارد. پس این عوامل با توجه به تحریم‌های موجود و نرخ فزاینده تورم در کشور بر حداکثرسازی ثروت سهامداران و افزایش سودآوری در سازمان تاثیر بسزایی بر عهده داشته‌اند. بنابراین، سازمان‌ها تمایل زیادی به ایجاد رابطه نزدیک با دولت و سیاستمداران دارند؛ چرا که با کسب منافع زیادی از جمله تخفیف‌های مالیاتی، دسترسی آسان به یارانه‌ها و اعتبارات دولتی را به همراه دارند. در نتیجه، به شرکت‌ها توصیه می‌شود با کسب شناخت کافی از وضعیت محیط خارجی به تدوین راهبردها و خط‌مشی‌هایشان بپردازند. علاوه بر این، موضوع گسترش بازارهای سرمایه و تشویق سرمایه‌گذاران خارجی را در برنامه‌های آتی‌شان لحاظ کنند.

فرضیه ۳. یافته‌های تحقیق نشان داد که بین شاخص ارزش آفرینی و حداکثری ثروت سهامداران تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد. یافته‌های به‌دست‌آمده با مطالعات آلبوکرکی و همکاران، ۲۰۲۱؛ سیگنوری و همکاران، ۲۰۲۱؛ گودهارت و همکاران، ۲۰۲۱؛ هیمولا و همکاران، ۲۰۲۰؛ چناری و نوری‌فرد، ۱۳۹۳ همخوانی وجود دارد. حداکثرسازی ثروت سهامداران در دنیای واقعی مالی بسیار مهم بوده است. بنابراین، به شرکت‌ها توصیه می‌شود که به بررسی و محاسبه نرخ بازده ایجاد شده با استفاده از قیمت‌های سهام پرداخته شود. علاوه بر این، تجزیه و تحلیل در خصوص نگرش خلق ارزش برای سهامداران براساس گزارش سالانه هیات مدیره صورت گیرد.

فرضیه ۴. همچنین، تحلیل داده‌ها نشان داد که بین ارزش آفرینی و بهبود عملکرد مالی تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج به‌دست‌آمده با مطالعات قره‌چه و همکاران، ۱۳۸۶؛ گلقدستی و همکاران، ۱۳۹۷؛ فرودنریش و همکاران، ۲۰۲۰ مطابقت دارد. بهبود عملکرد مالی از موضوعات مهم ارزش آفرینی به‌شمار می‌آید که با ارزیابی عوامل مختلفی از جمله ارزش افزوده اقتصادی، بازار و نقدی، نرخ بازگشت دارایی و سرمایه می‌پردازد. بنابراین به شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود ایجاد یکپارچگی بین معیارهای عملکردهای مالی و فرایندی بپردازند.

فرضیه ۵. تحلیل نتایج نشان داد که بین ارزش آفرینی و افزایش سودآوری تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد. نتیجه به دست آمده با مطالعات فرودنریش و همکاران، ۲۰۲۰؛ آلبوکرکی و همکاران، ۲۰۲۱؛ کلیمنت و همکاران، ۲۰۲۱ مطابقت دارد. با توجه به محدود بودن منابع سرمایه در کشور، مدیران سازمان‌ها در اخذ تصمیمات به هزینه سرمایه توجه کنند. در برنامه‌هایشان به نسبت بهای تمام شده کالای فروخته شده به درآمد، سود خالص به حقوق صاحبان سهام، نسبت سود قبل از بهره و مالیات به درآمد حاصل از فروش توجه کنند.

### ب. پیشنهادها

در ادامه به محققان آینده پیشنهادهایی به شرح زیر جهت ارائه می‌شود:

- با توجه به نیازهای شرکت‌های کوچک و متوسط به تامین مالی جهت رشد و توسعه، استفاده از تسهیلات مناسب برای این شرکت‌ها ضروری است. بنابراین، بانک‌ها و سایر نهادهای بازار پول می‌توانند سیاست‌های مالی حمایت‌گرایانه خود را جهت ایجاد ارزش آفرینی این شرکت‌ها تنظیم و اجرا کنند.
- با توجه به تاثیر عامل راهبردی بیرونی محیط اقتصادی بر روی ارزش آفرینی شرکت‌های کوچک و متوسط، به فعالان و سیاست‌گذاران اقتصادی پیشنهاد می‌شود سیاست‌های مالیاتی، یارانه‌های مرتبط با صنعت، عوارض گمرگی در امر واردات و صادرات و... را متناسب با ساختار و ماهیت این شرکت‌ها تنظیم کنند.
- مدیران شرکت‌های کوچک و متوسط در اخذ تصمیمات اندازه‌گیری خلق ثروت از طریق ارزش آفرینی بر اساس عوامل راهبردی موثر شناسایی شده، عملکرد خود را مورد ارزیابی قرار دهند و در ارائه گزارش فعالیت‌های خود به مدیران و در مجمع عمومی بر این اساس اقدام نمایند.
- سرمایه‌گذاران همواره در خرید سهام و سرمایه‌گذاری خود به متغیرهای راهبردی ارزش آفرینی توجه کرده و بر این اساس فرایند سرمایه‌گذاری خود را مورد برنامه‌ریزی قرار دهند.

- با توجه به اینکه بخشی از تامین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط می‌تواند از طریق بازار سهام صورت گیرد پس باید قوانین مرتبط با حمایت از حضور این شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار اجرایی شود تا سرمایه‌گذاران بازار سرمایه خصوصا سرمایه‌گذاران نهادی با توجه منابع مالی عمده‌ای که دارند، بتوانند سرمایه خود را در این شرکت‌ها وارد کنند.

- با توجه به اینکه در این تحقیق اقدام به بررسی عوامل راهبردی محیط درونی و بیرونی در رابطه با ارزش‌آفرینی شده است، اما به علت تنوع و تکثر این عوامل، پیشنهاد می‌شود که محققین دیگر به بررسی سایر عوامل راهبردی مشخص در شرکت‌های کوچک و متوسط و در صنایع مختلف بپردازند.



## فهرست منابع و مآخذ

### الف. منابع فارسی

- استیری، روح الله و مشیری، بنیامین (۱۳۹۱)، ابزارهای تامین مالی بنگاه‌های دانش بنیان، *مجموعه مقالات دومین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تأمین مالی در ایران*.
- اسدی، فریده (۱۳۹۴)، تاثیر مدیریت مالی راهبردی بر پیشرفت مالی سازمان، *کنفرانس بین المللی مدیریت و علوم انسانی*.
- اعتمادی حسین و احمدی گرجی جلیل (۱۳۹۶)، بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تامین مالی در بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۹، ۳۴، ۴-۲۳.
- پیرایی خسرو و شهسوار محمد رضا (۱۳۸۸)، تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازار بورس ایران، *پژوهش‌های رشد و توسعه پایدار (پژوهش‌های اقتصادی)*، ۹، ۲۱-۳۸.
- چناری و نوری فرد (۱۳۹۳)، مطالعه ارتباط برخی جنبه‌های اصول راهبری شرکتی با ارزش افزوده سهامدار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار*، ۷، ۵۵-۶۶.
- حجازی رضوان و خادمی صابر (۱۳۹۲)، تأثیر عوامل اقتصادی و ویژگی‌های شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲، ۱-۱۶.
- حیدری کیا مریم و حسین‌زاده مصطفی (۱۳۹۸)، تاثیر ساختار سرمایه و عوامل کلان اقتصادی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهشنامه بازرگانی*، ۹۰، ۳۳-۵۴.
- برادران حسن زاده، رسول؛ بادآور نهندي، یونس؛ بابایی، قادر حسین (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹، ۶۸، ۱-۱۶.
- رضایی، عماد و عباسی، ابراهیم (۱۳۹۵)، تاثیر سرمایه فکری بر نسبت ارزش افزوده اقتصادی به سود حسابداری و نسبت ارزش افزوده بازار به سود حسابداری، *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۸، ۳۱، ۱۲۷-۱۴۴.
- فرهانیان، سید محمدجواد و دعایی میثم (۱۳۹۲)، پایداری شرکتی و ضرورت توجه به آن در بازار سرمایه ایران، *ماهانه بازار سرمایه ایران*، ۱۰۴.

- رهنمای رودپشتی، فریدون و محسنی، عبدالرضا (۱۳۹۷)، ارتباطات سیاسی، سود نقدی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۱، ۳۸، ۱۲۹-۱۴۴.
- قره‌چه، منجیه و ابولفضلی، ابولفضل (۱۳۸۶)، بررسی عوامل راهبردی جهت کسب مزیت رقابتی، *فصلنامه پیام مدیریت*، ۲۵، ۳۳-۶۵.
- گلقدشتی، مریم و آقابابائی، محمدابراهیم (۱۳۹۷)، تاثیر منابع تامین مالی بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۴۴، ۱۴۳-۱۶۰.
- مشایخ، شهناز و اسماعیلی مریم (۱۳۸۵)، بررسی رابطه کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبردی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۴۱.
- هلالی نسب، عماد (۱۳۹۹)، اهمیت نقش بنگاه‌های کوچک و متوسط در اقتصاد، *پژوهشنامه مدیریت و مهندسی صنایع*، ۲، ۵۶-۶۷.

### ب. منابع انگلیسی

- Ahmadian, A., & Jafari Nia, S. (2019). Identifying and Prioritizing the Key Factors of Strategic Planning Success in Iran E-Businesses. *Journal of Strategic Management Studies*, 10(38), 47-68. DOI: 20.1001.1.22286853.1398.10.38.3.9.
- Albuquerque, R., FOS, V. & Schroth, E. (2021). Value creation in shareholder activism. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.007>.
- Ali, BJ, & Anwar, G. (2021). Intellectual capital: A modern model to measure the value creation in a business. *International journal of Engineering, Business and Management*, 5(2), 31-43. <https://dx.doi.org/10.22161/ijebm.5.2.4>.
- Alodat, A. Y., Salleh, Z., Hashim, H. A., & Sulong, F. (2021). Corporate governance and firm performance: empirical evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. DOI: 10.1108/jfra-12-2020-0361.
- Anaman, K. A., & Agyei-Sasu, F. (2012). Impact of democratic political transition on the performance of business firms in Ghana. *Economic Papers: A journal of applied economics and policy*, 31(3), 391-400. <https://doi.org/10.1111/j.1759-3441.2011.00151.x>.
- Banerjee, R., & Majumdar, S. (2020). Determinants of shareholder value creation-platform versus traditional business models. *International Journal of Business Performance Management*, 21(1-2), 230-244. [ijbpm:v:21:y:2020:i:1/2:p:230-244](https://doi.org/10.1108/ijbpm-11-2020-0015).
- Broccardo, L., & Zicari, A. (2020). Sustainability as a driver for value creation: A business model analysis of small and medium enterprises in the Italian wine sector. *Journal of Cleaner Production*, 259, 120852. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.120852>.

- Chortareas, G., & Noikokyris, E. (2021). Investment, firm-specific uncertainty, and financial flexibility. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 192, 25-35. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2021.09.042>.
- Climent, R. C., & Haftor, D. M. (2021). Value creation through the evolution of business model themes. *Journal of Business Research*, 122, 353-361. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.09.007>.
- **Dobbs,R., Koller,T. (2005). Measuring long-term performance. *The McKinsey Quarterly 2005 Special edition: Value and performance* , pp. 16-27.**
- Dapiran, G. P., & Kam, B. H. (2017). Value creation and appropriation in product returns management. *The International Journal of Logistics Management*. DOI: <https://doi.org/10.1108/IJLM-11-2015-0199>.
- Dyduch, W., Chudziński, P., Cyfert, S., & Zastempowski, M. (2021). Dynamic capabilities, value creation and value capture: Evidence from SMEs under Covid-19 lockdown in Poland. *Plos one*, 16(6), e0252423. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0252423>.
- Dyer, J. H., Singh, H., & Hesterly, W. S. (2018). The relational view revisited: A dynamic perspective on value creation and value capture. *Strategic Management Journal*, 39(12), 3140-3162. <https://doi.org/10.1002/smj.2785>.
- Falchi de Magalhães, F. L., Antonio Gaspar, M., Mezzomo Luciano, E., & Rodrigues Napolitano, D. M. (2021). Information technology governance: legitimation, theorization and field trends. *REGE Revista de Gestão*, 28(1). DOI 10.1108/REGE-01-2020-0001.
- Fornell,C.,Larker, D.F.(1981). Evaluating Structural equation models with unobservable variables and measurement error.*Journal of Marketing Research*, 18 (1) , 5-39.
- Freeman, R. E. (1994). **The Politics of Stakeholder Theory**, Business Ethics Quarterly 4(4), 409–422, <https://doi.org/10.2307/3857340>.
- Freudenreich, B., Lüdeke-Freund, F., & Schaltegger, S. (2020). A stakeholder theory perspective on business models: Value creation for sustainability. *Journal of Business Ethics*, 166(1), 3-18. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04112-z>.
- Ghobakhloo, M., Sabouri, M. S., Hong, T. S., & Zulkifli, N. (2011). Information technology adoption in small and medium-sized enterprises; an appraisal of two decades literature. *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, 1(7), 53-80.
- Goedhart, M., & Koller, T. (2020). The value of value creation. *McKinsey Quarterly*, 16.
- Gu, X., Hasan, I., & Zhu, Y. (2019). Political influence and financial flexibility: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 99, 142-156. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.12.002>.
- Gupta, K., Goel, S., & Bhatia, P. (2020). Intellectual capital and profitability: Evidence from Indian pharmaceutical sector. *Vision*, 24(2), 204-216. <https://doi.org/10.1177/0972262920914108>.
- Hilmola, O. P. (2020). Role of inventory and assets in shareholder value creation. *Expert Systems with Applications: X*, 5, 100027. <https://doi.org/10.1016/j.eswax.2020.100027>.
- Huang, P., Lu, Y., & Wee, M. (2020). Corporate governance analysts and firm value: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, 101430. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101430>.

- **Kaufmann, G.(2018). Aligning the concepts of Lean and Value-based Management :Operations and Financial Functions at the System Level (Contributions to Management Science), springer, 1st ed. 2020 Edition , ISBN-10: 3030384691.**
- Kullak, F. S., Baker, J. J., & Woratschek, H. (2021). Enhancing value creation in social purpose organizations: Business models that leverage networks. *Journal of Business Research*, 125, 630-642. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.069>.
- Kurznack, L., Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2021). A model of long-term value creation. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-19. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1920231>.
- Lawshe, C. H. (1975). A quantitative approach to content validity. *Personnel psychology*, 28(4), 563-575.
- Lee, J., and Kwon,H.B., (2017), " Progressive performance modeling for the strategic determinants of market value in the high-tech oriented SMEs", *Int. J. Production Economics*. Vol. 183, pp. 91-102.
- Li, X. Y. & Sun, C. (2015). "A Study on the Core Values of the Brand", *Journal of Service Science and Management*, 8, PP. 868-873.
- Li, X., Nosheen, S., Haq, N. U., & GAO, X. (2021). Value creation during fourth industrial revolution: Use of intellectual capital by most innovative companies of the world. *Technological Forecasting and Social Change*, 163, 120479. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120479>.
- Lowry, D., & Xie, Y. (2009). Socioeconomic status and health differentials in China: convergence or divergence at older ages? *Population Studies Center Research Report 09-690*, <https://www.psc.isr.umich.edu/pubs/pdf/rr09-690.pdf>.
- Mäenpää, M., (2016) ,The Importance of Shareholder Value in Decision-Making, Business Economics. *VAASAN AMMATTIKORKEAKOULU UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES*.
- Mladenow, A., Fuchs, E., Dohmen, P., & Strauss, C. (2012). Value creation using clouds: Analysis of value drivers for start-ups and small and medium sized enterprises in the textile industry. *In 2012 26th International Conference on Advanced Information Networking and Applications Workshops*, 1215-1220, IEEE. DOI: 10.1109/WAINA.2012.210.
- Moneva-Abadía, J. M., Gallardo-Vázquez, D., & Sánchez-Hernández, M. I. (2019). Corporate social responsibility as a strategic opportunity for small firms during economic crises. *Journal of Small Business Management*, 57, 172-199. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12450>.
- Muafi, M., Gusaptono, R. H., Effendi, M. I., & Novrido, C. (2021). The information technology (IT) adoption process and e-readiness to use within Yogyakarta Indonesian small medium enterprises (SME). *International Journal of Information and Communication Technology Research to Use within Yogyakarta Indonesian Small Medium Enterprises (SME)*, 2(1), 29-37.
- Nesadurai, H. E. (2018). New constellations of social power: states and transnational private governance of palm oil sustainability in Southeast Asia. *Journal of Contemporary Asia*, 48(2), 204-229. <https://doi.org/10.1080/00472336.2017.1390145>.

- Nwachukwu, C., & Vu, H. M. (2020). Strategic flexibility, strategic leadership and business sustainability nexus. *International Journal of Business Environment*, 11(2), 125-143.
- Palazzo, M., Voller, A., & Siano, A. (2020). From strategic corporate social responsibility to value creation: An analysis of corporate website communication in the banking sector. *International Journal of Bank Marketing*. <https://doi.org/10.1108/IJBM-04-2020-0168>.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2019). Creating shared value. *In managing sustainable business* (pp. 323-346). Springer, Dordrecht. [https://doi.org/10.1007/978-94-024-1144-7\\_16](https://doi.org/10.1007/978-94-024-1144-7_16).
- Rabetino, R., Kohtamäki, M., & Federico, J. S. (2021). A (re) view of the philosophical foundations of strategic management. *International Journal of Management Reviews*, 23(2), 151-190. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12244>.
- Rashidirad, M., & Salimian, H. (2020). SMEs' dynamic capabilities and value creation: the mediating role of competitive strategy. *European Business Review*. <https://doi.org/10.1108/EBR-06-2019-0113>.
- Ritala, P., Albareda, L., & Bocken, N. (2021). Value creation and appropriation in economic, social, and environmental domains: Recognizing and resolving the institutionalized asymmetries. *Journal of Cleaner Production*, 290, 125796. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.125796>.
- Salehi, M., & Zimon, G. (2021). The effect of intellectual capital and board characteristics on value creation and growth. *Sustainability*, 13(13), 7436. <https://doi.org/10.3390/su13137436>.
- Sandberg, E., Pal, R., & Hemilä, J. (2018). Exploring value creation and appropriation in the reverse clothing supply chain. *The International Journal of Logistics Management*. <https://doi.org/10.1108/IJLM-10-2016-0241>.
- Schilling, L., & Seuring, S. (2021). Sustainable value creation through information technology-enabled supply chains in emerging markets. *The International Journal of Logistics Management*. <https://doi.org/10.1108/IJLM-04-2021-0206>.
- Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J. L., & Rusconi, G. (2021). Stakeholder value creation: Comparing ESG and value added in European companies. *Sustainability*, 13(3), 1392. <https://doi.org/10.3390/su13031392>.
- Sjödin, D., Parida, V., Jovanovic, M., & Visnjic, I. (2020). Value creation and value capture alignment in business model innovation: A process view on outcome-based business models. *Journal of Product Innovation Management*, 37(2), 158-183. <https://doi.org/10.1111/jpim.12516>.
- Smith, H. J. (2003). The shareholders vs. stakeholder's debate. *MIT Sloan Management Review*, 44(4), 85-90.
- Stiglitz, J. E. (2016). Inequality and economic growth. *The Political Quarterly*, Wiley Online Library, 86(1), 134-155. <https://doi.org/10.1111/1467-923X.12237>.
- Tamini, L. D., & Valéa, A. B. (2021). Investment in research and development and export performances of Canadian small and medium-sized agri-food firms. *Canadian Journal of Agricultural Economics/Revue canadienne d'agroéconomie*, 69(3), 311-336.

- Tamulevičienė, D., & Androniceanu, A. (2020). Selection of the indicators to measure an enterprise's value and its changes in the controlling system for medium-sized enterprises. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 7(3), 1440-1458. <https://doi.org/10.1111/cjag.12296>.
- Tapaninaho, R., & Kujala, J. (2020). Stakeholder value creation: Legitimizing business sustainability. *Handbook of Business Legitimacy: Responsibility, Ethics and Society*, 383-397. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-14622-1\\_31](https://doi.org/10.1007/978-3-030-14622-1_31).