



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۲ / شماره ۴ (پیاپی ۴۸) / زمستان ۱۴۰۲
صفحه ۷۴۵ تا ۷۵۸

تبیین الگوی معیارهای تأثیرگذار در رشد تولید با رویکرد ارزش آفرینی سهامداران

سید محی الدین سراج

دانشجوی دکترا، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.
mohiseraj@gmail.com

فاضل محمدی نوده

استادیار، گروه مدیریت، دانشکده علوم انسانی، واحد لاهیجان، دانشگاه آزاد اسلامی، لاهیجان، ایران.
mnfazel2@gmail.com

سینا خردیار

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران.
sinakheradyar@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۲/۱۳

چکیده

هدف این پژوهش تبیین الگوی معیارهای تأثیرگذار در رشد تولید با تأکید بر ارزش آفرینی سهام داران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای هدف پژوهش اطلاعات پژوهش از صورت های مالی شرکت های بورسی در بازه زمانی ۱۳۹۹ - ۱۳۸۹ گردآوری گردید. برای تحلیل های آماری از روش رگرسیون چند متغیره با داده های تابلویی استفاده گردید. یافته های حاصل از آزمون مدل پژوهش نشان می دهد که نرخ بازده دارایی، نسبت جاری، اندازه شرکت، اهرم مالی، نقدشوندگی سهام، دوره تصدی مدیرعامل، ارتباطات سیاسی بر ارزش افزوده سهام دار تأثیر معناداری دارد.

واژه های کلیدی: ارزش آفرینی سهام داران، اهرم مالی، رشد تولید.

۱- مقدمه

یکی از موضوعات با اهمیتی که در سطح مدیریت مالی شرکت‌ها مطرح است، شیوه مدیریت سرمایه در گردش شرکت‌ها در راستای تأثیرگذاری در رشد و تولید است. مدیریت سرمایه در گردش عبارت است از ترکیب بهینه ارقام سرمایه در گردش؛ یعنی دارایی‌ها و بدهی‌های جاری به گونه‌ای که ثروت سهام‌داران را حداکثر کند؛ به عبارتی منتهی به خلق ارزش آفرینی برای سهام‌داران شود. انتخاب مناسب نوع راهبرد مدیریت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری در موقعیت‌مختلف، امکان دست‌یابی به بهترین راهبرد مدیریت سرمایه در گردش را فراهم می‌کند (رضازاده و حیدریان، ۱۳۸۹).

سرمایه در گردش نیازهای مالی کوتاه مدت واحد تجاری را برآورده می‌کند. نیاز کمتر سرمایه در گردش به کاهش نیاز برای تأمین مالی و کاهش هزینه سرمایه منجر می‌شود که این امر به نوبه خود در دسترس بودن وجه نقد برای سهام‌داران را افزایش می‌دهد (رضازاده و حیدریان، ۱۳۸۹). مدیریت سرمایه در گردش اثربخش بسیار مهم است زیرا بر سودآوری و نقدشوندگی شرکت و در رشد و تولید اثر می‌گذارد. مدیریت سرمایه در گردش کاراً یک قسمت بنیادی از راهبرد کلی شرکت در ارزش آفرینی برای سهام‌داران است (هاواوایی و همکاران، ۱۹۸۶). بنابراین شرکت‌ها سعی می‌کنند سطح بهینه‌ای از مدیریت سرمایه در گردش را نگهداری کنند که ارزش شرکت را بیشینه کند. مدیریت کارآی سرمایه در گردش نه تنها سبب ایمن شدن شرکت‌ها در ناهنجاری‌های مالی می‌شود، بلکه موقعیت رقابتی و سودآوری شرکت‌ها را نیز بهبود می‌بخشد. برای مثال افزایش در سرعت چرخه تبدیل وجه نقد از طریق مدیریت دریافتی‌ها و پرداختی‌ها به ایجاد سودآوری و نقدشوندگی کمک می‌کند. علاوه بر این، مدیریت اثربخش موجودی‌ها برای مدیریت رشد و تولید، نقدشوندگی و سودآوری شرکت‌ها ضروری است. بنابراین نگهداری تعادل بهینه‌ای بین هر یک از اجزای سرمایه در گردش مهم است (نمازی و همکاران، ۱۳۸۹). در سازمان‌های با اندازه کوچک‌تر که دارایی‌ها و بدهی‌های جاری نسبت بزرگی از سرمایه در گردش آن‌ها را تشکیل می‌دهد، مدیریت سرمایه در گردش و سیاست‌های اتخاذ شده در این زمینه از اهمیت فراوانی برخوردار است؛ زیرا این سیاست‌ها تعاملات مالی شرکت با تأمین‌کنندگان و خریداران در زنجیره تأمین مالی را مدیریت می‌کند (فتحی و توکلی، ۱۳۸۸). در عمل یکی از با اهمیت‌ترین موضوعات در سازمان، مدیریت سرمایه در گردش است. مدیران مالی زیادی برای شناسایی محرک‌های مدیریت سرمایه در گردش و سطح مناسب سرمایه در گردش در تلاش هستند. عدم درک اثرات سرمایه در گردش مورد نیاز بر سودآوری، عدم شفافیت در مورد تعیین مدیریت سرمایه در گردش و عدم توانایی مدیریت برای برنامه‌ریزی و کنترل اجزای مدیریت سرمایه در گردش، به عدم سودآوری و ورشکستگی منجر می‌شود. بسیاری از شکست‌های تجاری از ناتوانی مدیران مالی در برنامه‌ریزی و کنترل دارایی‌ها و بدهی‌های جاری شرکت‌های خود ناشی می‌شود (خوزه و همکاران، ۱۹۹۶). شرکت‌ها می‌توانند ریسک را حداقل کنند و عملکرد کلی را با درک نقش و محرک‌های سرمایه در گردش بهبود بخشند (مایرز، ۱۹۸۴).

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ادبیات تجربی نشان می‌دهد که سهم بازار سهام در رشد اقتصادی ممکن است به عوامل ساختاری در سطح کشور و بازار مرتبط باشد. درات^۱ (۱۹۹۹) با تجزیه و تحلیل عربستان سعودی، ترکیه و امارات متحده عربی از طریق آزمون‌های علیت گرنجر چند متغیره، دریافت که تعمیق مالی یک عامل علی ضروری رشد اقتصادی است. ، دمیرگوچ کونت و لوین^۲ (۲۰۰۱) و دمیرگوچ کونت و همکاران^۳ (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که توسعه بازار در بازارهای سهام (و بانک‌ها) موازی با توسعه اقتصادی کشورها است. مک گوان^۴ (۲۰۰۸) پیشنهاد می‌کند که اقتصادهای توسعه یافته نیز بازارهای سرمایه توسعه یافته‌ای خواهند داشت و لین و همکاران^۵ (۲۰۰۹) بحث می‌کنند که یک ساختار مالی بهینه تعیین شده درون‌زا برای اقتصاد در هر مرحله از توسعه وجود دارد. چکتی و خاروبی^۵ (۲۰۱۲) بحث می‌کنند که رونق مالی به طور کلی باعث افزایش رشد نمی‌شود و نیاز مبرمی به ارزیابی مجدد رابطه مالی و رشد واقعی وجود دارد. یو و همکاران^۶ (۲۰۱۲) استدلال می‌کنند که رابطه مثبت مالی-رشد ایجاد شده توسط لوین (۱۹۹۷) یک رابطه بلندمدت است (به عنوان مثال، بیش از ۲۰ سال) و ممکن است کشورهای توسعه نیافته علیرغم توسعه مالی و بورس در کوتاه مدت رشد اقتصادی کمتری را تجربه کنند که عمدتاً به دلیل سیستم‌های قانونی نادرست و بی‌ثباتی سیاسی است. ریوجا و والف^۶ (۲۰۱۴) دریافتند که بانک‌ها تأثیر مثبت قابل توجهی بر انباشت سرمایه دارند و بازارهای سهام، با این حال، به انباشت سرمایه یا رشد بهره‌وری در کشورهای کم درآمد کمکی نکرده‌اند. فرانسس و افوری^۷ (۲۰۱۵) با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده از ۱۰۱ کشور از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۹، استدلال می‌کنند که رژیم‌های سیاسی برای توسعه بازار سهام مهم هستند و امتیازات سیاسی تأثیر مثبت و آماری معناداری بر توسعه بازار سهام دارند - این تأثیر در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ قوی‌ترین است. با این حال، تنها با تمرکز بر معیارهای سنتی توسعه بازار سهام مانند گردش مالی و/یا ارزش بازار، مطالعاتی نیز وجود دارد که رابطه رشد بازار سهام را به طور خاص برای ترکیه تحلیل می‌کند. چتینتاش و باریشیک^۸ (۲۰۰۳) با استفاده از نرخ گردش مالی و سرمایه کل بازار برای اندازه‌گیری توسعه بازار سهام، دریافتند که بانکداری و توسعه بازار سهام از نظر آماری دلایل گرنجر معنی دار رشد اقتصادی در ترکیه هستند. کاپلان^۹ (۲۰۰۸) وجود رابطه بلندمدت بین فعالیت اقتصادی واقعی و قیمت سهام را نشان می‌دهد و همچنین جهت علیت از قیمت سهام به فعالیت اقتصادی واقعی در ترکیه است. سویتاش و کوچوککایا^{۱۰} (۲۰۱۱) با درگیر کردن میانگین حجم معاملات بازار اوراق قرضه و اوراق بهادار (۲۰۱۱) نتوانستند علیت بلندمدتی بین توسعه مالی و رشد اقتصادی طی دوره

1 Darrat

2 Demirguc-Kunt and Levine

3 McGowan

4 Lin et al

5 Cecchetti and Kharroubi

6 Rioja and Valev

7 Francis and Ofori

8 Çetintaş and Barışık

9 Kaplan

10 Soytaş and Küçükkaya

۱۹۹۱ تا ۲۰۰۵ پیدا کنند. همچنین یافته‌های آراچ و اوزجان^۱ (۲۰۱۴) با درگیر کردن نسبت حجم کل/تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخص توسعه بازار سرمایه با چندین شاخص دیگر بخش بانکی، هم از پیشروی عرضه و هم تقاضای زیر فرضیه را پشتیبانی می‌کنند. کوشکون و اومیت^۲ (۲۰۱۶) استدلال می‌کنند که سیاست‌های توسعه بازار سهام و سهم بازار سهام در رشد ممکن است دارای محدودیت‌های ساختاری باشد.

این مطالعه با ادبیات رشد موجود در بازار سهام به دلیل در نظر گرفتن تأثیرات زیر مؤلفه‌های بازار سرمایه و بازار اوراق بدهی متفاوت است. سازمان همکاری اقتصادی و توسعه (۲۰۱۱) استدلال می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی، یعنی صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، و صندوق‌های ثروت دولتی، اتکا به سیستم بانکی را کاهش می‌دهند و به عنوان ضربه‌گیر در مواقع بحران مالی عمل می‌کنند و به توسعه بازار سرمایه و رشد اقتصادی کمک می‌کنند. اونگ و سای^۳ (۲۰۰۴) بحث می‌کنند که در بازارهای نوظهور، رشد تصاعدی در صنعت صندوق‌های مشترک محلی به وضوح به توسعه بازارهای اوراق بهادار و مشتقات محلی کمک کرده است، که به نوبه خود در جذب جریان‌های سرمایه‌گذاری از صندوق‌های خارجی نقش کلیدی داشته است و منجر به رشد تولید در صنایع مختلف شده است.

مطالعات نادری در ادبیات به تحلیل مولفه‌های فرعی بازار سرمایه و پیوند آن با رشد تولید وجود دارد. فینک و همکاران^۴ (۲۰۰۳) با استفاده از آزمون علیت گرنجر و تحلیل هم‌انباشتگی نتیجه گرفتند که فعالیت اقتصادی واقعی به طور قابل توجهی تحت تأثیر توسعه بازار اوراق قرضه است. نیستور و همکاران^۵ (۲۰۱۳) دریافته‌اند که یک رابطه علیت از سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های مشترک با نرخ رشد در رومانی وجود دارد. با استفاده از نمونه ۵۴ کشوری، زاندربرگ و اسپیردیک^۶ (۲۰۱۳) هیچ تأثیری از تغییرات در میزان بودجه بازنشستگی بر رشد اقتصادی در کوتاه مدت پیدا نکردند و شواهد برای بلندمدت مختلط است. نویسندگان همچنین شواهدی از وابستگی متقابل بین رشد سرمایه بازار اوراق قرضه و رشد تولید واقعی در ژاپن، فنلاند و ایتالیا پیدا کردند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و از نظر هدف کاربردی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌های قیاسی - استقرایی صورت می‌پذیرد، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه‌ای، مجلات و سایر سایت‌های معتبر در قالب قیاسی، و گردآوری داده‌ها برای تأیید و رد فرضیه‌ها از راه استقرایی صورت می‌پذیرد. هم‌چنین با توجه به این‌که داده‌های استفاده شده در پژوهش حاضر اطلاعات واقعی و تاریخی است، آن را می‌توان از نوع پس‌رویدادی طبقه‌بندی کرد.

- 1 Araç and Ozcan
- 2 Coşkun and Umit
- 3 Ong and Sy
- 4 Fink et al
- 5 Nistor et al
- 6 Zandberg and Spierdijk

روش تحلیل داده‌ها

به دلیل نوع داده‌های مورد مطالعه، مقایسه‌ی هم‌زمان داده‌های مقطعی و طولی از روش الگوهای داده‌های تابلویی (پانل دیتا) برای برآورد ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. ابتدا برای تعیین روش به کارگیری داده‌های تابلویی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون اف لیمر استفاده شده است. در این آزمون فرض صفر مبنی بر همگن بودن داده‌هاست و در صورت تأیید، می‌بایست کلیه داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرد و به وسیله یک رگرسیون کلاسیک تخمین پارامترها را انجام داد، در غیر این صورت داده‌ها را به صورت داده‌های تابلویی در نظر گرفت. در صورتی که نتایج این آزمون مبنی بر به کارگیری داده‌ها به صورت داده‌های تابلویی شود، می‌بایست برای تخمین مدل پژوهش از یکی از مدل‌های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود. برای انتخاب یکی از دو مدل باید آزمون هاسمن اجرا شود. فرض صفر آزمون هاسمن مبنی بر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل‌های رگرسیونی داده‌های تابلویی است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش در برگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره‌ی زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۹ در نظر گرفته شده است. هم‌چنین در این پژوهش نمونه‌ای به حجم ۱۶۷ شرکت براساس معیارهای زیر از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است:

الف) با توجه به دوره زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۸۹-۱۳۹۹)، شرکت قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۹ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد؛ ب) به منظور افزایش توان هم‌سنجی و هم‌سان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفند ماه هر سال منتهی شود؛ پ) به دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی شرکت‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و ...)، این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند؛ ت) شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای محاسبه متغیرهای اولیه صورت‌های مالی ناقص بوده‌اند از نمونه حذف شده‌اند.

متغیرهای پژوهش

در این پژوهش ارزش افزوده سهام دار متغیر وابسته است. برای این منظور مجموع تغییرات قیمت هر سهم شرکت و سود نقدی هر سهم در طی دوره بر دوره تصدی مدیریت محاسبه می‌گردد. در این پژوهش متغیرهای مستقل به شرح زیر هستند:

• نقدشوندگی سهام

نقدشوندگی سهام بیان‌گر توانایی مبادله‌ی سریع حجم بالایی از سهام با هزینه‌ی اندک و بدون تأثیرپذیری با اهمیت قیمت آن است (لی، یو، ۲۰۰۶؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۰). برای محاسبه‌ی نقدشوندگی، معیارهای متعددی در پژوهش‌های کوئتو (۲۰۰۹)، آگارول (۲۰۰۸)، روبین (۲۰۰۷)، ایزدی‌نیا و رساییان (۱۳۸۹)، رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) مطرح شده‌اند که از آن جمله می‌توان به ارزش سهام معامله شده، تعداد سهام معامله شده، حجم سهام

معامله شده، نسبت گردش سهام و تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اشاره کرد. یکی از مهمترین معیارهای سنجش نقدشوندگی یک سهم، نرخ گردش سهام است که از طریق نسبت جمع سهام مبادله شده سالانه تقسیم بر کل سهام منتشره، محاسبه می‌گردد (لو و وانگ، ۲۰۰۰؛ جایارایان و میلیورن، ۲۰۱۲). مزایای استفاده از نرخ گردش سهام به‌عنوان معیار نقدشوندگی عبارتند از: الف) این معیار، پشتوانه‌ی نظری قوی و محکمی دارد؛ ب) یافتن داده‌های مربوط به نرخ گردش حجم معامله نسبتاً آسان است و امکان محاسبه‌ی تغییر ماه به ماه در نقدشوندگی دارایی‌ها را فراهم می‌کند (لی‌یو، ۲۰۰۶؛ اسلامی بیدگلی و سارنج، ۱۳۸۷؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۰). از این‌رو سازگار با برخی پژوهش‌ها، در این پژوهش نیز از این معیار استفاده شده است.

رابطه (۳) تعداد سهام منتشر شده / تعداد سهام مبادله شده = نقدشوندگی سهام

• استقلال هیأت مدیره

این متغیر از طریق نسبت تعداد اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره محاسبه می‌شود (حاجیها و چناری، ۱۳۹۴).

رابطه (۴) کل اعضای هیأت مدیره / اعضای غیرموظف = استقلال هیأت مدیره

• دوگانگی وظایف مدیرعامل

اگر مدیر عامل و نایب رئیس هیأت مدیره یک نفر باشد عدد یک و اگر افراد جداگانه‌ای باشد عدد صفر قرار می‌دهیم (عابدینی و همکاران، ۱۳۹۵).

• شفافیت مالی

شفافیت گزارش‌های مالی با استفاده از مجموع متحرک سه ساله قدرمطلق اقلام تعهدی اختیاری سالانه محاسبه می‌گردد:

$$OPAQUE = AbsV(DisAcc_{t-1}) + AbsV(DisAcc_{t-2}) + AbsV(DisAcc_{t-3}) \quad \text{رابطه (۵)}$$

که DisAcc اقلام تعهدی اختیاری سالانه است. منطق استفاده از سنجه مذکور آن است که در شرکت‌هایی که قدرمطلق اقلام تعهدی اختیاری از ثبات بیشتری برخوردار است، احتمال مدیریت سود بالاتر بوده و لذا اطلاعات خاص شرکت کمتری برای سرمایه‌گذاران افشا می‌نمایند. جهت تمایز اقلام تعهدی عادی و اختیاری از مدل تعدیل شده جونز استفاده می‌گردد. برای این منظور رگرسیون مقطعی زیر با استفاده از داده‌های شرکت‌های موجود در هر یک از صنایع برآزش می‌گردد:

$$\frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{Assets_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۶)}$$

که TA_{it} کل اقلام تعهدی شرکت i طی سال t ، $Assets_{it-1}$: کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t ، $\Delta Sales_{it}$ تغییر فروش شرکت i در سال t و PPE_{it} اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت i در پایان سال t است. اقلام تعهدی اختیاری سالانه ($DisAcc_{it}$) با استفاده از پارامترهای برآوردی رابطه (۶) محاسبه می‌گردد:

$$DisAcc_{it} = \frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} - \left\{ \hat{\alpha}_0 \left(\frac{1}{Assets_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_1 \left(\frac{\Delta Sales_{it} - \Delta Receivables_{it}}{Assets_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} \right) \right\} \quad (7)$$

ملحوظ نمودن $\Delta Receivables_{it}$ در رابطه (۷) تعدیل استاندارد مدل جونز (۱۹۹۱) است. این متغیر میزان تغییر فروش ناشی از شناسایی جسورانه فروش‌های مشکوک را لحاظ می‌نماید.

کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) استدلال می‌کنند اگر عملکرد شرکت‌ها تابع گام تصادفی نباشد و نشان‌گر الگوهایی نظیر بازگشت به میانگین و مومنتوم باشد، کاربرد مدل‌های جونز و جونز تعدیل شده صحیح نیست زیرا تأثیر عملکرد شرکت بر اقلام تعهدی را نادیده می‌انگارد. لذا رویکردی برای تخمین اقلام تعهدی اختیاری ارائه کردند که عملکرد شرکت را از طریق بازده سرمایه‌گذاری‌ها ملحوظ می‌نماید. برای این منظور ابتدا رگرسیون (۸) با استفاده از داده‌های مقطعی هر یک از صنایع به تفکیک هر یک از سال‌های مورد بررسی برازش می‌گردد:

$$\frac{A_{it}}{Assets_{it-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{Assets_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{Income_{it-1}}{Assets_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

که $Income_{it-1}$ سود خالص شرکت i در سال $t-1$ است. ضرایب برآوردی حاصل از برازش رابطه (۸) جهت تخمین اقلام تعهدی اختیاری استفاده می‌شود:

$$DisAcc_{it} = \frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} - \left\{ \hat{\alpha}_0 \left(\frac{1}{Assets_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_1 \left(\frac{\Delta Sales_{it} - \Delta Receivables_{it}}{Assets_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_3 \left(\frac{Income_{it-1}}{Assets_{it-1}} \right) \right\} \quad (9)$$

• ارتباطات سیاسی

ارتباطات سیاسی یک متغیر مجازی با ارزش صفر و یک هست، به این صورت که به شرکت‌هایی که دارای ارتباطات سیاسی می‌باشند عدد یک و به مابقی شرکت‌ها صفر اختصاص یافته است. در این تحقیق جهت اندازه‌گیری ارتباطات سیاسی به پیروی از مطالعات انجام شده توسط فان و همکاران (۲۰۰۷) و لین و همکاران (۲۰۱۵) از دو معیار بدهی بلندمدت و نیز وجود اعضای هیئت‌مدیره وابسته به دولت به شرح زیر استفاده شده است:

نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل بدهی‌ها در هر سال برای هر شرکت محاسبه شده است.

نسبت اعضای هیأت مدیره وابسته به دولت به کل اعضای هیأت مدیره در هر سال برای هر شرکت محاسبه شده است.

شرکت‌هایی که نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل بدهی‌های آنها و نیز نسبت اعضای هیأت مدیره وابسته به دولت به کل اعضای هیأت مدیره آنها بیشتر از میانه سایر شرکت‌ها می‌باشد به عنوان شرکت‌های دارای روابط سیاسی می‌باشند و به آنها عدد یک اختصاص می‌یابد و مابقی شرکت‌ها عدد صفر اختصاص یافته است.

• اندازه شرکت

اندازه شرکت عمدتاً معرف وضعیت شرکت از نظر سودآوری، حجم فعالیت و ارزش شرکت است و از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

رابطه (۱۰) $(\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}) = LN = \text{اندازه شرکت}$

• اهرم مالی

نماینده ریسک مالی شرکت است و از طریق نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

رابطه (۱۱) $\text{کل دارایی‌ها} / \text{کل بدهی‌ها} = \text{اهرم مالی}$

• رشد فروش

بیان‌گر وضعیت سودآوری شرکت است و از نسبت تفاضل مبلغ فروش امسال و مبلغ فروش سال قبل بر مبلغ فروش سال قبل حاصل می‌شود.

رابطه (۱۲) $\text{فروش سال قبل} / (\text{فروش سال قبل} - \text{فروش امسال}) = \text{رشد فروش}$

• نرخ بازده دارایی

بیان‌گر عملکرد شرکت است و از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

رابطه (۱۳) $\text{کل دارایی‌ها} / \text{سود خالص} = \text{نرخ بازده دارایی‌ها}$

• نرخ بازده حقوق مالکانه

بیان‌گر عملکرد شرکت است و از نسبت سود خالص به حقوق مالکانه محاسبه می‌شود.

رابطه (۱۴) $\text{کل دارایی‌ها} / \text{سود خالص} = \text{نرخ بازده دارایی‌ها}$

• نسبت جریان نقدی

بیان‌گر جریان‌های ورودی و خروجی وجوه نقد است و از نسبت جریان نقدی عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها حاصل می‌شود.

رابطه (۱۵) $\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها} / \text{جریان نقدی عملیاتی} = \text{نسبت جریان نقدی}$

• رشد شرکت

بیان‌گر وضعیت فعالیت شرکت است و از نسبت تفاضل مبلغ فروش امسال و مبلغ فروش سال قبل بر مبلغ فروش سال قبل حاصل می‌شود.

رابطه (۱۶) $\text{فروش سال قبل} / (\text{فروش سال قبل} - \text{فروش امسال}) = \text{رشد فروش}$

• رشد شرکت

از نسبت‌های سودآوری است و بیان‌گر این است که نسبت دارایی جاری به بدهی جاری در وضعیت مطلوبی است یا خیر؟

رابطه (۱۷) $\text{بدهی جاری} / \text{دارایی جاری} = \text{نسبت جاری}$

با عنایت به متغیرها، مدل ریاضی پژوهش به شرح زیر است:

$$Value\ Added\ Shareholder\ it = \beta_0 + \beta_1 CFO\ Ratio\ it + \beta_2 ROA\ it + \beta_3 ROE\ it + \beta_4 Sale\ Growth\ it + \beta_5 Firm\ Growth\ it + \beta_6 Current\ Ratio\ it + \beta_7 Size\ it + \beta_8 Financial\ Leverage\ it + \beta_9 Stock\ Liquidity\ it + \beta_{10} Financial\ reporting\ transparency\ it + \beta_{11} Independent\ Board\ it + \beta_{12} CEO\ Duality\ it + \beta_{13} CEO\ Tenure\ it + \beta_{14} Political\ Connection\ it + \varepsilon\ it$$

$Value\ Added\ Shareholder\ it$: ارزش افزوده سهامدار؛ $CFO\ Ratio\ it$: نسبت جریان های نقدی؛ $ROA\ it$: نرخ بازده دارایی؛ $ROE\ it$: نرخ بازده حقوق مالکانه؛ $Sale\ Growth\ it$: رشد فروش؛ $Firm\ Growth\ it$: رشد شرکت؛ $Current\ Ratio\ it$: نسبت جاری؛ $Size\ it$: اندازه شرکت؛ $Financial\ Leverage\ it$: اهرم مالی؛ $Stock\ Liquidity\ it$: نقدشوندگی سهام؛ $Financial\ reporting\ transparency\ it$: شفافیت گزارشگری مالی؛ $Independent\ Board\ it$: استقلال هیأت مدیره؛ $CEO\ Duality\ it$: دوگانگی وظایف مدیرعامل؛ $CEO\ Tenure\ it$: دوره تصدی مدیرعامل؛ $Political\ Connection\ it$: ارتباطات سیاسی؛ $\varepsilon\ it$: مقادیر خطا

آمار توصیفی

توصیف آماری متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی
ارزش افزوده سهامدار	۲۳۹۳/۶۸۹	۱۹۲/۷۵	۲۰۷۱۴۰	-۶۱۵۰۵	۱۱۰۹۹/۸	۸/۲۳۰۶۱۳
نسبت جریان های نقدی	۰/۱۴۶۲۲۳	۰/۱۱۹۲۰۶	۱/۵۲۵۱۳۴	-۱/۳۶۲۸۶۲	۰/۱۹۱۴۵۳	۰/۷۱۸۳۷۹
نرخ بازده دارایی	۰/۱۸	۰/۱۲۵۱۶۳	۱/۹۷۴۶۳۲	-۰/۶۰۵۴۴۹	۰/۲۳۶۲۰۵	۲/۰۴۲۰۲۶
نرخ بازده حقوق مالکانه	۰/۱۹۴۸۴۲	۰/۲۷۶۴۰۰	۹/۴۸۶۴۸۳	-۷۲/۶۹۵۶۲	۲/۱۶۴۴۲۸	-۲۶/۶۶۰۴۶
رشد فروش	۰/۳۱۵۸۶۳	۰/۲۲۱۰۰۰	۶/۵۹۴۷۴۰	-۰/۹۰۹۱۸۹	۰/۵۳۸۷۵۴	۴/۰۱۴۸۴۰
رشد شرکت	۰/۲۷۴۶۴۹	۰/۱۶۵۴۸۶	۷/۳۱۹۴۹۲	-۰/۴۷۱۵۱۴	۰/۴۶۴۰۰۸	۶/۲۰۱۸۴۱
نسبت جاری	۱/۵۸۳۲۲۴	۱/۳۰۳۲۲۱	۲۷/۰۹۵۴۵	۰/۲۰۹۳۷۳	۱/۳۵۲۹۵۵	۸/۱۳۲۵۳۳
اندازه شرکت	۱۴/۳۹۵۱۰	۱۴/۱۷۰۰۳	۲۰/۷۶۸۶۹	۱۰/۰۳۱۲۲	۱/۶۶۳۹۵۶	۰/۷۶۸۳۳۸
اهرم مالی	۰/۵۷۶۳۲۰	۰/۵۸۰۳۴۷	۲/۰۷۷۵۰۶	۰/۰۳۱۴۳۱	۰/۳۱۲۱۳۱	۰/۵۰۱۷۱۶
نقدشوندگی سهام	-۰/۶۷۷۱۸۵	-۰/۵۷۹۹۳۳	۰/۸۲۵۰۴۱	-۴/۸۶۷۴۷۲	۰/۷۳۷۹۴۰	-۰/۹۴۰۲۳۷
شفافیت گزارشگری مالی	-۱/۵۸E-۱۲	-۰/۰۰۹۲۰۶	۱/۶۱۲۷۰۰	-۲/۲۹۰۴۳۴	۰/۱۸۲۳۰۲	-۰/۰۳۸۷۳۹
استقلال هیأت مدیره	۰/۶۶۸۲۷۸	۰/۶	۱	۰	۰/۱۸۲۲۵۸	-۰/۲۹۵۷۲۶
دوگانگی مدیرعامل	۰/۲۸۴۷۰۳	۰	۱	۰	۰/۴۵۱۳۹۶	۰/۹۵۴۱۷۵
دوره تصدی مدیرعامل	۳/۷۴۰۳۳۸	۲	۲۰	۱	۳/۴۲۴۵۰۰	۱/۷۷۱۲۰۸
ارتباطات سیاسی	۰/۲۱۳۳۹۱	۰	۱	۰	۰/۴۰۹۸۱۳	۱/۳۹۹۱۰۹

آزمون مدل پژوهش

نتایج حاصل از آزمون مدل پژوهش به شرح نگاره (۲) ارائه می‌شود:

نگاره ۲. نتایج حاصل از آزمون مدل پژوهش

نام متغیر	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره تی	سطح معناداری	آماره هم خطی
نسبت جریان های نقدی	۳۰۴/۴۳۹۳	۳۳۲۸/۲۵۰	۰/۰۹۱۴۷۱	۰/۹۲۷۱	۱/۶۴۳۸۸۵
نرخ بازده دارایی	۱۸۶۳۱/۴۶	۳۴۵۵/۶۷۰	۵/۳۹۱۵۶۳	۰/۰۰۰۰	۳/۱۳۶۹۱۰
نرخ بازده حقوق مالکانه	-۱/۳۶۲۹۲۱	۲۸/۴۱۱۳۷	-۰/۰۴۷۹۷۱	۰/۹۶۱۷	۱/۰۳۴۸۱۵
رشد فروش	۹۰۰/۱۴۱۳	۵۲۸/۹۹۲۷	۱/۷۰۱۶۱۴	۰/۰۸۹۰	۱/۲۲۲۹۸۹
رشد شرکت	-۶۰۵/۶۱۸۴	۱۳۶۵/۸۵۲	-۰/۴۴۳۴۰۰	۰/۶۵۷۵	۱/۳۶۱۰۴۶
نسبت جاری	-۶۳۲/۷۵۹۹	۲۲۷/۸۲۶۸	-۲/۷۷۷۳۷۳	۰/۰۰۵۵	۱/۶۵۶۲۶۳
اندازه شرکت	-۴۷۸/۶۲۷۶	۱۵۴/۷۶۰۸	-۳/۰۹۳۶۹۳	۰/۰۰۲۰	۱/۱۲۵۳۳۹
اهرم مالی	۴۰۷۹/۰۷۶	۱۴۹۴/۱۱۵	۲/۷۳۰۰۹۵	۰/۰۰۶۴	۱/۸۵۶۴۲۵
نقدشوندگی سهام	۲۲۲۱/۷۴۹	۳۰۳/۸۹۶۷	۷/۳۱۰۸۷۱	۰/۰۰۰۰	۱/۰۹۵۸۰۶
شفافیت گزارشگری مالی	۴۲۷/۵۸۵۵	۲۰۳۶/۶۹۹	۰/۲۰۹۹۴۰	۰/۸۳۳۷	۱/۵۱۱۶۸۱
استقلال هیأت مدیره	-۳۲۸/۱۲۶۳	۱۱۹۶/۲۶۴	-۰/۲۷۴۲۹۳	۰/۷۸۳۹	۱/۴۱۵۹۳۱
دوگانگی مدیرعامل	۶۱۳/۶۸۱۴	۶۲۹/۱۱۴۳	۰/۹۷۵۴۶۹	۰/۳۲۹۵	۱/۰۹۶۶۸۴
دوره تصدی مدیرعامل	-۳۹۷/۰۹۱۹	۶۱۲/۱۶۰۷	-۶/۴۸۶۷۲۶	۰/۰۰۰۰	۱/۰۸۲۰۱۴
ارتباطات سیاسی	-۱۰۶۵/۷۴۴	۴۲۸/۲۱۰۵	-۲/۴۸۸۸۳۳	۰/۰۱۲۹	۱/۳۱۵۵۵۹
مقدار ثابت	۷۶۸۰/۳۹۸	۲۵۴۳/۴۳۲	۳/۰۱۹۶۹۸	۰/۰۰۲۶	-
ضریب تعیین: ۰/۱۵۵۹۲۳	آماره اف: ۳۴/۰۴۰۷۶ (۰/۰۰۰۰۰)	آماره اف لیمر: ۱/۵۲۴۹۵۸ (۰/۰۰۰۰۰)	آماره هاسمن: ۱۲۱/۴۲۳۴۱۳ (۰/۰۰۰۰۰)	آماره ناهمسانی واریانس: ۲/۸۲۴۷۱۸ (۰/۰۰۰۰۰)	آماره دوربین واتسون: ۱/۹۲۱۷۹۳

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که ۱۵/۵۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مربوطه توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۹۲۱) بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره ۲ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره t برای متغیرهای نرخ بازده دارایی، نسبت جاری، اندازه شرکت، اهرم مالی،

نقدشوندگی سهام، دوره تصدی مدیرعامل، ارتباطات سیاسی از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، بنابراین تأثیر معناداری متغیرهای فوق بر ارزش افزوده سهامدار تأیید می‌شود. با توجه به سطح معنی‌داری به‌دست آمده از آزمون اف لیمر مقاطع مورد بررسی همگن و دارای تفاوت‌های فردی نبوده بنابراین استفاده از روش داده‌های تابلویی برای مدل پژوهش مناسب است. هم چنین با توجه به سطح معنی‌داری به‌دست آمده از آزمون هاسمن، تفاوت در ضرایب نظام‌مند نیست. بنابراین استفاده از روش اثرات ثابت بر روش تصادفی ارجح است. آماره هم خطی گزارش شده نشان از عدم وجود هم خطی در تخمین رگرسیون مدل پژوهش است. آماره ناهمسانی واریانس و سطح معناداری محاسبه شده نشان از وجود ناهمسانی واریانس است که اقدام به رفع خطای مربوطه از طریق تصحیح خطای وایت کردیم.

بحث و نتیجه گیری

یکی از مهمترین مباحث مدیریت مالی شرکت‌ها، نحوه مدیریت سرمایه در گردش و به تبع آن تولید و رشد آن است. مدیریت سرمایه در گردش و تولید عبارت است از ترکیب بهینه ارقام سرمایه در گردش، یعنی دارایی‌ها و بدهی‌های جاری، به طوری که باعث افزایش ثروت سهامداران شود. مدیریت بهینه سرمایه در گردش بسیار حیاتی است، زیرا تأثیر زیادی بر عملکرد شرکت دارد. در شرایط پرچالش اقتصاد امروز با فشارهای فزاینده محیطی و منابع خارجی محدود، دارایی‌ها و بدهی‌های جاری یعنی سرمایه در گردش شرکتها، از اهمیت زیادی برخوردار شده است و مدیریت بهینه سرمایه در گردش و تولید شرکتها می‌تواند برای آنها مزیتی رقابتی محسوب شود. به این ترتیب، مدیریت سرمایه در گردش اصولی با هدف برقراری تعادلی مناسب بین حفظ نقدینگی و حداکثرسازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، برای ادامه فعالیت یک شرکت، نیازی اساسی و حیاتی است. در عین حال می‌تواند در رشد و بقای شرکت نقش مهمی ایفا کند. چنانچه مبالغ سرمایه‌گذاری شده در سرمایه در گردش نسبت به جمع دارایی‌های موجود شرکت نامتوازن باشد، ممکن است این مبالغ در یک موقعیت کارا، استفاده نشده باشند. کارایی به خصوص در شرکت‌های تولیدی، از اهمیت خاصی برخوردار است. طبق نظریه‌های اقتصاد کلان، انباشت سرمایه فیزیکی یکی از شروط لازم برای رشد اقتصاد ملی به حساب می‌آید. به عبارتی، به کارگیری مطلوب نیروی کار در فرایند تولید تا حد زیادی به میزان سرمایه موجود بستگی دارد و انباشت سرمایه، در تعیین میزان افزایش ستانده کل و ستانده سرانه نیروی کار نقش اساسی ایفا می‌نماید. به طریق اولی، همراه با گسترش زمینه‌های افزایش تولید و بهره‌وری در اقتصاد ملی، میزان پیشرفت جامعه با میزان سرمایه‌گذاری انجام شده در آن، رابطه همسو و متناسب دارد. بسیاری از مطالعات اقتصادی تأیید میکنند که در صورت فقدان سرمایه کافی، رشد اقتصادی با مشکل جدی مواجه میشود(عبده تیریزی، ۱۳۸۳). بسیاری از کشورهای درحال توسعه نیز با مشکل اساسی کمبود سرمایه روبرو هستند. از آنجا که انباشت سرمایه یکی از مهمترین منابع رشد مداوم اقتصادی یک کشور به شمار می‌رود، از طریق بازار مالی میتوان فرایند تشکیل سرمایه را تسریع نمود. بازارهای مالی به سبب نقش اساسی در گردآوری منابع از طریق پس اندازهای کوچک و بزرگ موجود در اقتصاد ملی، بهینه‌سازی گردش منابع مالی و هدایت آنها به سوی

مصارف و نیازهای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مولد اقتصادی، مورد توجه قرار می‌گیرند. اثرات مثبت بازار اوراق بهادار بر توسعه اقتصادی از جمله افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری از طریق کاهش ریسک، قیمت‌گذاری ریسک و تسهیل ریسک نقدینگی و تجهیز و بسیج سپرده‌ها و ... آنقدر زیاد و حساس است که برخی اقتصاددانان بر این عقیده اند که تفاوت اقتصادهای توسعه یافته و توسعه نیافته، نه در تکنولوژی پیشرفته توسعه یافته‌ها بلکه در وجود بازارهای مالی یکپارچه فعال و گسترده است. بازارهایی که کشورهای توسعه نیافته از آن محرومند. هدف این پژوهش تبیین الگوی معیارهای تأثیرگذار در رشد تولید با رویکرد ارزش آفرینی سهامداران است. یافته‌های حاصل از آزمون مدل پژوهش نشان می‌دهد که نرخ بازده دارایی، نسبت جاری، اندازه شرکت، اهرم مالی، نقدشوندگی سهام، دوره تصدی مدیرعامل، ارتباطات سیاسی بر ارزش افزوده سهام دار تأثیر معناداری دارد.

فهرست منابع

- * رضازاده، جواد؛ حیدریان، جعفر (۱۳۸۹). تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت‌های ایرانی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۷، ص: ۳۳ - ۲۰.
- * فتحی، سعید؛ توکلی، سید یاسین (۱۳۸۸). بررسی ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی، بررسی‌های بازرگانی، شماره ۳۶، ص: ۱۱۶ - ۱۰۴.
- * نمازی، محمد؛ زارع، علی؛ غفاری، محمدجواد (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین تغییرات در موجودی کالا، سودآوری و ارزش، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره ۱۲، ص: ۱۸ - ۱.
- * Araç, A., & Kutalmış Özcan, S. (2014). The Causality between Financial Development and Economic Growth: The Case of Turkey. *Journal of Economic Cooperation & Development*, 35(3).
- * Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E. (2012). Reassessing the impact of finance on growth.
- * Coşkun, Y., & Ümit, A. Ö. (2016). Cointegration analysis between stock exchange and TL/FX saving deposits, gold, housing markets in Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 7(1), 47-69.
- * Darrat, A. F. (1999). Are financial deepening and economic growth causally related? Another look at the evidence. *International Economic Journal*, 13(3), 19-35.
- * Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (Eds.). (2001). *Financial structure and economic growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development*. MIT press.
- * Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2013). The evolving importance of banks and securities markets. *The World Bank Economic Review*, 27(3), 476-490.
- * Fink, G., Haiss, P. R., & Hristoforova, S. (2003). Bond markets and economic growth.
- * Francis, B. B., & Ofori, E. (2015). Political regimes and stock market development. *Eurasian Economic Review*, 5, 111-137.
- * Kaplan, M. (2008). The impact of stock market on real economic activity: evidence from Turkey. *Journal of Applied Sciences*, 8(2), 374-378.
- * Lin, J. Y., Sun, X., & Jiang, Y. (2009). Toward a theory of optimal financial structure. *World Bank Policy Research Working Paper*, (5038).
- * Levine, R. (1991). Stock markets, growth, and tax policy. *The journal of Finance*, 46(4), 1445-1465.
- * The Role of Mature Market Mutual Funds in Emerging Markets: Myth or Mayhem?

- * Soytaş, U., & Küçükkaya, E. (2011). Economic growth and financial development in Turkey: new evidence. *Applied Economics Letters*, 18(6), 595-600.
- * Yu, J. S., Hassan, M. K., & Sanchez, B. (2012). A re-examination of financial development, stock markets development and economic growth. *Applied Economics*, 44(27), 3479-3489.
- * Zandberg, E., & Spierdijk, L. (2013). Funding of pensions and economic growth: are they really related?. *Journal of Pension Economics & Finance*, 12(2), 151-167.

Clarifying the model of influential criteria in production growth with the approach of shareholders' value creation

Seyed Mohialddin Seraj

Ph.D Student ,Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran.
mohiseraj@gmail.com

Fazel Mohammadi Nodeh

Assistant Professor ,Department of Management, Faculty of Humanities, Lahijan Branch, Islamic Azad University, Lahijan, Iran.
mnfazel2@gmail.com

Sina Kheradiar

Assistant Professor ,Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran.
sinakheradyar@gmail.com

Abstract

The purpose of this research is to explain the pattern of effective criteria in the growth of production with an emphasis on creating value for shareholders in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. In line with the purpose of the research, research information was collected from the financial statements of listed companies in the period of 2019-2019. Multivariate regression method with panel data was used for statistical analysis. The findings of the research model test

It shows that asset return rate, current ratio, company size, financial leverage, stock liquidity, CEO's tenure, political connections have a significant effect on the added value of shareholders.

Keywords: shareholder value creation, financial leverage, production growth.