

## بررسی ارتباط رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی شرکت

غلامرضا کردستانی

دانشیار گروه حسابداری دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران (نویسنده مسئول)  
g.kordestani@yahoo.com

نیکو خوانساری

دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران  
nikoo.khansari@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۴/۸/۱۲ تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۱/۲۵

### چکیده

هدف این تحقیق بررسی رابطه بین رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی شرکت‌هاست. به منظور فراهم کردن شواهدی تجربی پیرامون این موضوع، اطلاعات مالی ۸۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور شرکت‌ها از نظر شش معیار اصلی سنجش عملکرد در مدیریت مبتنی بر ارزش رتبه بندی شدند. در این رتبه بندی سه دسته معیار مبتنی بر ارزش افزوده، تنزیل وجه نقد و هزینه سرمایه و بازده در نظر گرفته شده است. سپس ارتباط بین رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش و رتبه عملکرد مالی شرکت‌ها سنجیده شد. نتایج تحقیق حاکی از ارتباط قوی بین رتبه معیارهای سنجش عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی شرکت‌ها است. از میان سه دسته معیار مبتنی بر تنزیل جریان نقد، ارزش افزوده و هزینه سرمایه، معیارهای مبتنی بر ارزش افزوده بیشترین ارتباط را با عملکرد شرکت‌ها دارند.

واژه‌های کلیدی: ارزش آفرینی، مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی.

## ۱- مقدمه

محور قرار گرفتن مفهوم "ارزش و ارزش آفرینی" به بنگاه-های اقتصادی کمک خواهد کرد تا در شرایط جدید اقتصادی بتوانند استراتژی‌های مناسب را برای حفظ مزیت رقابتی و توسعه پایدار اتخاذ کنند. مفهوم ارزش آفرینی در قالب "مدیریت مبتنی بر ارزش"<sup>۱</sup> اولین بار توسط ریمن (۱۹۸۹) مطرح گردید. از نظر کاپلان (۱۹۹۴) مدیریت مبتنی بر ارزش بر تصمیم‌گیری بهتر در تمام سطوح شرکت تأکید دارد و با ایجاد انگیزه در مدیران آن‌ها را به سمت افزایش ارزش شرکت سوق می‌دهد (رهنمای رودپشتی و افتخاری علی آبادی، ۱۳۸۹ و استنسیس، تدر اوک و کاپیک، ۲۰۱۲).

در این رویکرد اهداف شرکت با عامل‌های ایجاد ارزش پیوند خورده و در نهایت با سنجش عملکرد سازمان، میزان دستیابی به اهداف تعیین می‌گردد (سیل، ۲۰۱۰). به همین دلیل یکی از مهم‌ترین بخش‌های مدیریت مبتنی بر ارزش معیارهای سنجش عملکرد است. معیار انتخاب شده باید عملکرد شرکت را تحت تاثیر قرار داده و مدیریت را در پیشبرد اهداف با توجه به تغییرات محیطی یاری دهد (سکونا سینقا، ۲۰۰۳؛ ملنیک و همکاران، ۲۰۱۴). معیارهای سنجش عملکرد در این رویکرد بر دو مفهوم اساسی تنزیل جریان‌های نقدی و هزینه سرمایه استوار است.

مدیریت مبتنی بر ارزش یکی از مبانی تئوری حسابداری مدیریت است که به دلیل کارایی بالا، جای خود را در بین مدیران پیدا کرده و به صورت عملیاتی در شرکت‌ها اجرا شده است. نتایج تحقیقاتی همچون سکنا سینقا (۲۰۰۶)، سیل (۲۰۱۰)، استنسیس، تدر اوک و کاپیک (۲۰۱۲) نشان می‌دهد که سیستم ارزیابی عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شده است. با توجه به اهمیت حرکت به سمت معیارهای نوین برای بقای شرکت‌ها، این تحقیق، پاسخ به این پرسش را جستجو می‌کند که آیا ابزارهای مدیریت مبتنی بر ارزش با عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه دارند؟ آیا شرکت‌هایی که در سطح بالاتری از مدیریت مبتنی بر ارزش هستند، عملکرد بهتری تجربه می‌کنند؟ به این منظور ابتدا شرکت‌ها بر اساس معیارهای سنجش عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش رتبه‌بندی شده‌اند و سپس ارتباط آن با عملکرد مالی شرکت‌ها سنجیده شد. در ادامه مبانی نظری، پیشینه تحقیق، فرضیه‌ها و یافته‌ها ارائه شده است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

## مدیریت مبتنی بر ارزش

مدیریت مبتنی بر ارزش یک سیستم کنترل مدیریتی است که ایجاد ارزش در بنگاه را هدف قرار داده و مورد سنجش و اندازه‌گیری قرار می‌دهد (کلر، ۱۹۹۴). این روش مدیریتی با تشویق، پشتیبانی و تغییراتی که در سنجش عملکرد شرکت ایجاد می‌کند، به مدیران در اخذ تصمیمات اقتصادی کمک کرده تا هدف نهایی ارزش آفرینی تحقق یابد. در واقع با به-کارگیری ابزارهای تجزیه و تحلیل و در نظر گرفتن هزینه سرمایه تصمیمات مدیران به سمت ارزش آفرینی هدایت می-شود (ماتندی مزارا، ۲۰۱۳ و استنسیس، تدر اوک و کاپیک، ۲۰۱۲). مدیریت مبتنی بر ارزش به جای تمرکز بر روش‌ها بر چرایی و چگونگی تغییر فرهنگ سازمانی تأکید دارد. از این منظر تنها برنامه‌ریزی بر اساس مفاهیم مهمی مثل هزینه سرمایه و تنزیل جریان نقد آتی کافی نیست. این برنامه‌ها باید به صورت عملیاتی تعریف شوند و تمام سطوح مدیریت و کارکنان شرکت در پیاده سازی آن همسو و هم جهت، شرکت نمایند (کلر، ۱۹۹۴).

قبل از به‌کارگیری مدیریت مبتنی بر ارزش مدیران شرکت باید از موارد زیر آگاه باشند:

- ۱) هدف نهایی شرکت افزایش ارزش است.
  - ۲) باید بین اهداف دیگر مثل رضایت کارکنان، محیط زیست و افزایش ارزش هماهنگی لازم ایجاد شده و تصمیمات بهینه گرفته شود.
  - ۳) متغیر اصلی عملکرد که عامل اساسی ارزش آفرینی است (افزایش درآمد یا افزایش حاشیه فروش) را مورد توجه قرار دهد.
  - ۴) اطمینان از این‌که استراتژی‌های شرکت منابع موجود و نظارت مدیریت را بر گزینه‌های صحیح متمرکز کرده است (کلر، ۱۹۹۴).
- گرچه این رویکرد از شرکتی به شرکت دیگر با توجه به ویژگی‌های شرکت متفاوت است، اما مفاهیم اصلی آن مشترک است. ایتر و لارکر (۲۰۰۱) مراحل مدیریت مبتنی بر ارزش را مطابق شکل (۱)، در شش مرحله زیر طبقه‌بندی کرده است:

- اول: تاکید اکثر معیارهای سنتی بر اقلام تاریخی و سود حسابداری است.
- دوم: بسیاری از این معیارهای سنتی بر جنبه‌های مالی تاکید دارند درحالی که مدیران به معیارهای مالی و غیر مالی نیاز دارند تا بتوانند بازخورد دقیق-تری از عملکرد سازمان داشته باشند.
- سوم: در سیستم سنتی توان مقایسه عملکرد با استراتژی‌های شرکت وجود ندارد (سکناسینقا، ۲۰۰۶).

هدف اصلی در مدیریت مبتنی بر ارزش بالا بردن ارزش سهام‌داران است. برای رسیدن به این مهم مدیران باید بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه شرکت کسب کنند. در محاسبه هزینه سرمایه علاوه به در نظر گرفتن هزینه سرمایه سهام عادی، ریسک سایر سرمایه‌گذاری‌های شرکت نیز در نظر گرفته می‌شود. به همین دلیل محاسبه‌ی صحیح هزینه سرمایه مهم‌ترین و در عین حال سخت‌ترین مفهوم در مدیریت مبتنی بر ارزش است (کرل، ۲۰۰۷).

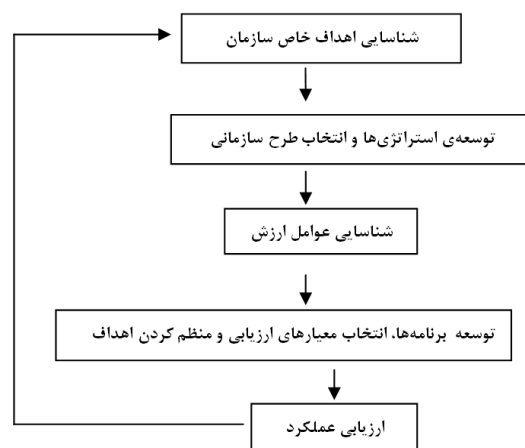
در مدیریت مبتنی بر ارزش باید جنبه‌های مختلف هر سرمایه‌گذاری در دوره‌های مختلف در نظر گرفته شود. بنابراین در این رویکرد افق بلند مدت مد نظر است. از طرف دیگر باید عوامل ارزش برای رسیدن به بازدهی بیش‌تر مشخص شود و در تصمیمات مدیریت در الویت قرار گیرد (کرل، ۲۰۰۷). در مدیریت مبتنی بر ارزش معیارهای ارزیابی عملکرد متفاوتی به-کارگرفته می‌شود که در ادامه تشریح شده است.

#### مدیریت مبتنی بر ارزش - معیارهای مبتنی بر تنزیل جریان نقد

این معیارهای به پیش‌بینی ارزش شرکت و عملکرد آتی آن کمک می‌کند. از جمله این معیارها می‌توان تنزیل وجه نقد عملیاتی و جریان نقد آزاد را نام برد.

**جریان نقد آزاد و ارزش شرکت:** جریان نقد آزاد نشان دهنده وجه نقدی است که پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری دارایی‌ها یا توسعه شرکت باقی‌می‌ماند و قابل توزیع بین سرمایه‌گذاران است. می‌توان ارزش شرکت را با تنزیل جریان‌های نقدی آتی بر مبنای نرخ هزینه سرمایه تعیین کرد (سکناسینقا، ۲۰۰۶).

**بازده نقدی سرمایه به‌کارگرفته شده:** این شاخص یک شاخص مبتنی بر وجه نقد است، به این معنی که سود حسابداری را به جریان نقدی تبدیل می‌کند (سکناسینقا، ۲۰۰۶).



شکل ۱. چارچوب حسابداری مدیریت مبتنی بر ارزش (ایتنر و لارکر، ۲۰۰۱)

- ۱) انتخاب اهداف شرکت که منجر به افزایش ارزش می‌شود.
- ۲) انتخاب استراتژی‌ها و طرح‌های سازمانی در جهت دستیابی به اهداف انتخاب شده.
- ۳) شناسایی متغیرهای عملیاتی یا "عوامل ارزش" که با توجه به استراتژی‌ها و طرح‌های سازمانی موجب ارزش آفرینی می‌شود.
- ۴) توسعه‌ی برنامه‌های عملیاتی، انتخاب معیار ارزیابی عملکرد و منظم کردن اهداف بر اساس شناسایی و تجزیه تحلیل عوامل ارزش.
- ۵) ارزیابی میزان موفقیت طرح‌های در حال اجرا.
- ۶) ارزیابی اهداف درون سازمانی، استراتژی‌ها، نقشه‌ها و سیستم‌های کنترلی سازمان در پرتو نتایج فعلی و اصلاح آن در صورت نیاز (ایتنر و لارکر، ۲۰۰۱ و سیل، ۲۰۱۰).

چارچوب مدیریت مبتنی بر ارزش علاوه بر ارائه مجدد اهداف، طرح‌های سازمانی و کنترل آن، به شناسایی عوامل مالی و غیر مالی ایجاد ارزش شرکت و ارزیابی عملکرد می‌پردازد. یکی از مهم‌ترین بخش‌های مدیریت مبتنی بر ارزش، سیستم ارزیابی عملکرد است.

#### سیستم ارزیابی عملکرد در مدیریت مبتنی بر ارزش

قبل از بررسی سیستم ارزیابی عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش، لازم است تفاوت‌های سیستم نوین و سنتی ارزیابی عملکرد که علت اصلی حرکت به سمت سیستم‌های نوین را توجیه می‌کند، بیان شود. منشاء این تفاوت‌ها سه موضوع مهم است.

**مدیریت مبتنی بر ارزش - معیارهای ارزش افزوده**

دو معیار مهم مبتنی بر ارزش افزوده، ارزش افزوده سهام-داران و ارزش افزوده اقتصادی است. به طور کلی هدف معیارهای مبتنی بر ارزش افزوده، اندازه‌گیری دقیق ارزش اضافه شده به سرمایه‌گذاری انجام شده براساس مفهوم ارزش اقتصادی است (سکناسینقا، ۲۰۰۶ و چندراشیل، ۲۰۰۹).

**ارزش افزوده سهام‌داران:** آلفرد راپاپورت (۱۹۹۸) رویکرد ارزش افزوده سهامداران را به عنوان یکی از سنج‌های ارزش سهام‌دار معرفی کرده است. این معیار از جمله معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر ارزش محسوب می‌شود که بازده سهام‌دار را در مقایسه با هزینه سرمایه نشان می‌دهد (کاوایانی، صمدی لرگانی، ایمنی و صمدی لرگانی، ۱۳۹۱). در ارزش افزوده سهام‌داران سه عامل ارزش وجود دارد که باید به آن‌ها توجه شود.

اول، تصمیمات عملیاتی. مثل قیمت‌گذاری، بازاریابی، خدمات پس از فروش، رشد فروش. دوم، تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها. مثل افزایش سطح موجودی کالا یا افزایش دارایی‌های ثابت.

سوم، تصمیمات مالی که هزینه سرمایه را در برمی‌گیرد. مانند ایجاد توازن بین بدهی و حقوق صاحبان سهام. ارزش افزوده سهام‌داران تنها یک مفهوم مالی نیست، این مفهوم هنگامی مفید واقع می‌شود که با استراتژی و برنامه‌ریزی همراه باشد (سکناسینقا، ۲۰۰۶).

**ارزش افزوده اقتصادی:** ارزش افزوده اقتصادی بر پایه "سود باقی مانده" و سود اقتصادی است و به اندازه‌گیری کل ارزش ایجاد شده شرکت می‌پردازد. این معیار با اندازه‌گیری سود پس از کسر بازده مورد انتظار سهام‌داران، سوددهی اقتصادی را بیان می‌کند (فدائی‌نژاد و محمودزاده، ۱۳۹۰ و چندراشیل، ۲۰۰۹).

**مدیریت مبتنی بر ارزش-معیارهای هزینه سرمایه و بازده سرمایه عملیاتی به‌کارگرفته شده**

این دسته از معیارها به اندازه‌گیری هزینه سرمایه و بازده سرمایه‌گذاری در پروژه‌های شرکت می‌پردازد. از این دسته می‌توان بازده سرمایه عملیاتی به‌کارگرفته شده و میانگین موزون هزینه سرمایه را نام برد.

**بازده سرمایه عملیاتی به‌کارگرفته شده:** این نرخ نشان دهنده‌ی بازده ایجاد شده از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های عملیاتی شرکت است (سکناسینقا، ۲۰۰۶). دو سوال مهم نسبت به عملیات واحد تجاری وجود دارد که همواره مدیران و سهام‌داران به دنبال پاسخ آن هستند:

۱) بازده سرمایه‌گذاری‌های انجام شده چقدر است؟

۲) بازده مازاد آینده چقدر خواهد بود؟ (دموداران، ۲۰۰۷).

**میانگین موزون هزینه سرمایه:** هزینه سرمایه رابه عنوان کمینه نرخ بازدهی تعریف می‌کنند که با کسب آن ارزش واحد اقتصادی ثابت می‌ماند (کردستانی و حدادی، ۱۳۸۸). علیرغم این واقعیت که هزینه سرمایه سهام عادی در تصمیم‌گیری‌های مدیریت نقش کلیدی بازی می‌کند، شیوه کاملاً مطلوب و پذیرفته شده‌ای برای برآورد هزینه سرمایه، به ویژه هزینه سرمایه سهام عادی وجود ندارد. در یکی از مهم‌ترین مطالعات انجام شده، فاما و فرنچ به این نتیجه رسیدند که ریسک سیستماتیک (بتا) به تنهایی قدرت تبیین بازده سهام را ندارد و از بین متغیرهای مورد بررسی، دو متغیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار (رشدی و غیر رشدی بودن) قدرت بیشتری برای تبیین بازده سهام دارند. (کردستانی و علوی، ۱۳۹۰).

در پیشینه نظری تحقیق رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش و شش معیار مهم ارزیابی عملکرد آن مورد مطالعه قرار گرفت. در ادامه پیشینه تجربی تحقیق بررسی شده است. پژوهش‌های انجام شده در زمینه مدیریت مبتنی بر ارزش را می‌توان در دو دسته زیر تقسیم کرد.

۱) دسته اول پژوهش‌هایی که سیستم‌های مالی و وسعت کاربرد مدیریت مبتنی بر ارزش در عمل را بررسی کرده‌اند.

۲) دسته دوم پژوهش‌هایی که تاثیر به‌کارگیری این رویکرد بر بهبود عملکرد را بررسی نموده‌اند.

تحقیقات انجام شده در زمینه حسابداری مدیریت در هر کشوری همسو با به‌کارگیری آن روش در بین مدیران شرکت‌ها است. تحقیقی که در زمینه سطح حسابداری مدیریت در ایران توسط حساس یگانه، دیانتی دیلمی و نوروزیگی (۱۳۹۰) انجام شد، حکایت از آن دارد که ۱۵/۳ درصد از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران در سطح چهارم حسابداری مدیریت (به‌کارگیری مدیریت مبتنی بر ارزش) قرار گرفته‌اند. این درصد پایین نشان می‌دهد پژوهش‌های انجام شده در این زمینه وسعت زیادی ندارد.

**مطالعات مربوط به سیستم‌های مالی و وسعت کاربرد مدیریت مبتنی بر ارزش در عمل**

تعدادی از تحقیقات در دسته اول به بررسی ارتباط بین ساختار سازمان و سنج‌های عملکرد پرداخته‌اند. به نظر آمیلز

## مطالعات مربوط به تاثیر به کارگیری مدیریت مبتنی بر ارزش بر بهبود عملکرد

این تحقیقات به طور خلاصه به این نتیجه رسیده‌اند که رابطه منظم و سیستماتیکی بین انتخاب سنج‌ها و عملکرد وجود دارد. در اوایل دهه ۱۹۹۰ شرکت‌های موفق مثل "ای تی اند تی"<sup>۲</sup> و "منسانتا"<sup>۳</sup> از ارزش افزوده اقتصادی به جای معیارهای رایج مثل سود خالص و سود عملیاتی برای ارزیابی عملکرد مالی خود استفاده کردند (یانگ و ابیرن، ۲۰۰۵).

به طور کلی سازمان‌هایی که استراتژی‌های سطح بالایی مثل تولید به هنگام، مدیریت کیفیت جامع و یا تولید انعطاف پذیر را به کار می‌گیرند، از سنج‌های مالی نوین برای اهدافی مثل نرخ ضایعات، ارائه خدمات به موقع، بهره برداری از ماشین آلات و همچنین سنج‌های غیر مالی برای سیستم پاداش خود استفاده می‌کنند (ایتنر و لارکر، ۲۰۰۱).

سکناسینقا (۲۰۰۶) به بررسی به کارگیری مدیریت مبتنی بر ارزش در شرکت‌های تایلندی و تاثیر آن بر عملکرد این شرکت‌ها پرداخت. او بیان کرد که بین عملکرد و به کارگیری سنج‌های مدیریت مبتنی بر ارزش مثل ارزش افزوده سهام-داران، ارزش افزوده اقتصادی، میانگین موزون هزینه سرمایه، بازده سرمایه عملیاتی به کار گرفته شده و معیارهای مبتنی بر تنزیل جریان نقد ارتباط معناداری وجود دارد.

استنسیس، تدراوک و کاپیک (۲۰۱۲) به این نکته اشاره کردند که تاکید بیش از حد بر معیارهای ارزیابی عملکرد که در ذیل مدیریت مبتنی بر ارزش آمده، باعث بروز مشکلاتی شده است که در نهایت باعث بهبود عملکرد نمی‌شود. در کنار به-کارگیری مدیریت مبتنی بر ارزش ارتقاء حاکمیت شرکتی و سیستم جامع مدیریتی نیز ضروری است.

شواهد ارائه شده توسط ماتندی مزارا (۲۰۱۲) نشان می-دهد که به کارگیری مدیریت مبتنی بر ارزش در صنعت هتلداری نیز باعث بهبود عملکرد آن‌ها شده است.

پویان‌فر، رضایی و صفابخش (۱۳۸۹) به مقایسه و بررسی تأثیر معیارهای حسابداری و اقتصادی در ارزیابی عملکرد شرکت‌های صنایع سیمان و پتروشیمی پرداخته شده است. نتایج بیانگر برتری معیارهای اقتصادی در مقایسه با معیارهای حسابداری و عدم کفایت معیارهای حسابداری در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها است.

انواری رستمی، خادمی زارع، علی حیدری بیوکی و نشاط، (۱۳۹۰) به کارگیری هزینه‌یابی بر مبنای فعالیت را در بانک توسعه صادرات ایران مورد سنجش قرار دادند. نتایج نشان می-دهد که به کارگیری این روش باعث بهبود عملکرد شده است.

و گریت (۲۰۰۲) فاکتور بسیار مهم در اجرای موفق "مدیریت مبتنی بر ارزش" حمایت آن توسط مدیران ارشد، درک کامل آن توسط کارکنان و در نهایت داشتن یک سیستم یکپارچه برای پیاده‌سازی رسمی آن است. بر اساس اکثر تئوری‌های حسابداری مدیریت، در نظر داشتن استراتژی در پیش گرفته شده توسط سازمان، یکی از سنج‌های مهم عملکرد و سیستم کنترلی است (ایتنر، لارکر و رندال، ۲۰۰۳).

بلو (۲۰۰۵)، بر این مسأله تاکید کرده است که معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش باید مبنای مدیریت اقتصادی استراتژی‌ها و سیستم‌های کنترلی مالی قرار گیرد. رایان و تراهن (۲۰۰۷) اظهار می‌دارند که مدیریت مبتنی بر ارزش علاوه بر اثر گذاری بر استراتژی‌ها و سیستم‌های کنترلی بر نحوه‌ی افشای اطلاعات مالی نیز اثر گذار است.

سیل (۲۰۱۰) با تمرکز بر سه مفهوم نرخ بازده سرمایه، مدیریت مبتنی بر ارزش و حسابداری مدیریت استراتژیک به بررسی این روش‌های مدیریتی در عمل پرداخت. نتایج نشان می‌دهد، در حالی که نرخ بازده سرمایه و مدیریت مبتنی بر ارزش، در سطوح مختلف، به بخشی از سیستم ارزیابی عملکرد شرکت‌ها تبدیل شده‌اند، حسابداری مدیریت استراتژیک همچنان در قالب متون دانشگاهی باقی مانده است.

انتخاب و کاربرد روش‌های مدیریتی و کنترلی برای سهام-داران و بازار سرمایه نیز حائز اهمیت است. رپ، اسکلنگ، اسکمیدت و والف (۲۰۱۱) استفاده از ابزارهای مدیریت مبتنی بر ارزش را برای سهام‌داران با اهمیت می‌دانند، زیرا مدیریت به کارگیری این رویکرد به آنها اطمینان می‌دهد که به ارزش آفرینی برای سهام‌داران و دقت اندازه‌گیری آن، توجه ویژه دارد. بارکرت و لوگ (۲۰۱۳) به بررسی نقش متفاوت مدیران ارشد در پیشرفت مدیریت مبتنی بر ارزش پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که نقش مدیران اجرایی در به-کارگیری بیشتر مدیریت مبتنی بر ارزش نسبت به نقش هیئت مدیره بیشتر است. از طرف دیگر داشتن تحصیلات مرتبط با کسب و کار توسط مدیران در به کارگیری بیشتر این رویکرد موثر است.

خادمی‌پور و طالبی (۱۳۸۹) به بررسی میزان استفاده از ابزارهای حسابداری مدیریت و اثر بخشی هر کدام از آن‌ها پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد مطالعه بیشتر از ابزارهای بودجه‌بندی، تجزیه و تحلیل انحرافات و نقطه سر به سر استفاده می‌کنند؛ و روش‌های هزینه‌یابی بر مبنای هدف، هزینه‌یابی بر مبنای فعالیت و کارت ارزیابی متوازن کاربرد چندانی ندارد.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از منظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت، توصیفی است و از لحاظ روش نیز از نوع تجزیه و تحلیل همبستگی - رگرسیونی است. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیونی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ است. تعداد ۸۶ شرکت و ۸۶۰ مشاهده که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم می‌شود و زیان‌ده نبوده برای انجام آزمون فرضیه‌های تحقیق انتخاب شدند.

قبل از بررسی فرضیه‌ها از بین پنج معیار ارزیابی عملکرد (رشد فروش، حاشیه سود، گردش کل دارایی‌ها، بازده دارایی‌ها و نسبت بدهی) با استفاده از تحلیل مولفه‌های اصلی، دو معیار که دارای بیشترین مقادیر ویژه هستند به عنوان فاکتورهای اصلی برای ارزیابی عملکرد انتخاب شد. برای رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی در ابتدا معیارهای عملکرد و ابزارهای مدیریت مبتنی بر ارزش محاسبه شد، سپس شرکت‌ها برای هر سال، بر اساس نتایج حاصل مرتب شدند و در نهایت رتبه‌ی شرکت بر تعداد کل شرکت‌ها تقسیم شد. بدین ترتیب برای هر شرکت در هر سال، بر اساس هر یک از معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی یک رتبه بین ۰ تا ۱ مشخص گردید. بعد از رتبه‌بندی شرکت‌ها بر اساس شش معیار مدیریت مبتنی بر ارزش و دو معیار عملکرد مالی، فرضیه‌ها آزمون شد.

### ۴- متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها، متغیرهای مستقل و وابسته به شرح زیر محاسبه شده‌اند.

#### • اندازه‌گیری معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش

- ارزش افزوده سهام‌داران (SVA): ارزش افزوده سهام‌داران یکی از ابزارهای اولیه است که بر اساس تعریف راپاپورت (۱۹۹۸) از این مفهوم، می‌توان ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران را بر مبنای رابطه (۱) اندازه‌گیری کرد.

رابطه (۱):

$$SVA_t = NOPAT_t - (K_e * Equity_{t-1})$$

NOPAT = سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات قبل از هزینه تامین مالی.

$K_e$  = نرخ هزینه سرمایه که بر اساس مدل فاما و فرنچ محاسبه می‌شود.

Equity = مجموع ارزش دفتری سرمایه به کار گرفته شده.

- ارزش افزوده اقتصادی (EVA): ارزش افزوده اقتصادی، برآوردی از میزان سود اقتصادی یک شرکت است که به صورت رابطه (۲) بیان می‌شود (چندراشیل، ۲۰۰۹).

رابطه (۲):

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t * Capital_{t-1})$$

$Capital_{t-1}$  = جمع حقوق صاحبان سهام به علاوه بدهی‌های بهره‌دار.

$WACC_t$  = میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه.

- بازده نقدی سرمایه‌گذاری (CFROI): یک شاخص مبتنی بر وجه نقد است، که بر مبنای رابطه (۳) محاسبه شده است (سکناسینقا، ۲۰۰۶).

رابطه (۳):

$$CFROI = \frac{CFO(1+g)}{K_e - g}$$

$$g_t = \left(1 - \frac{\bar{D}}{\bar{E}}\right) * \bar{ROE}$$

CFO = وجه نقد عملیاتی

$g$  = نرخ رشد است که به روش بنیادی محاسبه شده است.

$K_e$  = نرخ هزینه سرمایه که بر اساس مدل فاما و فرنچ محاسبه شده است.

$\bar{ROE}$  = میانگین سه ساله‌ی بازده سهام‌داران عادی.

$D/E$  = میانگین سه ساله‌ی نسبت سود نقدی توزیع شده.

- جریان نقد آزاد (FCF) و ارزش شرکت (CV): در این تحقیق، جریان نقد آزاد بر اساس رابطه (۴) محاسبه شده است (لن و پلسن، ۱۹۹۸).

رابطه (۴):

$$FCF_{it} = INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - CSDIV_{it}$$

$FCF_{it}$  = جریان نقد آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$

$INC_{it}$  = سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت  $i$  در سال  $t$

$TAX_{it}$  = کل مالیات پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$

$INTEP_{it}$  = هزینه بهره پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$

$K_{e,t} =$  هزینه سرمایه سهام عادی (بازده مورد انتظار سهام) شرکت  $i$  در سال  $t$

$R_{f,t} =$  نرخ بازده بدون ریسک که برابر است با نرخ سپرده کوتاه مدت دولتی در سال  $t$ .

$R_f - R_m =$  صرف ریسک بازار در سال  $t$  که از میانگین ماهانه این متغیر به دست می‌آید.

$SMB_t =$  صرف ریسک اندازه در سال  $t$

$HML_t =$  صرف ریسک ارزشی بودن در سال  $t$ .

$SMB =$  از تفاوت میانگین ساده بازده سه پرتفوی کوچک  $S/M$

$(S/H, S/L)$  و میانگین ساده بازده سه پرتفوی بزرگ  $(B/H, B/L)$

بنابراین  $B/M, B/L$  به صورت ماهانه محاسبه شده است.

$SMB$  عامل بازده سهام پرتفویهای کوچک و بزرگی که از نظر

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تقریباً دارای وزن یکسانی

هستند به دست می‌آید، پس عمدتاً از تاثیر این نسبت مستقل

است.

$HML =$  از تفاوت میانگین ساده بازده دو پرتفوی دارای بیشترین

ارزش دفتری به ارزش بازار  $(B/H, S/H)$  و میانگین ساده دو

پرتفوی دارای کمترین میزان این نسبت  $(SL, B/L)$ ، به صورت

ماهانه محاسبه می‌شود. هر دو جزء در محاسبه این متغیر

تقریباً از اندازه یکسانی برخوردار هستند پس دو پرتفوی

تشکیل شده از عامل اندازه مستقل است.

#### • اندازه‌گیری عملکرد مالی

عملکرد شرکت بر اساس پنج شاخص زیر اندازه‌گیری شده

است (سکناسینقا، ۲۰۰۶ و افشار و زمانی عموقین، ۱۳۹۳)

- نرخ رشد فروش: نرخ رشد فروش، عبارتست از درصد

تغییرات سال به سال کل فروش، که به صورت زیر

محاسبه می‌شود

$$\text{نرخ رشد فروش} = \frac{\text{فروش شرکت در سال } t - \text{فروش شرکت در سال } t-1}{\text{فروش شرکت در سال } t-1}$$

- نرخ بازده دارایی‌ها: از تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها محاسبه شده است.

- حاشیه سود خالص: از تقسیم سود خالص بر فروش محاسبه می‌شود.

- نسبت بدهی: از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

- گردش جمع دارایی‌ها: این نسبت از تقسیم فروش خالص بر جمع دارایی‌ها بدست می‌آید.

$CSDIV_{i,t} =$  سود پرداختی به سهام‌داران عادی شرکت  $i$  در سال  $t$

ارزش شرکت بر اساس رابطه (۵) محاسبه شده است (سکنا سینقا، ۲۰۰۶).

رابطه (۵):

$$CV = \frac{FCF(1+g)}{K_e - g}$$

$CV =$  ارزش شرکت بر اساس تنزیل جریان نقد آزاد.

$FCF =$  جریان نقد آزاد.

- نرخ بازده سرمایه عملیاتی (ROIC): این نرخ نشان

دهنده‌ی بازده ایجاد شده از سرمایه‌گذاری

عملیاتی است و از رابطه (۶) محاسبه شده است

(دمداران، ۲۰۰۷).

رابطه (۶):

$$ROIC = EBIT * (1 - tax) / (PPE - Non Cash WC)$$

$EBIT =$  سود عملیاتی

$PPE =$  دارایی ثابت

$Non Cash WC =$  سرمایه‌دگرگرددش غیر نقدی

- میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC): میانگین

موزون هزینه سرمایه از رابطه (۷) بدست آمده

است (سکنا سینقا، ۲۰۰۶).

رابطه (۷):

$$WACC = W_D K_D + W_e K_e$$

$W_D =$  وزن بدهی در ساختار سرمایه

$W_e =$  وزن حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه

$K_D =$  نرخ هزینه بدهی که به شرح زیر محاسبه شده است:

$$K_D = K_d(1 - T)$$

$K_d =$  نرخ بهره موث

$T =$  نرخ مالیات موثر

#### • هزینه سرمایه سهام عادی

از آن‌جا که در سنجش عملکرد بر اساس معیارهای مدیریت

مبتنی بر ارزش هزینه سرمایه بسیار مهم است، برای محاسبه

آن از روش فاما و فرنچ به شرح زیر استفاده شده است

(کردستانی و علوی، ۱۳۹۰).

$$K_{e,t} = R_{f,t} + \beta_1 (R_m - R_f)_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t$$

که در آن:

### ۵- فرضیه های پژوهش

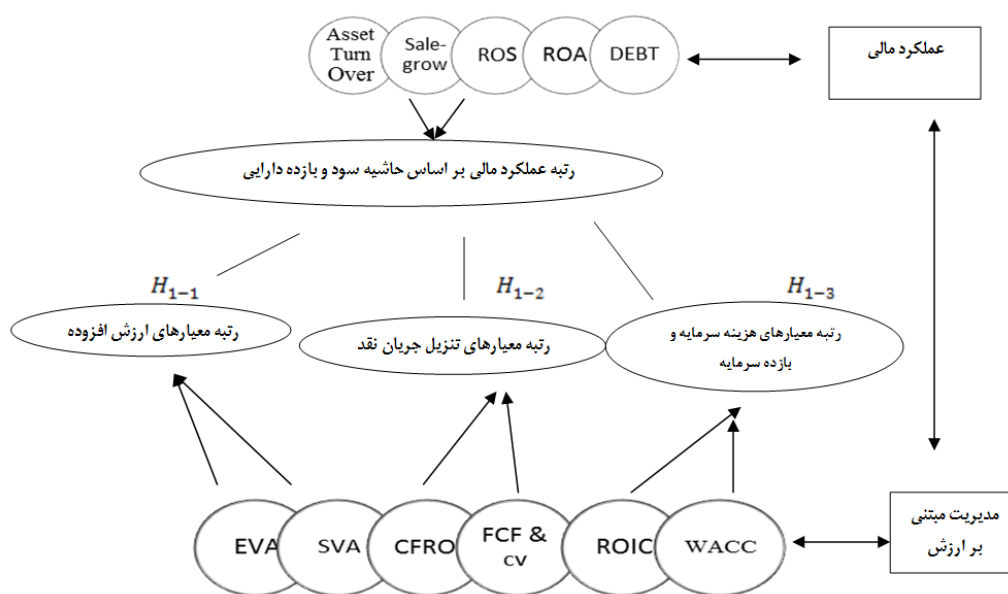
با توجه به پیشینه تحقیق این پژوهش در صدد است به بررسی ارتباط سطح مدیریت مبتنی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران با عملکرد پیردازد که در مدل مفهومی شکل (۲) ارائه شده است. به همین منظور فرضیه‌های زیر تدوین شده است.

**فرضیه اصلی:** شرکت‌هایی که رتبه "مدیریت مبتنی بر ارزش" بالاتری دارند، عملکرد مالی بهتری را تجربه می‌کنند.

**فرضیه فرعی ۱:** شرکت‌هایی که از نظر "معیارهای مبتنی بر ارزش افزوده" رتبه بالاتری دارند، عملکرد مالی بهتری را تجربه می‌کنند.

**فرضیه فرعی ۲:** شرکت‌هایی که از نظر "معیارهای مبتنی بر تنزیل وجه نقد" رتبه بالاتری دارند، عملکرد مالی بهتری را تجربه می‌کنند.

**فرضیه فرعی ۳:** شرکت‌هایی که از نظر "معیارهای مبتنی بر هزینه سرمایه و بازده سرمایه عملیاتی" رتبه بالاتری دارند، عملکرد مالی بهتری را تجربه می‌کنند.



شکل (۲): مدل مفهومی تحقیق

### ۶- یافته‌های پژوهش

برای بررسی تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته، بر اساس هر یک از فرضیه‌های فرعی مدل‌های (۱) تا (۳) برآورد شده است:

الگوی ۱:

$$Performrate_t = \beta_0 + \beta_1 Vaddedrate_t + \varepsilon_{it}$$

الگوی ۲:

$$Performrate_t = \beta_0 + \beta_2 CFrate_t + \varepsilon_{it}$$

الگوی ۳:

$$Performrate_t = \beta_0 + \beta_3 Rerate_t + \varepsilon_{it}$$

تعریف نماد متغیرهای الگوی تحقیق به شرح زیر است:

Value-Added - Score: رتبه شرکت از نظر معیارهای مبتنی بر ارزش افزوده.

CF - Score: رتبه شرکت از نظر معیارهای مبتنی بر تنزیل جریان نقد.

COC - Score: رتبه شرکت از نظر معیارهای مبتنی بر بازده سرمایه عملیاتی و هزینه سرمایه.

Perform - Score: رتبه شرکت از نظر عملکرد مالی.



### آمار توصیفی

در جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق ارائه شده است. بررسی نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان می‌دهد که برای اکثر داده‌ها میانگین و میانه نزدیک هستند که نشانه‌ی توزیع خوب متغیرها است. قبل از ارائه آزمون فرضیه‌ها ذکر این نکته ضروری است که برای همگن سازی ابزارهای مدیریت مبتنی بر ارزش، همان‌طور که گفته شد، شرکت‌ها بر اساس معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی رتبه بندی شده‌اند و تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها بر اساس رتبه انجام شده است.

### نتیجه آزمون فرضیه‌ها

قبل از بررسی فرضیه از بین ۵ متغیر ارزیابی عملکرد، دو فاکتور بر اساس روش چند متغیره آماری مولفه های اصلی<sup>۴</sup>، انتخاب شده‌اند. نتایج این تحلیل با توجه به مقدار ویژه عاملی تفسیر شده است. مقدار ویژه‌ی عاملی برای هر معیار، نسبتی از واریانس کل متغیرهاست که توسط آن معیار تبیین می‌شود. در جدول زیر مقدار ویژه و واریانس هر یک از معیارهای عملکرد آمده است. با توجه به اینکه مقدار ویژه متغیر ROS و ROA از سایر متغیرها بیش تر است. به عنوان معیارهای اصلی ارزیابی عملکرد انتخاب شده‌اند.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
EVA*	۱۳/۲۲۱	۱۰/۶۴	۱۴۰/۵۶	-۱۵۲/۹۱۴	۴۱/۹۳
SVA*	۳۵/۸۳	۲۹/۰۲۹	۱۵۵/۲۳	-۱۳۳/۳۸	۳۵/۶۶۶
CFROI*	۷/۸۱	۳/۹۵	۴۰/۲۱	۰/۰۶	۱۱/۵۲
CV*	۹/۳۸	۲/۹۸	۸۵/۳۷	۰/۰۱۵	۳۴/۵۴
WACC	۱۶/۵۹	۱۵/۹۶	۴۳/۳	۳/۹۵	۵/۸۲
ROIC	۶۳/۶	۵۳/۷۶	۲۲۷/۴۰	-۱۷۳/۷۷	۷۸/۵۴
ROS	۲۱/۰۳	۱۸/۶۳	۱۰۰/۵	۰/۱۲۷	۲۳/۱۲
ROA	۱۵/۹۳	۱۲/۴۱	۶۲/۷۴	۰/۱۷۹	۱۱/۰۱
DEBT	۶۰/۷۶	۶۳/۷۷	۹۰/۶۷	۰/۸/۹	۱۵/۷۴
Asset Turn Over	۸۷/۰۴	۷۶/۲	۲۶۷/۲	۰/۲/۷	۳۵/۳۸
Sale-Grow	۲۱/۹۶	۱۸/۵۷	۱۹۰	-۴۷/۸۹	۲۶/۸۴
K <sub>e</sub>	۱۵/۸۳	۱۵/۳۷	۵۰/۵	۱/۲۱	۸/۰۲
نرخ رشد	۱۱/۴۳	۹/۷۸	۴۷/۰۳	۰	۹/۰۲

\* برای استاندارد سازی معیارهای ریالی، در نهایت عدد بدست آمده بر جمع حقوق صاحبان سهام تقسیم شده است.

جدول (۲): نتایج آزمون تحلیل مولفه‌های اصلی

متغیرهای عملکرد	مقدار ویژه هر معیار	درصد واریانس	درصد واریانس تجمعی
ROS	۲/۲۱۴	۴۴/۲۷	۴۴/۲۷
ROA	۱/۱۴۶	۲۲/۹۲	۶۷/۲۰
DEBT	۰/۹۵۶	۱۹/۱۲۹	۸۶/۳۳
Asset Turn Over	۰/۵۱۴	۱۰/۲۷	۹۶/۶۱
Sale-Grow	۰/۱۶۹	۳/۳۸	۱۰۰/۰۰

## نتایج آزمون فرعی ۱

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه فرعی اول که به بررسی ارتباط بین عملکرد مالی و معیارهای ارزش افزوده می‌پردازد را نشان می‌دهد.

در جدول (۳) آمار F برابر ۲۹/۶۷ است که در سطح خطای ۱ درصد معنادار می‌باشد و رابطه خطی بین متغیرها را تایید می‌کند. ضریب تعیین تعدیل شده توان تبیین متغیرهای توضیحی را به میزان ۷۸ درصد نشان می‌دهد. آماره دوربین واتسون برابر ۲/۰۰ است عدم همبستگی مرتبه اول میان باقیمانده‌های مدل را تایید می‌کند.

همان‌طور که در بخش روش تحقیق بیان شد، رتبه معیارهای ارزش افزوده (ارزش افزوده سهام‌داران و ارزش افزوده اقتصادی) به عنوان متغیر توضیحی اصلی وارد مدل شد. ضریب متغیر ۵۲ درصد و آماره t برابر ۱۹/۰۳ است. در سطح خطای ۱ درصد رابطه مثبت بین عملکرد و رتبه معیارهای ارزش افزوده را تایید می‌کند. در راستای نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد که معیارهای ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده سهام‌داران جایگزین‌های مناسبی برای معیارهای سنتی هستند. با توجه به این که معیارهای ارزش افزوده، ارزش واقعی ایجاد شده را اندازه‌گیری می‌کنند، بازخورد بهتر و واقعی‌تری از عملکرد شرکت را نشان می‌دهند. به همین دلیل می‌توانند در تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران نسبت به معیارهای سنتی مفیدتر باشند. البته ذکر این نکته ضروری است که کارایی معیارهای ارزش افزوده تا حدود زیادی به سیستم اطلاعاتی و مدیریتی شرکت‌ها بستگی دارد. سیستم‌های حسابداری سنتی اطلاعات کافی برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی مثل هزینه سرمایه را در اختیار نمی‌گذارند. به همین دلیل برای به‌کارگیری معیارهای نوین لازم است سیستم حسابداری نیز به سمت سیستم‌های نوین حرکت کند.

## نتایج آزمون فرعی ۲

در جدول (۴) نتایج بررسی آزمون فرعی دوم که به بررسی رابطه بین عملکرد مالی و معیارهای مبتنی بر تنزیل جریان نقد می‌پردازد، آمده است.

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۴) و آماره F بدست آمده ۱۷/۴۷ می‌توان ادعا کرد که در سطح خطای ۱ درصد، در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۶۷ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای توضیحی تحقیق حدود ۶۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۹۸ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه اول میان باقیمانده‌های الگو وجود ندارد. ضریب رتبه معیارهای تنزیل وجه نقد (تنزیل جریان نقد آتی و بازده نقدی سرمایه‌گذاری) به عنوان متغیر توضیحی اصلی برابر ۱۷ درصد و آماره t برابر ۶/۴۲ است که در سطح خطای ۱ درصد رابطه مثبت بین عملکرد و رتبه معیارهای تنزیل وجه نقد را تایید می‌کند. با توجه به تایید این فرضیه، می‌توان بیان کرد که در کشور ایران شرکت‌هایی که از نظر معیارهای مبتنی بر وجه نقد رتبه بالاتری دارند، عملکرد مالی بهتری را تجربه کردند. این موضوع از دو منظر حائز اهمیت است. اول اینکه به کمک معیارهای مبتنی بر جریان نقد، سهامداران و سایر افراد ذینفع در شرکت می‌توانند وضعیت آتی شرکت را پیش‌بینی کرده و توان شرکت را در بازپرداخت بدهی‌ها و سایر دیون بسنجید. از طرف دیگر مدیران شرکت با آگاهی از اطلاعات معیارهای مبتنی بر جریان نقد، می‌توانند تصمیمات خود را نسبت به بودجه بندی‌های آتی و به طور کلی استراتژی‌های پیش‌رو تعدیل کنند.

## جدول (۳): نتایج برآورد مدل (۱): رابطه بین عملکرد

## مالی و معیارهای ارزش افزوده

$$Performscore_t = \beta_0 + \beta_1 Value\_Added\_Score_i + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	۰/۴۸	۱۵/۲۰	۰/۰۰۳
رتبه معیارهای ارزش افزوده	۰/۵۲	۱۹/۰۳	۰/۰۰۱
آماره F	۲۹/۶۷	P-Value	۰/۰۰۱
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۷۸	DW	۲/۰۰۲

## جدول (۴): نتایج برآورد مدل (۲): رابطه بین عملکرد

## مالی و معیارهای مبتنی بر تنزیل جریان نقد

$$Performscore_t = \beta_0 + \beta_2 CF\_Score_i + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	۰/۸۳	۲۴/۱۸	۰/۰۰۲
رتبه معیارهای تنزیل وجه نقد	۰/۱۷	۶/۴۲	۰/۰۰۱
آماره F	۱۷/۴۷	P-Value	۰/۰۰۱
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۶۷	DW	۱/۹۸

### نتایج آزمون فرعی ۳

نتایج بررسی رابطه بین عملکرد مالی و معیارهای مبتنی هزینه سرمایه و بازده نقدی سرمایه عملیاتی در جدول (۵) ارائه شده است.

آماره F برابر ۱۶/۴۰ و سطح خطای آن ۰/۰۰۱ مدل را تایید می‌کند. ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده، نشان می‌دهد متغیرهای توضیحی حدود ۶۶ درصد تغییرات عملکرد مالی را توضیح می‌دهند؛ آماره دوربین واتسون برابر ۱/۹۹ است و نشان می‌دهد خود همبستگی میان باقیمانده‌های مدل وجود ندارد.

ضریب معیارهای هزینه سرمایه و نرخ بازده سرمایه برابر ۱۲ درصد و آماره t برابر ۳/۷۴ است و با توجه به سطح خطای ۱ درصد رابطه مثبت بین عملکرد و رتبه معیارهای هزینه سرمایه و نرخ بازده سرمایه تایید می‌شود. با تایید این فرضیه، می‌توان بیان کرد شرکت‌هایی که هزینه سرمایه بیش‌تری دارند، نسبت به سایر شرکتها برای حفظ ارزش خود باید بازده بیش‌تری کسب کنند. در غیر این صورت ارزش آنها کاهش خواهد یافت. از این رو آگاهی از این معیار برای مدیران در جهت حفظ ارزش شرکت و برای سرمایه‌گذاران از جهت تعیین ریسک سرمایه‌گذاری مهم است. از سوی دیگر بازده سرمایه عملیاتی شرکت نشان دهنده میزان سودآوری فعالیت عملیاتی شرکت است. آگاهی از این نرخ به مدیران در جهت ارزیابی عملکرد واحد تجاری به منظور پوشش هزینه‌های شرکت و در نهایت افزایش ارزش کل شرکت کمک می‌کند.

### نتایج آزمون فرضیه اصلی

فرضیه اصلی به بررسی رابطه سطح مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی شرکت‌ها می‌پردازد. برای آزمون فرضیه اصلی از روش آزمون مقایسه میانگین‌های دو جامعه استفاده شده است. به همین منظور شرکت‌ها بر اساس رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش به دو گروه سطح بالا و پایین تقسیم شده، سپس عملکرد این دو گروه با هم مقایسه گردید. جدول (۶) نتایج این آزمون را نشان می‌دهد.

یافته‌های این آزمون در سطح خطای ۱ درصد تایید می‌شود. در راستای نتایج آزمون سه فرضه قبلی به طور کلی شرکت‌هایی که در سطح بالایی از نظر مدیریت مبتنی بر ارزش قرار دارند نسبت به شرکت‌هایی که در سطح پایین‌تری قرار دارند، عملکرد بهتری را تجربه می‌کنند. از این رو می‌توان انتظار داشت با توجه به ویژگی‌های رویکردهای نوین حسابداری مدیریت بکار بستن سیستم ارزیابی عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش باعث بهبود عملکرد شرکت شود و آن را به سمت خلق ارزش سوق دهد. در ادامه به بحث و بررسی بیشتر این موضوع پرداخته شده است.

#### جدول (۶): مقایسه عملکرد مالی شرکت‌ها در سطح

##### مدیریت مبتنی بر ارزش بالا و پایین

شرح	Value	سطح خطا
مقایسه عملکرد مالی دو گروه	-۱۶/۷۲	۰/۰۰۱

#### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

مدیریت مبتنی بر ارزش به عنوان یک سیستم نوین و جامع مدیریتی همه اهداف بخش‌های مختلف را به هم پیوند زده و به سمت ارزش آفرینی سوق می‌دهد. از مهم‌ترین اهداف بنگاه‌های اقتصادی، کسب سود در کوتاه مدت و افزایش ثروت اقتصادی مالکان در بلند مدت است. این مهم با اتخاذ تصمیمات منطقی در فرآیند سرمایه‌گذاری امکان پذیر می‌شود. آگاهی از هزینه سرمایه برای تصمیمات سرمایه‌گذاری صحیح ضروری است. معیارهای سنجش عملکرد در مدیریت مبتنی بر ارزش این امکان را فراهم می‌کنند. به کارگیری سیستم‌های نوین مدیریتی مثل مدیریت مبتنی بر ارزش این پیام را به بازار منتقل می‌کند که مدیران به عملکرد شرکت نگاه بلند مدت دارند و بر ارزش آفرینی تاکید می‌کنند.

با توجه به نتایج این تحقیق می‌توان نتیجه گرفت که عملکرد مالی شرکت‌ها با سنجش عملکرد آنها از نظر معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش مرتبط است. از این جهت،

#### جدول (۵): نتایج برآورد مدل (۳)، رابطه بین عملکرد

مالی و معیارهای مبتنی هزینه سرمایه و بازده سرمایه

##### عملیاتی

$Performscore_t = \beta_0 + \beta_2 COC - Score_t + \varepsilon_{it}$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
عرض از مبدا	۰/۸۸	۲۲/۶۷	۰/۰۰۱
رتبه معیارهای هزینه سرمایه و بازده سرمایه عملیاتی	۰/۱۲	۳/۷۴	۰/۰۰۲
آماره F	۱۶/۴۰	P-Value	۰/۰۰۱
$R^2$ تعدیل شده	۰/۶۶	DW	۱/۹۹

بورس تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۱، صص ۷۱-۸۴.

\* حساس یگانه یحیی؛ دیانتی دلمی، زهرا؛ نوروزبیگی، ابراهیم (۱۳۹۰). بررسی وضعیت حسابداری مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله حسابداری مدیریت، شماره ۱، صص ۱ تا ۱۸.

\* خدای پور، احمد؛ طالبی، رقیه (۱۳۸۹). بررسی کاربرد حسابداری مدیریت توسط مدیران شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری، شماره ۲، صص ۱۱۷-۱۳۷.

\* رهنما رودپشتی، فریدون و افتخاری علی آبادی، اکبر (۱۳۸۹). تدوین استراتژی با رویکرد ارزش آفرینی در موسسات مالی، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره چهارم، ۱۲۹-۱۴۹.

\* رهنما رودپشتی، فریدون و محمودی، محمود (۱۳۸۹). بررسی و ارزیابی ارزش افزوده اقتصاد و ارزش افزوده بازار در مدیریت ارزش افزوده سهام‌داران. پژوهشگر، شماره ویژه، صص ۱-۱۶.

\* فدائی نژاد، محمد اسماعیل و محمودزاده، صونا (۱۳۸۶). بررسی محتوایی معیارهای سنتی و مبتنی بر ارزش ارزیابی عملکرد سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت مالی و حسابداری، شماره ۱، صص ۳۷-۵۷.

\* کاویانی، میثم؛ صمدی لرگانی، محمود؛ ایمنی، محسن؛ صمدی لرگانی نوید (۱۳۹۱). مروری بر کاربرد مفهوم ارزش افزوده سهام‌داران در تصمیمات مالی. نخستین همایش علوم و مدیریت نوین URL: 2322-1151: ISSN

\* کردستانی، غلامرضا؛ علوی، سید مصطفی (۱۳۹۰). " بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۲، صص ۴۳-۶۱.

\* کردستانی غلامرضا؛ حدادی، مجید (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین محافظه کاری در حسابداری و هزینه سرمایه. پژوهش نامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۳، صص ۲۳-۵۰.

\* نوروش، ایرج؛ صالحی، فایق؛ کرمی، غلامرضا (۱۳۸۳). بررسی رابطه جریان وجه نقد عملیاتی، سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی با ثروت ایجاد شده برای سهام‌داران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۷، صص ۱۲۱-۱۴۶.

\* Ameels, A. & Geert, S. (2002). Value-based management control processes to create value

معیارهای ارزیابی عملکرد بر اساس مدیریت مبتنی بر ارزش جایگزین‌های مناسبی به جای معیارهای سنتی هستند؛ و از آنجا که معیارهای نوین، عملکرد مالی شرکت‌ها را دقیق‌تر و با نگاهی بلندمدت ارزیابی می‌کنند، حرکت به سمت این معیارها می‌تواند در بهبود عملکرد و برنامه ریزی‌های دقیق‌تر به مدیران کمک کند. یافته‌های این پژوهش با نتایج تحقیق سیل (۲۰۱۰) و استنسیس، تدر اوک و کاپیک (۲۰۱۲) که نشان می‌دهد کاربرد سیستم ارزیابی عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شده است، مطابقت دارد. مقایسه ضرایب سه دسته معیار مورد بررسی نشان می‌دهد که معیارهای مبتنی بر ارزش افزوده بیشترین ارتباط را با عملکرد شرکت‌ها دارد و احتمالاً شرکت‌های مورد بررسی به طور ضمنی این معیارها را بیش‌تر از سایر معیارها در تصمیمات خود مورد توجه قرار می‌دهند. در به‌کار بستن معیارهای ارزش افزوده باید توجه کرد که معیارهای ارزش افزوده گذشته‌نگر هستند. عدم توان پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی، باعث می‌شود که عملکرد شرکت‌هایی که وجه نقد زیادی را در پروژه‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری کرده‌اند منفی شود. به همین منظور لازم است که سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مثل بازده نقدی سرمایه‌گذاری و وجه نقد آتی به‌کارگرفته شود. در رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش این شاخص‌ها در کنار هم قرار دارند تا بدین وسیله ارزیابی صحیح از عملکرد شرکت صورت گیرد. از سوی دیگر سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند از این معیارها جهت تحلیل عملکرد مدیران و ترسیم چشم انداز آتی شرکت بهره ببرند. تحقیق رهنمای رودپشتی و محمودی (۱۳۸۹) نیز این موضوع را تایید می‌کند.

#### فهرست منابع

\* افشار و زمانی عموقین (۱۳۹۳). تبیین ارتباط شاخص‌های ارزیابی عملکرد با رشد شرکت‌ها، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۶، شماره ۱، صص ۱-۲۸.

\* انواری رستمی، علی اصغر؛ خادمی زارع، حسن؛ علی حیدری بیوکی، طاهره؛ نشاط، نجمه (۱۳۹۰). تعیین محرک هزینه در سیستم‌های هزینه یابی بر مبنای فعالیت با استفاده از روش‌های داده کاوی و تحلیل عاملی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۸، شماره ۶۳: صص ۲۱-۶۳.

\* پویان فر، احمد؛ رضایی، فرزین؛ صفا بخش، شهلا (۱۳۸۹). بررسی رابطه معیارهای حسابداری و اقتصادی عملکرد با ارزش شرکت‌ها در صنایع سیمان و پتروشیمی

- Performance: The Case of Value-Based Management Systems. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34: (1 & 2), 111-138.
- \* Sakunasingha, B. (2006). An empirical study into factors influencing the use of value-based management tools, [online] available at: [www.epubs.scu.edu.au](http://www.epubs.scu.edu.au)
  - \* Seal, W. (2010). Managerial discourse and the link between theory and practice: From ROI to value based management, *Management Accounting Research*, 21: (2), 95-109.
  - \* Stancic, P., Todorovic, M. & Cupic, M. (2012). Value-based management and corporate governance: a study of Serbian corporations. *Economic Annals*, 57: (193), 93-112
  - \* Yung, D. & O'byrne S. F. (2005). Abstract of EVA and Value-Based Management, [online] available at: [www.Valueconsult](http://www.Valueconsult)

### یادداشت‌ها

<sup>1</sup>. Value-based management

<sup>2</sup>. AT & T

<sup>3</sup>. Monsanto

<sup>4</sup> مولفه‌های اصلی: در این روش با استفاده از ماتریس همبستگی بین متغیرها و روش چند متغیره آماری مولفه‌های اصلی ضرایب ترکیبات خطی از متغیرها محاسبه می‌شود. اگر این ترکیبات خطی با یکدیگر ناهمبسته باشند، اولین مولفه‌ای که دارای بیشترین مقدار ویژه است به عنوان فاکتور مشترک انتخاب می‌گردد. دلیل انتخاب این مولفه این است که بیشترین پراکندگی یا سهم واریانس جامعه را بیان می‌کند.

- through integration a literature review.[online]Available at: [www.studymode.com](http://www.studymode.com)
- \* Blouw, M. E. (2005). A study of the use of value based management (VBM) by multinational entities in the Eastern Cape motor industry cluster (ecmic). For the Master's Degree in Business Administration in the Business School at the Nelson Mandela Metropolitan University, [online] available at: [www.dspace.nmmu.ac.za](http://www.dspace.nmmu.ac.za)
  - \* Burkert, M. & Lueg, R. (2013). Differences in the sophistication of Value-based Management – The role of top executives. *Management Accounting Research*, 24: (1), 3– 22.
  - \* Chandra Shil, N. (2009). Performance measures: an application of economic value added. *International journal of Business and Management*, 4: (3), 168-177.
  - \* Damodaran, A. (2007). Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications, Stern School of Business, [online] available at: [SSRN.com](http://SSRN.com).
  - \* Ittner, C. D & Larcker, D. F. (2001). Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective, *Journal of Accounting and Economics*, 32: (1-3), 349-410.
  - \* Ittner, C. D., Larcker, D. F. & Randall, T. (2003). Performance implications of strategic performance measurement in financial services firms, *Accounting, Journal of Organizations and Society*, 28: (7-8), 715– 741
  - \* Koller, T. (1994). What is value-based management? [online]Available at: [www.ibrahimm.com](http://www.ibrahimm.com).
  - \* Krol, F. (2007). Value based management in small and medium enterprises, [online] Available at: [www.wiwi.uni-muenster.de](http://www.wiwi.uni-muenster.de).
  - \* Lehn, K., Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholders gains in going private transaction, *Journal of Practice and Theory*, 22: (1), 77-101.
  - \* Melnyk, S. A., Bititci, U., Platts, K., Tobias, J., Andersen, B. (2014). Is performance measurement and management fit for the future?, *Management Accounting Research*, 25: (2), 173–186.
  - \* Mutindi Mzera, U. J. (2012). The effect of strategic value-based management on the performance of organizations in coast province, Kenya. *International Journal of Business and Social Science*, 16: (3), 262– 270.
  - \* Mutindi Mzera, U. J. (2013). The role of value-based management tools on the performance of firms listed in the nairobi securities exchange. *International Journal of Business Administration*, 4: (1), 92-104.
  - \* Rapp, M. S., Schellong, D., Schmidt, M. & Wolff, M. (2011). Considering the shareholder perspective: value-based management systems and stock market performance. *Review of Managerial Science*, 5: (3), 171–194
  - \* Rappaport, A. (1981). Selecting Strategies that Create Shareholder Value, *Journal of Harvard Business Review*, 59: (3), 139-149.
  - \* Ryan, H. E., & Trahan, E.A. (2007). Corporate Financial Control Mechanisms and Firm