



نشریه علمی حسابداری مدیریت  
دوره ۱۴ / شماره ۴ (پیاپی ۵۱) / زمستان ۱۴۰۰  
صفحه ۵۵ تا ۶۸

## تأثیر مدیریت مبتنی بر ارزش بر عملکرد بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نعمت رستمی مازویی\*

استادیار گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران (نویسنده مسئول)

[nrostami60@gmail.com](mailto:nrostami60@gmail.com)

زهرا شیرکوند

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۰/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۸/۰۲

### چکیده

**هدف:** در تحقیق حاضر به بررسی تأثیر مدیریت مبتنی بر ارزش بر عملکرد بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است تا صحت این ادعا در بازار سهام ایران مورد ارزیابی قرار گیرد.

**روش:** به منظور سنجش عملکرد بازار شرکت از دو معیار ارزش بازار سهام و بازده غیرعادی تجمعی سهام در دوره ۱ روزه قبل تا بعد از انتشار صورت‌های مالی استفاده شد. همچنین در راستای سنجش مدیریت مبتنی بر ارزش از تفاضل نرخ بازده سرمایه‌گذاری از نرخ هزینه سرمایه بهره گرفته شد تا ویژگی اصلی مدیریت مبتنی بر ارزش در سنجش آن نیز لحاظ گردد. روش پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی بوده و جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ بودند که تعداد ۱۵۴ شرکت به عنوان نمونه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. داده‌های تحقیق از طریق صورت‌های مالی سالیانه شرکت‌ها استخراج شده و با استفاده از رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند.

**یافته‌ها:** نتایج حاصل نشان داد که مدیریت مبتنی بر ارزش تأثیر مستقیم و معناداری بر ارزش بازار سهام شرکت داشته است، در حالی که تأثیر آن بر روی بازده غیرعادی انباشته شرکت در جهت معکوس و معنادار است.

**نتیجه‌گیری:** مطابق با یافته‌های این پژوهش، به نظر می‌رسد که مدیریت مبتنی بر ارزش در دیدگاه سهام‌داران، از اهمیت کمتری نسبت به سایر عوامل و شاخصه‌های مالی شرکت برخوردار بوده است.

**واژه‌های کلیدی:** مدیریت مبتنی بر ارزش، ارزش بازار، بازده غیرعادی.

## ۱- مقدمه

یکی از مهم‌ترین اهداف مدیران در راستای کاهش تضاد منافع و هزینه‌های نمایندگی، تلاش برای افزایش ارزش ثروت و دارایی سهام‌داران است. مدیریت مبتنی بر ارزش را می‌توان یکی از راهبردهای مدیریت در راستای تحقق این هدف دانست. از این رو طی سال‌های اخیر، تحقیقات مرتبط با مدیریت مبتنی بر ارزش مورد توجه بسیاری از محققین قرار گرفته است. هدف فرآیند مدیریت کمک به مدیریت برای ارزش آفرینی در کسب و کار است، به گونه‌ای که موجبات رضایت‌مندی ذینفعان مهم را فراهم سازد (رهنمای رودپشتی و افتخاری، ۱۳۸۹). سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش، متکی بر شاخص‌هایی از سنجش عملکرد هستند که معیارهای سنتی حسابداری را با انتظارات سهام‌داران از عملکرد شرکت ترکیب می‌کند (رایان و تراهان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). بنابراین، با افزایش روزافزون اصل ارزش سهام‌داران، سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش مورد توجه مدیران شرکت‌ها قرار گرفته است. اما به طور شگفت‌انگیزی، شواهد تجربی محکم در مورد پذیرش مدیریت مبتنی بر ارزش و پیامدهای عملکرد شرکت و به طور دقیق‌تر برای سهام‌داران، اندک است (لی<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). امروزه به حداکثر رساندن ارزش سهام‌داران یکی از اهداف مورد قبول شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است. بر این اساس، هر معیار نظارتی باید انتظارات سرمایه‌گذاران را هنگام ارزیابی تصمیمات مدیریتی در نظر بگیرد. این دقیقاً همان چیزی است که معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش با در نظر گرفتن بازده حاصل از سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه‌گذاری هم‌زمان انجام می‌دهند (شولتز<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۸).

معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش فاصله بین حسابداری سنتی از عملکرد شرکت و انتظارات بازده سرمایه‌گذاران را پر می‌کند. به عبارت دیگر، معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش هزینه‌های عملیات حسابداری را از یک سو و هزینه فرصت سرمایه‌گذاران را از سوی دیگر گردآوری می‌کند. بنابراین، معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش ممکن است مبنایی برای یک راهبرد مدیریت یکپارچه از نظر اقتصادی و سیستم کنترل مالی باشد (ویدال و میچل<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵). در حال حاضر، اگرچه این امر می‌تواند دلیل افزایش توجه سیستم‌های مدیریت مبتنی بر

ارزش به دلیل منطقی بودن آن باشد، اما شواهدی مبنی بر اینکه آیا شرکت‌هایی که از سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش استفاده می‌کنند با عملکرد بهتری مواجه می‌شوند یا خیر کمیاب و غیر قطعی است. بنابراین، بسیاری از محققان به تحقیق و بررسی در خصوص این پیامدها علاقه‌مند شده‌اند (به عنوان مثال دیویس<sup>۵</sup>، ۲۰۰۰؛ لوئگ و شفر<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰، تیویسن<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۸).

اگرچه شواهد تجربی مطالعات پیشین (گویندراجان<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۸؛ هریسون<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۱۹؛ لوئگ و شفر، ۲۰۱۰؛ شولتز و همکاران، ۲۰۱۸) نشان می‌دهد که همچنان بسیاری از شرکت‌ها از پذیرش سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش سرباز می‌زنند. از این رو مقایسه عملکرد شرکت‌های پذیرنده این شیوه مدیریت ارزش در مقایسه با شرکت‌هایی که این معیارها را نمی‌پذیرند، ساده خواهد بود. از این رو در تحقیق حاضر به بررسی تأثیر مدیریت مبتنی بر ارزش بر عملکرد بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود. اهمیت این بحث در این است که معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش با توجه به افزایش ارزش ثروت سهام‌داران و شرکت، می‌تواند با کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان به کاهش هزینه‌های نمایندگی در شرکت کمک بسزایی نمایند، اما تا زمانی که اندازه اثربخشی این اقدامات بر عملکرد بازار شرکت مورد تأیید نباشد، نمی‌توان انتظار داشت که مدیران خود را ملزم به پیاده‌سازی مدیریت مبتنی بر ارزش در شرکت نمایند. چرا که پیاده‌سازی این معیارها از طریق فرایندهایی چون کاهش قیمت محصولات و خدمات، افزایش کیفیت، نگهداشت وجه نقد، کاهش هزینه سرمایه و ... صورت می‌پذیرد (گویندراجان و همکاران، ۲۰۱۸) و انجام هر یک از این اقدامات و فعالیت‌هایی مشابه با آنها، با مشکلاتی برای مدیران همراه است.

بنابراین در صورتی که نقش موثر مدیریت مبتنی بر ارزش بر عملکرد بازار شرکت‌هایی که این معیارها را در فرایند مدیریتی خود لحاظ می‌کنند، به تأیید برسد، می‌توان ادعا نمود که هزینه‌های ناشی از پیاده‌سازی مدیریت مبتنی بر ارزش در مقایسه با سودآوری ناشی از آن در عملکرد بازار شرکت قابل جبران است. لذا نتایج این تحقیق می‌تواند برای مدیران

<sup>6</sup> Lueg and Schäffer

<sup>7</sup> Thywissen

<sup>8</sup> Govindarajan

<sup>9</sup> Harrison

<sup>1</sup> Ryan and Trahan

<sup>2</sup> Li

<sup>3</sup> Schultze

<sup>4</sup> Vidal and Mitchell

<sup>5</sup> Davies

شرکت‌ها در راستای تصمیم‌گیری در خصوص اجرای مدیریت مبتنی بر ارزش کارآمد باشد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

طبق تعریف فرک<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۱)، رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش، ارائه یک راهبرد و سیستم کنترل یکپارچه به منظور ایجاد ارزش بالاتر برای سهام‌داران است. ریشه‌های مدیریت مبتنی بر ارزش به مطالعه راپاپورت<sup>۲</sup> (۱۹۸۱) بازمی‌گردد که دکتترین مدیریت ارزش سهام‌داران را ایجاد کرد. ایده اصلی راپاپورت در رویکرد ارزش سهام‌داران این است که شرکت، اهداف داخلی خود را با حداکثرسازی ارزش سود سهام‌داران هماهنگ سازد تا بتوان هزینه‌های نمایندگی در شرکت را که ناشی از افزایش جدایی مالکیت و مدیریت است، کاهش دهد. از آن زمان، تمایل فزاینده‌ای برای تمرکز بر مفاهیم ارزش سهام‌داران در مدیریت شرکت‌ها وجود دارد. در نتیجه تعداد زیادی از مطالعات بر روی مدیریت مبتنی بر ارزش توسعه یافته اند (ایتنر و لارکر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱؛ رایان و تراهان، ۲۰۰۷؛ لوئگ و شفر، ۲۰۱۰) و شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد پس از اتخاذ سیستم مدیریت مبتنی بر ارزش رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تغییر می‌کند (بالاچاندران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶).

به طور کلی در رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش، هدف کلی به حداکثر رساندن ارزش سازمان است که به این معناست که تصمیماتی که امروز گرفته می‌شوند صرفاً برای دستیابی به سود کوتاه‌مدت نباشند. اگر تأثیرات بلندمدت تصمیمات بر سودآوری و پایداری سازمان در نظر گرفته شود، بازتاب آن در آینده و در جریان نقدی به دست آمده توسط شرکت، مشاهده خواهد شد (بنتلی<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). مدیریت مبتنی بر ارزش از افراد و کارکنان شرکت می‌خواهد تا همانند صاحبان شرکت فکر کنند و تصمیماتشان را به گونه‌ای اتخاذ کنند که در نهایت به سود شرکت باشد. مدیران باید به طور مداوم به دنبال رشد فرصت‌ها و سرمایه‌گذاری روی فرصت‌هایی باشند که به خلق ارزش منجر شوند و از سرمایه‌های شرکت به شیوه‌ای استفاده کنند که موفقیت بلندمدت آن را تضمین کند (برگ<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۲۰).

یکی از اصول بنیادی مدیریت مبتنی بر ارزش، اعتقاد به این موضوع است که جریان نقدی و رشد در آینده، منبع ارزش سازمان هستند. طرفداران رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش تصمیمات خود را صرفاً با تکیه بر مقیاس‌های مالی و برپایه شاخص‌های حسابداری (نظیر درآمد فصلی، سود هر سهم و نسبت قیمت سهم به سود به‌دست آمده) اتخاذ نمی‌کنند (باسنبارگ<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). این کار ممکن است کار دشواری باشد به ویژه هنگامی که فشار قابل توجهی از طرف سرمایه‌گذاران موقت بر شرکت و مدیران آن اعمال می‌شود. بنابراین مدیریت مبتنی بر ارزش هم یک نوع فلسفه است و هم نوعی روش شناسایی. این رویکرد مشخص می‌کند که تصمیماتی که به صورت روزانه اتخاذ می‌شود همگی در ارزش شرکت نقش دارند. بنابراین مدیریت مبتنی بر ارزش باید در کل شرکت جاری شود و نه فقط در سطح مدیران و هیئت مدیره. افراد در سطوح مختلف شرکت باید در حرکت به سوی این ارزش کلی مشارکت داشته باشند (فرک و همکاران، ۲۰۲۱).

در مفهوم، سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش بر روی چندین مفهوم پایه ساخته شده‌اند که اساس ثابتی را برای ارزیابی، نظارت و کنترل تصمیمات مدیریتی در طول زمان فراهم می‌کند (لیمانن<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۴). عنصر کلیدی سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش این واقعیت است که آنها بر معیارهایی متکی هستند که بازده و هزینه سرمایه‌گذاری شده را به طور همزمان در نظر می‌گیرد. بر این اساس، سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش دو اصل ایجاد ارزش را به هم پیوند می‌دهند: بازدهی ایجاد شده توسط دارایی‌های شرکت و منابع لازم برای تامین مالی این دارایی‌ها (فرک و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین، بسیاری از محققان استدلال می‌کنند که سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش ممکن است با تشخیص اینکه کدام گزینه‌های سرمایه‌گذاری ارزش را ایجاد می‌کنند یا از بین می‌برند، تصمیم‌گیری مدیریتی را بهبود بخشد (چن و فلدمن<sup>۹</sup>، ۲۰۱۸). برای ایجاد ارزش، شرکت‌ها باید بازده سرمایه‌گذاری بیش از هزینه سرمایه ایجاد کنند. آنها استدلال می‌کنند که سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش به مدیران در یادآوری منافع سهام‌داران و در نتیجه ایجاد ارزش سهام‌داران

<sup>6</sup> Bergh

<sup>7</sup> Busenbark

<sup>8</sup> Laamanen

<sup>9</sup> Chen and Feldman

<sup>1</sup> Firk et al.

<sup>2</sup> Rappaport

<sup>3</sup> Itner and Larcker

<sup>4</sup> Balachandran

<sup>5</sup> Bentley

کمک می‌کند. اساساً طرفداران مدیریت مبتنی بر ارزش ادعا می‌کنند که سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش یک مکانیسم موثر برای همسویی منافع سهام‌داران و مدیران است (هریسون و همکاران، ۲۰۱۹). در حالی که به نظر می‌رسد از نظر مفهومی معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش به درستی طراحی شده‌اند و مبنای امیدوارکننده‌ای برای یک ابزار مدیریت و راهبرد افزایش ارزش است (فرک و همکاران، ۲۰۱۶)، اما این سوال که آیا تصویب یک سیستم مدیریت مبتنی بر ارزش در واقع عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد یا نه، یک تجربه است و در واقع، بسیاری از محققان این سوال را مطرح می‌کنند که آیا سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش واقعاً اجرا شده می‌توانند افزایش عملکرد شرکت را تضمین کنند (لی و همکاران، ۲۰۲۰). این یکی از اساسی‌ترین مسائل در تحقیقات مدیریت مبتنی بر ارزش است. با این حال، علیرغم افزایش تعداد شرکت‌هایی که از سیستم مدیریت مبتنی بر ارزش استفاده می‌کنند و توجه روزافزون محققان و مدیران مالی به شواهد تجربی قوی در مورد پیامدهای عملکرد شرکت و بازده بازار سهام هنوز بسیار محدود است. این واقعیت با توجه به اینکه هدف اصلی رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش ایجاد ارزش بلندمدت برتر برای سهام‌داران است، شگفت‌آور است که هنوز اتفاق نظری در خصوص اثرات پیاده‌سازی مدیریت مبتنی بر ارزش بر عملکرد شرکت در بازار وجود ندارد (فرک و همکاران، ۲۰۲۱). در این راستا تحقیقات متعددی انجام شده که در این بخش به مرور نتایج برخی از آنها پرداخته شده است.

در حوزه تحقیقات انجام شده در خارج از کشور، فرک و همکاران (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی تأثیر مدیریت مبتنی بر ارزش بر تصمیم‌گیری مدیران پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق حاکی از این است که مدیریت مبتنی بر ارزش نقش تسهیل‌کننده در تصمیمات واگذاری سهام و ادغام و اکتساب شرکت دارد. همچنین نتایج نشان از تأثیرگذاری مستقیم مدیریت مبتنی بر ارزش بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها داشته است. هنیگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی انگیزه‌های اقتصادی مدیران در پیاده‌سازی سیستم‌های کنترل مدیریت پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که سیستم‌های کنترل مدیریت به عنوان جزئی از سیستم‌های مدیریت مبتنی بر ارزش، دارای انگیزش‌های مالی و اقتصادی برای مدیران هستند. یافته‌ها حاکی از این است که سودآوری بلندمدت،

افزایش ارزش بازار و کاهش هزینه نمایندگی از جمله انگیزاننده‌های مدیران در پیاده‌سازی مدیریت مبتنی بر ارزش در قالب سیستم‌های کنترل داخلی است. فرک و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی رابطه بین مدیریت مبتنی بر ارزش و بازده حاصل از ادغام و اکتساب پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که انگیزه‌های مدیران برای مدیریت مبتنی بر ارزش و افزایش ثروت سهام‌داران، اثرات مستقیم و قابل توجهی بر تصمیمات ادغام و اکتساب یافته‌های این تحقیق نشان از اثرات مثبت ادغام و اکتساب ناشی از مدیریت مبتنی بر ارزش، بر افزایش بازده ناشی از ادغام و اکتساب دارد. دی ملو<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی رابطه بین کنترل‌های داخلی و تخصیص سرمایه با هدف افزایش ارزش ثروت سهام‌داران پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق حاکی از این است که افزایش کیفیت کنترل‌های داخلی منجر به تخصیص بهینه‌تر دارایی‌ها و سرمایه شرکت می‌شود و به طور غیرمستقیم از طریق بهینه‌سازی تخصیص سرمایه، ارزش ثروت سهام‌داران را در بازار افزایش می‌دهد. به بیان دیگر، یافته‌های این تحقیق موید تأثیر کنترل‌های داخلی بر محقق‌سازی اهداف مدیریت مبتنی بر ارزش است. نائز<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۸) در تحقیقی به بررسی تأثیر معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش بر ارزش ثروت سهام‌داران پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق حاکی از این است که با افزایش و بهبود عملکرد شرکت از نظر معیارهای مبتنی بر ارزش شامل: ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده تجاری و بازدهی سرمایه‌گذاری، ارزش بازار سهام شرکت و به بیان دیگر، ارزش ثروت سهام‌داران نیز رشد قابل توجهی خواهد یافت. چن و فلدمن (۲۰۱۸) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین تصمیمات واگذاری مدیران با ارزش سهام‌داران شرکت (رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش) پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق نشان داده که تصمیمات واگذاری سهام شرکت و یا ادغام و اکتساب آن با هدف افزایش ارزش سهام‌داران در تمامی موارد موفق نبوده است. به بیان دیگر، مدیریت مبتنی بر ارزش در شرکت همواره نمی‌تواند منجر به ارزش آفرینی برای ثروت سهام‌داران شود و این نتیجه در خصوص تصمیمات مدیریتی واگذاری شرکت مصداق قوی‌تری دارد.

در داخل کشور تحقیقات معدودی در خصوص بکارگیری مدیریت ارزش در شرکت‌ها و پیامدهای آن بر عملکرد شرکت

<sup>3</sup> Knauer

<sup>1</sup> Hennig

<sup>2</sup> D'Mello

انجام شده است. به عنوان مثال، مردانیان (۱۳۹۷) کاربرد مدیریت بر مبنای ارزش و مدل منحنی یادگیری را در کنترل هزینه‌های پروژه مورد بررسی قرار داده است. نتایج این تحقیق نشان داده که شاخص هزینه در زمان اتمام دارای بیشترین تأثیر بر روی کنترل هزینه، فاز اطلاعات پروژه دارای بیشترین تأثیر بر مدیریت ارزش کسب‌شده و توسعه مدیریت دانش و یادگیری سازمانی پروژه ساخت دارای بیشترین تأثیر بر منحنی یادگیری بر مبنای بلوغ مدیریت دانش پروژه‌های ساخت را دارند. کردستانی و خوانساری (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی ارتباط رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی شرکت پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق حاکی از ارتباط قوی بین رتبه معیارهای سنجش عملکرد مدیریت مبتنی 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 داشته‌اند. حجازی و عارف منش (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین مدیریت بر مبنای ارزش، راهبری شرکتی و کارآفرینی شرکت در چارچوب اقتضایی پرداخته‌اند. بر اساس این چارچوب نظری، تناسب بین عوامل محیطی و اجرای مدیریت بر مبنای ارزش باعث بهبود روبه‌های راهبری شرکتی، افزایش کارآفرینی شرکت و کسب عملکرد بالای سازمانی می‌شود. علاوه بر آن، در این تحقیق نشان داده شده که برخی از ساز و کارهای راهبری شرکتی می‌تواند تأثیر منفی بر کارآفرینی شرکت بگذارد اما سایر ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت بر مبنای ارزش می‌تواند این رابطه منفی را کاهش دهد. خوانساری (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین مدیریت مبتنی بر ارزش، عملکرد مالی و ویژگی‌های تجاری شرکت پرداخته است. در این تحقیق از متغیرهای اندازه، چرخه عمر شرکت و سهم شرکت از بازار به عنوان ویژگی‌های تجاری موثر بر ارتباط مذکور استفاده شده است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد بین رتبه شرکت‌ها از نظر معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش شامل ارزش افزوده، وجه نقد، بازده سرمایه و هزینه سرمایه با عملکرد مالی شرکت‌ها ارتباط مستقیم معناداری برقرار بوده است. همچنین، اندازه شرکت و سهم شرکت از بازار بر ارتباط بین معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد ولی چرخه عمر به عنوان دیگر معیار ویژگی‌های تجاری بر ارتباط مذکور تأثیر معناداری ندارد.

### ۳- فرضیات

مرور مبنای تجربی تحقیق نشان می‌دهد که نقش مستقیم مدیریت مبتنی بر ارزش بر عملکرد بازار شرکت بسیار کمتر از سایر پیامدهای آن مورد مطالعه قرار گرفته است. به طور دقیق‌تر می‌توان اظهار نمود که تأثیرگذاری مدیریت مبتنی بر ارزش بر عملکرد بازار شرکت، از طریق معیارهای متفاوتی مورد بررسی قرار گرفته که در هیچ یک از آنها دو اصل اساسی مدیریت مبتنی بر ارزش مبنی بر: بازدهی ایجاد شده توسط دارایی‌های شرکت و منابع لازم برای تامین مالی این دارایی‌ها، برای سنجش مدیریت مبتنی بر ارزش در نظر گرفته نشده است. از این رو در تحقیق حاضر با تأکید بر این ویژگی‌های اصلی مدیریت مبتنی بر ارزش به سنجش تأثیر آن بر عملکرد بازار شرکت پرداخته شده و فرضیات تحقیق در راستای سنجش این اثر به این صورت تدوین شده‌اند:

**فرضیه ۱:** مدیریت مبتنی بر ارزش بر ارزش بازار سهام شرکت تأثیر معناداری دارد.

**فرضیه ۲:** مدیریت مبتنی بر ارزش بر بازده غیرعادی سهام شرکت تأثیر معناداری دارد.

### ۴- روش پژوهش

این تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی و همبستگی است. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که صورت‌های مالی آنها طی دوره ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ توسط سازمان بورس منتشر شده است. به منظور یکپارچه‌سازی جامعه آماری هدف، از محدودیت‌های غربالگری زیر بر روی شرکت‌ها استفاده شد:

- سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشد.
- صورت‌های مالی آنها در تمامی دوره‌های تحقیق در دسترس بوده و متغیرهای مورد نیاز تحقیق از این صورت‌ها قابل استخراج باشند.
- طی دوره تحقیق، تغییر سال مالی نداده باشند.
- متعلق به صنایع واسطه‌گری مالی مانند بانک‌ها، بیمه‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

با اعمال محدودیت‌های غربالگری فوق، تعداد ۱۵۴ شرکت باقی ماند که اطلاعات آنها مبنای تجزیه و تحلیل قرار گرفت. داده‌های مورد نیاز تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌ها و گزارش‌های هیأت مدیره به مجامع عمومی صاحبان سهام از طریق نرم افزار ره آورد نوین و وب سایت سازمان بورس استخراج گردید. تجزیه و تحلیل داده‌ها از طریق نرم افزار ایویوز

۱۰ و در دو بخش آمار توصیفی و استنباطی انجام پذیرفت. در بخش آمار توصیفی شاخص‌های تمرکز و پراکنش متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گرفت و در بخش آمار استنباطی با استفاده از برازش مدل‌های رگرسیون داده‌های ترکیبی به آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته شد. مدل‌های مورد مطالعه در آزمون فرضیه‌های تحقیق، پیرو مطالعه فرک و همکاران (۲۰۲۱) عبارتند از:

#### مدل آزمون فرضیه اول:

$$MV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VBM_{i,t} + \beta_2 InstOwn_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Liquid_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

رابطه

به طوری که در این مدل، مثبت و معنادار بودن ضریب رگرسیونی  $\beta_1$  نشان دهنده تأثیرگذاری مستقیم مدیریت مبتنی بر ارزش بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها خواهد بود. و همچنین داریم:

$MV_{i,t}$ : ارزش بازار سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  است که از طریق لگاریتم طبیعی حاصلضرب تعداد سهام شرکت در قیمت پایانی سهام شرکت در آخرین روز معاملاتی سال  $t$  محاسبه می‌شود.  $VBM_{i,t}$ : معیار مدیریت مبتنی بر ارزش شرکت  $i$  در سال  $t$  است. باتوجه به اینکه مدیریت مبتنی بر ارزش بر افزایش ارزش شرکت و سهام‌داران در بلندمدت تأکید دارد، در این تحقیق به منظور سنجش فعالیت‌های مدیریت مبتنی بر ارزش در شرکت با تأکید بر ویژگی‌های اصلی مدیریت مبتنی بر ارزش، از بازده سرمایه‌گذاری منتهای نرخ هزینه سرمایه در شرکت استفاده شده است. به طوری که بازده سرمایه‌گذاری از طریق سود حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تقسیم بر ارزش سرمایه‌گذاری‌های شرکت محاسبه می‌شود و برای سنجش نرخ هزینه سرمایه نیز از نسبت بهره پرداختی بابت تأمین مالی به مجموع ارزش تأمین مالی و وجوه سرمایه‌گذاری شده شرکت استفاده شده است.

$InstOwn_{i,t}$ : مالکیت نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$  و برابر با نسبت سهام در اختیار مالکان نهادی به کل سهام منتشر شده شرکت است.

$Size_{i,t}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$  و برابر با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت است.

$Lev_{i,t}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$  و برابر با نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است.

$Growth_{i,t}$ : شاخص رشد شرکت  $i$  در سال  $t$  و برابر با نرخ رشد فروش محصولات و خدمات شرکت در هر سال نسبت به سال قبل است.

$Liquid_{i,t}$ : نقدشوندگی شرکت  $i$  در سال  $t$  و برابر با نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری شرکت است.

$ROA_{i,t}$ : سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$  و برابر با نسبت سود پس از کسر بهره و مالیات به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است.

#### مدل آزمون فرضیه دوم:

$$CAR_{i,t(-1:+1)} = \beta_0 + \beta_1 VBM_{i,t} + \beta_2 InstOwn_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Liquid_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

رابطه

به طوری که در این مدل، مثبت و معنادار بودن ضریب رگرسیونی  $\beta_1$  نشان دهنده تأثیرگذاری مستقیم مدیریت مبتنی بر ارزش بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها خواهد بود. و همچنین  $CAR_{i,t(-1:+1)}$  برابر با بازده غیرعادی انباشته شرکت در دوره ۱ روز قبل تا یک روز پس از انتشار صورت‌های مالی آن است و از مجموع بازده سهام شرکت در این ۳ روز منهای بازده بازار محاسبه می‌شود. یعنی:

$$CAR_{i,t(-1:+1)} = \sum_{j=-1}^{+1} (r_{i,t(j)} - r_{m,t(j)})$$

و در این رابطه  $r_{i,t(j)}$  برابر با بازده سهام شرکت  $i$  در روز  $j$ ام قبل از انتشار صورت مالی سال  $t$  و  $r_{m,t(j)}$  برابر با بازده بازار در روز  $j$ ام قبل از انتشار صورت مالی شرکت در سال  $t$  است. سایر متغیرهای مدل آزمون فرضیه دوم نیز، مشابه با مدل آزمون فرضیه اول تعریف و سنجیده می‌شوند.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

در تجزیه و تحلیل داده‌ها ابتدا به بررسی توصیفی داده‌های تحقیق پرداخته شده است. جدول (۱) نتایج شاخص‌های تمرکز و پراکنش متغیرها را طی دوره تحقیق نشان می‌دهد.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	چولگی	کشیدگی
ارزش بازار	۱۲/۵۶۲۶	۱۲/۵۶۹۹	۰/۷۷۲۷	۱۱/۲۰۲۴	۱۳/۸۹۹۸	-۰/۰۲۲۱	۱/۸۱۰۷
بازده غیرعادی	-۰/۰۱۲۴	-۰/۰۱۷۱	۰/۰۸۶۰	-۰/۱۵۵۹	۰/۱۳۶۶	۰/۰۴۷۹	۱/۷۴۲۹
مدیریت مبتنی بر ارزش	۰/۷۵۸۳	۰/۷۷۵۳	۰/۶۴۱۰	-۰/۳۴۶۱	۱/۸۶۰۰	-۰/۰۲۱۳	۱/۷۷۵۲
مالکیت نهادی	۰/۵۸۲۹	۰/۵۸۰۶	۰/۱۵۷۲	۰/۳۰۰۷	۰/۸۵۹۷	-۰/۰۲۳۸	۱/۸۴۶۵
اندازه شرکت	۱۴/۰۴۹۳	۱۴/۰۵۱۱	۰/۴۸۸۶	۱۳/۲۰۰۴	۱۴/۸۹۹۰	۰/۰۰۶۸	۱/۸۴۰۷
اهرم مالی	۰/۶۰۴۵	۰/۶۰۹۹	۰/۱۷۶۲	۰/۳۰۰۷	۰/۸۹۹۰	-۰/۰۲۸۳	۱/۷۷۹۳
شاخص رشد	۱/۱۱۴۹	۱/۰۹۲۸	۰/۶۹۰۷	-۰/۰۴۹۹	۲/۳۴۷۴	۰/۰۵۹۶	۱/۷۸۸۴
نقدشوندگی	۲/۵۷۵۶	۲/۵۸۹۷	۱/۰۰۱۳	۰/۸۴۲۸	۴/۳۵۶۴	۰/۰۲۲۵	۱/۸۲۴۹
سودآوری	۰/۵۷۵۸	۰/۵۷۸۳	۰/۴۶۰۱	-۰/۲۳۶۰	۱/۳۵۹۴	-۰/۰۲۲۹	۱/۸۱۳۹

متغیرهای تحقیق با استفاده از آزمون لوین-لین و چو در جدول (۲) ارائه شده است.

مطابق با نتایج جدول (۲) و سطوح معناداری کوچک تر از ۰/۰۵ در آزمون مانایی متغیرها، فرض مانایی تمامی متغیرهای مدل مورد تأیید قرار گرفت. پیش از برازش مدل‌های رگرسیونی تحقیق و به منظور تعیین نوع اثرات مقطعی در مدل‌ها از آزمون چاو استفاده شد. در این آزمون فرضیه وجود اثرات مقطعی در مدل‌های رگرسیونی تحقیق مورد آزمون قرار گرفت که نتایج آن مطابق با جدول (۳) بوده است.

سطوح معناداری بدست آمده از آزمون چاو در جدول (۳) نشان از عدم معناداری اثرات مقطعی در مدل‌های تحقیق دارد. از این رو هر دو مدل رگرسیونی تحقیق به روش داده‌های تلفیقی برازش داده شدند. جداول (۴) و (۵) نتایج حاصل از برآورد ضرایب رگرسیونی در این مدل‌ها و آزمون‌های مفروضات اولیه آنها را نشان می‌دهند.

مطابق با یافته‌های جدول (۱)، متوسط ارزش بازار شرکت‌ها طی دوره تحقیق برابر با ۱۲/۵۶۲۶ و میانگین بازده غیرعادی آنها در دوره انتشار صورت مالی برابر با ۰/۰۱۲۴- بدست آمده است. مدیریت مبتنی بر ارزش در شرکت‌ها به طور میانگین برابر با ۰/۷۵۸۳ و میزان مالکیت نهادی در شرکت‌ها برابر با ۰/۵۸۲۹ برآورد شده است. این نتایج نشان از ارزش آفرینی مثبت برای شرکت و سهام‌داران از طریق سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها داشته است. اندازه شرکت‌ها در مقیاس لگاریتمی دارای مقدار متوسط ۱۴/۰۴۹۳ و اهرم مالی آنها نیز به طور میانگین برابر با ۰/۶۰۴۵ برآورد شده است. شاخص رشد شرکت‌ها نشان از رشد ۱۱۱/۴۹ درصدی فروش آنها در هر دوره نسبت به دوره قبل داشته است. معیار نقدشوندگی نیز به طور متوسط برابر با ۲/۵۷۵۶ بدست آمده که نشان از نسبت تقریباً ۲/۵ برابری دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری شرکت‌ها دارد. همچنین معیار سودآوری شرکت‌ها نیز به طور میانگین برابر با ۰/۵۷۵۸ برآورد شده است. نتایج آزمون مانایی

جدول ۲: آزمون مانایی متغیرها

متغیر	آماره LLC	معناداری
ارزش بازار	-۲۸/۷۳۵۹	۰/۰۰۰۰
بازده غیرعادی	-۲۶/۶۴۰۹	۰/۰۰۰۰
مدیریت مبتنی بر ارزش	-۳۲/۰۱۷۹	۰/۰۰۰۰
مالکیت نهادی	-۲۷/۵۱۹۴	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۲۶/۴۸۳۸	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۳۱/۴۸۸۸	۰/۰۰۰۰
شاخص رشد	-۲۶/۲۹۸۸	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی	-۳۸/۷۹۳۷	۰/۰۰۰۰
سودآوری	-۲۵/۵۰۴۷	۰/۰۰۰۰

جدول ۳: نتایج آزمون‌های تشخیصی چاو

مدل	آماره $F$	درجه آزادی	معناداری
مدل آزمون فرضیه اول	۱/۰۲۰۲۰	(۱۵۳، ۹۱۷)	۰/۴۲۴۰
مدل آزمون فرضیه دوم	۱/۰۶۶۰۷	(۹۱۷، ۱۵۳)	۰/۲۹۰۸

جدول ۴: نتایج برآورد ضرایب مدل آزمون فرضیه اول (متغیر وابسته ارزش بازار سهام)

متغیر توضیحی	ضریب	آماره $t$	معناداری	VIF
مدیریت مبتنی بر ارزش	۰/۰۹۳۱	۲/۷۶۱۶	۰/۰۰۵۸	۱/۰۰۳۰
مالکیت نهادی	-۱/۵۸۰۷	-۱۳/۹۱۹۸	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۵۹
اندازه شرکت	۰/۴۱۷۲	۱۲/۳۳۷۷	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۳۰
اهرم مالی	۰/۰۲۴۰	۰/۲۵۲۸	۰/۸۰۰۴	۱/۰۱۲۷
شاخص رشد	۰/۰۴۶۲	۱/۳۸۶۶	۰/۱۶۵۸	۱/۰۰۲۷
نقدشوندگی	۰/۳۱۰۰	۱۳/۸۳۹۶	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۱۰
سودآوری	۰/۲۴۹۰	۴/۹۳۸۵	۰/۰۰۰۰	۱/۰۱۱۹
مقدار ثابت	۶/۶۵۷۴	۱۲/۴۴۹۴	۰/۰۰۰۰	-
آزمون تحلیل واریانس (معناداری)	۱۴۳/۱۹۹۰ (۰/۰۰۰۱)			
ضریب تعیین (تعدیل شده)	۰/۴۸۳۶ (۰/۴۸۰۳)			
آزمون بروش پاگان گادفری (معناداری)	۱/۶۸۳۸ (۰/۱۰۹۱)			
آزمون بروش گادفری (معناداری)	۰/۴۹۱۱ (۰/۶۱۲۱)			
آزمون چارک-برا (معناداری)	۶/۱۴۷۶ (۰/۰۹۶۷)			

داشته و فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تأیید قرار گرفت. این یافته‌ها حاکی از این است که با افزایش بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در مقایسه با نرخ هزینه سرمایه متحمل شده شرکت، ارزش بازار سهام شرکت نیز افزایش خواهد یافت. به بیان دیگر، زمانی که بازده محقق شده فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مدیران، بتواند هزینه‌های ناشی از تأمین مالی و بهره‌های شرکت را تأمین کند، می‌توان انتظارات مثبتی از واکنش سهام‌داران به سهام شرکت داشت. بر این اساس، یافته‌های این فرضیه مورد انتظار بوده است.

همچنین نتایج نشان می‌دهد که نسبت مالکیت نهادی، اندازه شرکت، نقدشوندگی و سودآوری به عنوان متغیرهای کنترلی تأثیرگذاری معناداری بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها داشته‌اند، در حالی که تأثیر اهرم مالی و شاخص رشد در مدل معنادار بدست نیامده است. همچنین مقادیر شاخص همخطی VIF نیز نشان از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل داشته است. از این رو می‌توان مطمئن بود که دقت برآورد ضرایب مدل تحت تأثیر روابط درونی متغیرهای توضیحی نبوده است.

سطح معناداری کلی مدل رگرسیونی کوچک‌تر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از معناداری کلی مدل دارد و مطابق با ضریب تعیین تعدیل شده مدل، متغیرهای توضیحی می‌توانند تا ۴۸/۰۳ درصد از تغییرات موجود در ارزش بازار سهام شرکت را تبیین نمایند. همچنین سطوح معناداری آزمون‌های بروش پاگان گادفری ( $p\text{-value} = ۰/۱۰۹۱$ )، بروش گادفری ( $p\text{-value} = ۰/۶۱۲۱$ ) و چارک-برا ( $p\text{-value} = ۰/۰۹۶۷$ ) نیز با مقادیر بزرگتر از ۰/۰۵ به ترتیب نشان دهنده همسانی واریانس، استقلال و نرمال بودن توزیع جملات خطا بوده‌اند.

در بررسی معناداری ضرایب رگرسیونی و آزمون فرضیه اول تحقیق، به معناداری اثر مدیریت مبتنی بر ارزش بر روی ارزش بازار سهام شرکت‌ها استناد شده است. سطح معناداری این اثر در مدل تحقیق کوچک‌تر از ۰/۰۵ بدست آمده ( $p\text{-value} = ۰/۰۰۵۸$ ) که نشان از معناداری تأثیر مدیریت مبتنی بر ارزش بر روی ارزش بازار سهام شرکت دارد. همچنین ضریب تأثیر رگرسیونی مثبت این متغیر در مدل ( $\beta = ۰/۰۹۳۱$ ) نشان از تأثیرگذاری مستقیم آن بر روی ارزش بازار سهام داشته است. از این رو می‌توان نتیجه گرفت که مدیریت مبتنی بر ارزش تأثیر مستقیم و معناداری بر روی ارزش بازار سهام شرکت



جدول ۵: نتایج برآورد ضرایب مدل آزمون فرضیه دوم (متغیر وابسته بازده غیرعادی)

متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	معناداری	VIF
مدیریت مبتنی بر ارزش	-۰/۰۳۲۸	-۹/۳۸۶۳	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۳۰
مالکیت نهادی	۰/۰۴۶۸	۳/۹۷۶۴	۰/۰۰۰۱	۱/۰۰۵۹
اندازه شرکت	-۰/۰۴۰۴	-۱۱/۵۳۳۳۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۳۰
اهرم مالی	۰/۱۹۲۷	۱۹/۵۵۴۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۱۲۷
شاخص رشد	۰/۰۰۷۹	۲/۳۱۱۲	۰/۰۲۱۰	۱/۰۰۲۷
نقدشوندگی	۰/۰۲۶۳	۱۱/۳۵۹۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۱۰
سودآوری	-۰/۰۵۰۶	-۹/۶۸۴۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۱۱۹
مقدار ثابت	۰/۳۹۲۸	۷/۰۸۴۷	۰/۰۰۰۰	-
آزمون تحلیل واریانس (معناداری)		۱۶۸/۰۱۲۳ (۰/۰۰۰۱)		
ضریب تعیین (تعدیل شده)		۰/۵۲۳۶ (۰/۵۲۰۴)		
آزمون بروش پاگان گادفری (معناداری)		۰/۶۱۴۲ (۰/۷۴۴۵)		
آزمون بروش گادفری (معناداری)		۰/۵۹۰۶ (۰/۵۵۴۱)		
آزمون جاک-برا (معناداری)		۰/۱۱۸۵ (۰/۵۱۳۹)		

افشای صورت‌های مالی، اثرات کوتاه مدت (۳ روزه) منفی بر روی بازده غیر عادی سهام شرکت داشته است. به بیان دیگر، در دوره ۱ روزه قبل تا بعد از انتشار صورت‌های مالی شرکت، بازده سهام شرکت به طور متوسط از بازده بازار کمتر بوده است و این نتایج را می‌توان ناشی از واکنش سهام‌داران به اخبار محتمل شرکت نیز دانست. اما از آنجا که طبق فرضیه تحقیق، انتظار اثرات مستقیم مدیریت مبتنی بر ارزش بر روی بازده غیرعادی سهام شرکت وجود داشته، این یافته‌ها مورد انتظار نبوده‌اند. همچنین این یافته‌ها نشان می‌دهد که مدیریت مبتنی بر ارزش که با هدف افزایش ارزش دارایی‌ها و ثروت سهام‌داران صورت می‌گیرد، اگرچه ارزش بازار سهام شرکت‌ها را افزایش می‌دهد، اما میزان افزایش ارزش ناشی از مدیریت ارزش در شرکت‌ها، در مقایسه با افزایش بازده کلی بازار قابل توجه نبوده است.

همچنین نتایج نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای کنترلی این مدل، شامل: نسبت مالکیت نهادی، اندازه شرکت، نقدشوندگی، سودآوری، اهرم مالی و شاخص رشد به عنوان متغیرهای کنترلی تأثیرگذاری معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها داشته‌اند. مقادیر شاخص همخطی VIF نیز نشان از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی مدل داشته است. بنابراین، دقت برآورد ضرایب مدل تحت تأثیر روابط درونی متغیرهای توضیحی نبوده است.

در آزمون فرضیه دوم تحقیق نیز مشاهده می‌شود که سطح معناداری کلی مدل رگرسیونی کوچک‌تر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از معناداری کلی مدل دارد و مطابق با ضریب تعیین تعدیل شده مدل، متغیرهای توضیحی می‌توانند تا ۵۲/۰۴ درصد از تغییرات موجود در بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها را تبیین نمایند. همچنین سطوح معناداری آزمون‌های بروش پاگان گادفری ( $p\text{-value} = ۰/۷۴۴۵$ )، بروش گادفری ( $p\text{-value} = ۰/۵۵۴۱$ ) و جاک-برا ( $p\text{-value} = ۰/۵۱۳۹$ ) نیز با مقادیر بزرگتر از ۰/۰۵ به ترتیب نشان دهنده همسانی واریانس، استقلال و نرمال بودن توزیع جملات خطا بوده‌اند.

در بررسی معناداری ضرایب رگرسیونی و آزمون فرضیه دوم تحقیق، به معناداری اثر مدیریت مبتنی بر ارزش بر روی بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها استناد شده است. سطح معناداری این اثر در مدل تحقیق کوچک‌تر از ۰/۰۵ بدست آمده ( $p\text{-value} = ۰/۰۰۰۰$ ) که نشان از معناداری تأثیر مدیریت مبتنی بر ارزش بر روی بازده غیرعادی سهام شرکت دارد. ضریب تأثیر رگرسیونی منفی این متغیر در مدل ( $\beta = -۰/۰۳۲۸$ ) نشان از تأثیرگذاری معکوس آن بر روی بازده غیرعادی سهام داشته است. از این رو می‌توان نتیجه گرفت که مدیریت مبتنی بر ارزش تأثیر معکوس و معناداری بر روی ارزش بازار سهام شرکت داشته و فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تأیید قرار نگرفته است. در راستای تبیین یافته‌های این فرضیه به نظر می‌رسد که اثرات مدیریت مبتنی بر ارزش در دوره‌های

## ۶- بحث و نتیجه گیری

و تضاد منافع، می‌تواند نقش بسزایی در افزایش ارزش، طبق تعریف آن داشته باشد، اما میزان اثربخشی مدیریت مبتنی بر ارزش بر افزایش ارزش سهام، باتوجه به شرایط کلی بازار متغیر است و طبق نتایج نیز مشاهده شد که این تأثیرگذاری می‌تواند لزوماً منجر به رشد ارزشی همسو با افزایش بازده بازار نشود. از این رو پیشنهاد می‌شود که در پیاده‌سازی مدیریت مبتنی بر ارزش در شرکت، فعالیت‌های تحکیم‌کننده اثرات این شیوه مدیریتی، در راستای همسوسازی بازده مثبت سهام با بازده بازار نیز مورد توجه مدیران قرار گیرد. کاهش هزینه‌های بهره شرکت و در نتیجه، افزایش برآمد مدیریت مبتنی بر ارزش از طریق تأمین مالی از محل منابع کم هزینه می‌تواند موثر واقع شود. در نظر گرفتن بازده و هزینه سرمایه‌گذاری به طور هم‌زمان از دیگر پیشنهاداتی است که می‌تواند پیاده‌سازی اهداف مدیریت مبتنی بر ارزش در شرکت را تسهیل نماید. همچنین با توجه به یافته‌های فرضیه دوم تحقیق پیشنهاد می‌شود تأثیر مدیریت مبتنی بر ارزش بر بازده غیرعادی سهام شرکت، در دوره‌های نزولی و صعودی بازار به تفکیک مورد مطالعه قرار گیرد تا از این طریق، همسویی بازده سهام با بازده بازار در شرکت‌های با مدیریت ارزش بالا و پایین مورد مقایسه قرار گیرد.

## فهرست منابع

- \* حجازی، ر.؛ عارف منش، ز. (۱۳۹۴). مدیریت بر مبنای ارزش، راهبری شرکتی و کارآفرینی شرکت: چارچوب اقتضایی. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۵(۲)، ۱-۱۸.
- \* خوانساری، ن. (۱۳۹۳). مدیریت مبتنی بر ارزش، عملکرد مالی و ویژگی‌های تجاری شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، دانشکده علوم اجتماعی.
- \* رهنمای رودپشتی، ف.؛ افتخاری علی آبادی، ا. (۱۳۸۹). تدوین راهبرد با رویکرد ارزش آفرینی در موسسات مالی. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)*، ۱۲۹-۱۴۹.
- \* کردستانی، غ.؛ خوانساری، ن. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط رتبه‌ی مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی شرکت. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۵(۱۸)، ۱۰۵-۱۱۷.
- \* مردانیان، م. (۱۳۹۷). *توسعه مدلی برای کنترل هزینه‌های پروژه‌های ساخت مبتنی بر ترکیب رویکرد مدیریت ارزش کسب‌شده و مدل منحنی یادگیری*، پایان نامه کارشناسی

در این تحقیق، به بررسی تأثیر مدیریت مبتنی بر ارزش بر عملکرد بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. به منظور سنجش عملکرد بازار شرکت از دو معیار ارزش بازار سهام و بازده غیرعادی تجمعی سهام در دوره ۱ روزه قبل تا بعد از انتشار صورت‌های مالی استفاده شد. نتایج نشان داد که مدیریت مبتنی بر ارزش تأثیرگذاری مستقیم و معناداری بر روی ارزش بازار سهام شرکت داشته است. مطابق با نتایج تحقیقات فرک و همکاران (۲۰۲۱)، هنیگ و همکاران (۲۰۲۰)، فرک و همکاران (۲۰۱۹)، نائر و همکاران (۲۰۱۸) و کردستانی و خوانساری (۱۳۹۵) نیز این تأثیرگذاری مورد انتظار بوده است. اگرچه در تحقیقات مذکور از معیارهای متفاوتی برای سنجش مدیریت مبتنی بر ارزش استفاده شده، اما یافته‌ها در راستای تأثیرگذاری مستقیم مدیریت مبتنی بر ارزش بر ارزش سهام شرکت‌ها مورد انتظار بوده است. از این رو یافته‌های تحقیق همسو با نتایج تحقیقات مذکور بوده است. اما یافته‌های تحقیق در راستای تأثیرگذاری معکوس مدیریت مبتنی بر ارزش بر روی بازده غیرعادی، نتایج تحقیقات پیشین را تأیید نمی‌کند و با این نتایج ناهمسو بوده است. از آنجا که بازده غیرعادی انباشته به عنوان یک معیار از واکنش سهام‌داران به اخبار شرکتی مورد مطالعه قرار می‌گیرد، انتظار بر این بوده که مدیریت مبتنی بر ارزش اثرات مستقیم و مطلوبی بر واکنش سهام‌داران به سهام شرکت داشته باشد. اما باید توجه داشت که زمان انتشار صورت‌های مالی، بسیاری از اطلاعات مرتبط با عملکرد شرکت نیز مورد نشر قرار می‌گیرد که شاید نزد سهام‌داران از اهمیت بالاتری برخوردار است. لذا نمی‌توان به طور حتمی ادعا نمود که اثر مدیریت مبتنی بر ارزش بر روی بازده غیرعادی سهام، از اثر سایر عوامل بالقوه تفکیک شده است. تبیین این نتایج نشان می‌دهد که مدیریت مبتنی بر ارزش را می‌توان به عنوان یک عامل نظارتی بر تصمیمات مدیران و در راستای کاهش هزینه‌های نمایندگی بکار گرفت. اما در راستای پیاده‌سازی آن و مشاهده نتایج و پیامدهای مثبت آن در بازار سرمایه، ابتدا باید نسبت به شفاف‌سازی عملکرد مدیران در خصوص حداکثرسازی ثروت سهام‌داران اقدام نمود. از این رو آگاه‌سازی سهام‌داران نسبت به کاهش هزینه‌های نمایندگی و تعارض منافع در شرکت از اولین اقدامات مدیریت به شمار می‌آید که می‌تواند اثرات مدیریت مبتنی بر ارزش را بر شاخص‌های عملکرد بازار شرکت محسوس‌تر سازد. بنابراین، مدیریت مبتنی بر ارزش با هدف کاهش هزینه‌های نمایندگی

- value-based management perspective', *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, 349-410.
- \* Knauer, T., Silge, L., Sommer, F., (2018). *The shareholder value effects of using valuebased performance measures: evidence from acquisitions and divestments*. *Manag. Account. Res.* 41, 43-61.
- \* Laamanen, T., Brauer, M., Junna, O., (2014). *Performance of acquirers of divested assets: Evidence from the U.S. software industry*. *Strateg. Manag. J.* 35, 914-925.
- \* Li, K., Mai, F., Shen, R., Yan, X., (2020). *Measuring corporate culture using machine learning*. *Rev. Financ. Stud.* forthcoming.
- \* Lueg, R. and U. Schäffer (2010). *Assessing empirical research on value-based management: Guidelines for improved hypothesis testing*, *Journal für Betriebswirtschaft*, Vol. 60, 1-60.
- \* Rappaport, A. (1981), 'Selecting strategies that create shareholder value', *Harvard Business Review*, Vol. 59,139-149.
- \* Ryan, H.E. and E.A. Trahan (2007). *Corporate financial control mechanisms and firm performance: The case of value-based management systems*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, 111-135.
- \* Schultze, W., List, T., Schabert, B., Dinh, T., (2018). *Economic consequences of implementing and communicating value based management systems*. *J. Bus. Financ Account.* 45, 511-543.
- \* Thywissen, C., Pidun, U., zu Knyphausen-Aufseß, D., (2018). *Process matters the relevance of the decision making process for divestiture outcomes*. *Long Range Plann.* 51, 267-284.
- \* Vidal, E., Mitchell, W., (2015). *Adding by subtracting: the relationship between performance feedback and resource reconfiguration through divestitures*. *Organ. Sci.* 26, 1101-1118.
- ارشد، دانشگاه پیام نور استان تهران، مرکز پیام نور تهران شمال.
- \* Balachandran, S.V. (2006), 'How Does Residual Income Affect Investment? The Role of Prior Performance Measures', *Management Science*, Vol. 52, pp. 383-394.
- \* Bentley, K.A., Omer, T.C., Sharp, N.Y., (2013). *Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort*. *Contemp. Account. Res.* 30, 780-817.
- \* Bergh, D.D., Peruffo, E., Chiu, W.T., Connelly, B., Hitt, M.A., (2020). *Market response to divestiture announcements: a screening theory perspective*. *Strateg. Healthc. Excell.* 18, 547-572.
- \* Busenbark, J.R., Wiseman, R.M., Arrfelt, M., Woo, H.-S., (2017). *A review of the internal capital allocation literature: piecing together the capital allocation puzzle*. *J. Manage.* 43, 2430-2455.
- \* Chen, S., Feldman, E.R., (2018). *Activist-impelled divestitures and shareholder value*. *Strateg. Manag. J.* 39, 2726-2744.
- \* D'Mello, R., Gao, X., Jia, Y., (2017). *Internal control and internal capital allocation: evidence from internal capital markets of multi-segment firms*. *Rev. Account. Stud.* 22, 251-287.
- \* Davies, M. (2000). *Value-based management in practice: a critical review*, in: *Value-based management: context and application*, ed. by G. Arnold and M. Davies, Wiley.
- \* Firk S., Richter S., Wolff M. (2021). *Does value-based management facilitate managerial decision-making? An analysis of divestiture decisions*, *Management Accounting Research*, 51 (2021) 100736.
- \* Firk, S., Maybuechen, F., Oehmichen, J., Wolff, M., (2019). *Value-based management and merger & acquisition returns: a multi-level contingency model*. *Eur. Account. Rev.* 28, 451-482.
- \* Firk, S., Schrapp, S., Wolff, M., (2016). *Drivers of value creation – the role of value-based management and underlying institutions*. *Manag. Account. Res.* 33, 42-60.
- \* Govindarajan, V., Rajgopal, S., Srivastava, A., (2018). *Why financial statements don't work for digital companies*. *Harv. Bus. Rev.* 1-6.
- \* Harrison, J.S., Thurgood, G.R., Boivie, S., Pfarrer, M.D., (2019). *Measuring CEO personality: developing, validating, and testing a linguistic tool*. *Strateg. Manag. J.* 40, 1316-1330.
- \* Hennig, J.C., Firk, S., Wolff, M., Coskun, H., (2020). *Doing well by doing good: drivers of firms' economic motivation for environmental management control system implementation*. *SSRN Working Paper*.
- \* Itner, C.D. and D.F. Larcker (2001), 'Assessing empirical research in managerial accounting: A

پیوست

فهرست شرکت‌های مورد مطالعه

کمک فتر ایندامین	سیمان شاهرود	چرخشگر	الکترونیک خودرو شرق
کنتورسازی ایران	سیمان شمال	چینی ایران	اما
کیمیدارو	سیمان صوفیان	حمل و نقل بین المللی خلیج فارس	ایران تایر
گازلوله	سیمان قائن	حمل و نقل توکا	ایران خودرو
گروه بهمن	سیمان کارون	خدمات کشاورزی	ایران خودرو دیزل
گل گهر	سیمان کرمان	داده پردازی ایران	ایران دارو
لاستیک سپند	سیمان مازندران	دارو ابوریحان	ایران مریونس
لامپ پارس شهاب	سینادارو	دارو اسوه	ایرکا پارت صنعت
لبنیات پاک	شهد ایران	دارو اکسیر	آبسال
لعابیران	شهد قندی	دارو امین	آذراب
لنت ترمز	شیشه دارویی رازی	دارو جایزین حیان	آلومتک
لوله و ماشین سازی	شیشه و گاز	دارو رازک	آلومراد
ماشین سازی نیرو محرکه	شیمی داروپخش	دارو زهراوی	آهنگری تراکتور
محور خودرو	شیمیایی سینا	دارو فارابی	باما
محورسازان	صنایع ریخته گری ایران	دارو لقمان	بهسرام
مس باهنر	صنعتی بارز	داروپخش	بهنوش
معادن بافق	صنعتی سپاهان	داروسازی کوثر	بیسکویت گرچی
معادن روی ایران	فرآورده تزریقی	دشت مرغاب	پارس پامچال
معادن منگنز ایران	فرآورده های نسوز آذر	دوده صنعتی پارس	پارس خزر
معدنی املاح ایران	فرآوری مواد معدنی	ذغالسنگ نگین	پارس خودرو
معدنی دماوند	فروسیلیس ایران	رادیاتور ایران	پارس دارو
مگسال	فترسازی خاور	روز دارو	پارس سوئیچ
ملی سرب و روی	فولاد امیرکبیر کاشان	رینگ سازی مشهد	پارس مینو
مهرکام پارس	فیبر ایران	زاگرس فارمد پارس	پتروشیمی آبادان
مواد داروپخش	قطعات اتومبیل	زامیاد	پتروشیمی خارک
موتورسازان تراکتور	قند اصفهان	سازه پوشش	پتروشیمی شازند
نساجی بروجرد	قند قزوین	سالمین	پتروشیمی شیراز
نصیر ماشین	قند نقش جهان	سایپا	پتروشیمی فارابی
نفت بهران	کارتن ایران	سایپا آذین	پشم شیشه ایران
نفت پارس	کارخانجات داروپخش	سایپا دیزل	پگاه اصفهان
نورد آلومینیوم	کاشی الوند	سایپا شیشه	پگاه خراسان
نورد قطعات فولادی	کاشی پارس	سخت آژند	پلاسکوکار سایپا
نوش مازندران	کاشی حافظ	سولیران	تامین مواد اولیه فولاد صبانور
نیرو محرکه	کاشی نیلو	سیمان ارومیه	تایید واتر خاورمیانه
نیروترانس	کاغذ سازی کاوه	سیمان اصفهان	تکنوتار
نیروکلر	کالسیمین	سیمان آبیک	تکین کو
رایان سایپا	کربن ایران	سیمان آرتا اردبیل	توسعه صنایع بهشهر
	کشت و صنعت پیادز	سیمان تهران	جام دارو
	کمباین سازی	سیمان داراب	چادرملو

# **The Effect of Value-Based Management on the Market Performance of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange**

*Nemat Rostami Mazoue<sup>1</sup>*

*1 Assistant Professor of Accounting , chalous Branch, Islamic Azad University, chalous, Iran.( Corresponding author) nrostami60@gmail.com*

*Zahra Shirkavand<sup>2</sup>*

*2- Ph.D Student of Accounting , chalous Branch, Islamic Azad University, Iran*

## ***Abstract***

*Purpose: During the last few decades, various studies have investigated the performance implications of value-based management. While many studies indicate that firms that implement a value-based metric within their control and reporting systems can outperform their peers who opt against implementing such a metric. In this regard, the present study examines the impact of value-based management on the market performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange to assess the accuracy of this claim in the Iranian stock market as a developing country.*

*Method: In order to measure the company's market performance, two criteria of stock market value and abnormal cumulative stock returns in the period of 1 day before and after the publication of financial statements were used. Also, in order to measure value-based management, the difference between the rate of return on investment and the rate of cost of capital was used to include the main feature of value-based management in measuring it. The research method was descriptive-correlational and the statistical population of the study included all companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2014 to 2020 that 154 companies were analyzed as the final sample. Research data were extracted using Rahavard Novin software and through the annual financial statements of companies and were analyzed using panel data regression.*

*Findings: The results of fitting the research models showed that value-based management had a direct and significant effect on the value of the company's stock market, while its effect on the company's accumulated abnormal returns was obtained in the opposite and significant direction.*

*Conclusion: According to these results, it seems that value-based management in the view of shareholders has been less important than other factors and financial characteristics of the company.*

*Keywords: Value-Based Management, Market Value, Abnormal Return*

