

مدیریت بر مبنای ارزش

مهندس بابک مردانی گیوی

فارغ التحصیل کارشناسی ارشد مدیریت ساخت از واحد علوم و تحقیقات

واژه‌های کلیدی:

مدیریت بر مبنای ارزش (VBM)، عملکرد قیمت سهام، ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، ارزش گذاری، جریان نقدینگی تنزیل شده (DCF)

چکیده:

در این مقاله رویکرد مدیریت بر مبنای ارزش و ساختار آن تشریح شده و سوابق تحقیقات انجام شده در این زمینه به اختصار ذکر گردیده است. همچنین برای نشان دادن تأثیر واقعی به کارگیری این رویکرد مدیریتی در افزایش ارزش شرکت‌ها و عملکرد قیمت سهام آنها، نتایج گسترده ترین و جدیدترین تحقیقات انجام شده در ایالات متحده آمریکا و کانادا ارائه شده است که بر مبنای نظرخواهی از عده زیادی از مدیران ارشد اجرایی شرکت‌های کانادایی بوده و رابطه تعدادی از متغیرها از جمله عملکرد قیمت سهام را با احتمال استفاده از VBM در مقایسه با عدم بهره گیری از آن، از راه تحلیل رگرسیون یک روش کیفی به نام تحلیل Logit بررسی می کند. براساس تحقیق انجام شده، روشهای VBM به طور گسترده‌ای در کانادا مورد استفاده قرار می گیرند. میزان استفاده از این روش‌ها در میان شرکت‌های بزرگتر که دارای مدیران اجرایی جوانتر، تحصیل کرده تر و دارای پیش زمینه مدیریت مالی یا حسابداری هستند، بیشتر است. با این وجود، استفاده کمتر از EVA که یکی از عوامل تعیین کننده در سیستم VBM است، بیانگر برخی از دلایل عملکرد پایین بازار کانادا در مقایسه با بازار آمریکا در دهه ۱۹۹۰ است.

مقدمه:

نتیجه بیشترین ارزش را دریافت کنیم؟ و این مفهوم تنها ویژه مدیریت ارشد نیست. بلکه در تمامی سطوح سازمان قابل اجرا است [۳].

تمرکز بر روی ایجاد ارزش در طی سالهای اخیر در سرتاسر دنیا افزایش پیدا کرده است. نیروی محرکه ای که در پس این تغییر قرار دارد عبارت است از رقابتی تر شدن محیط کسب و کار و فعالیت بیشتر سرمایه گذاران که باعث شده تا موسسات یا افراد سرمایه گذار، انتظار سطوح بالاتری از عملکرد را داشته باشند. VBM همچنین توجه رسانه‌ها و جامعه سرمایه گذاری را به خود جلب کرده است [۲]. مقالات اخیر در مجله Fortune شامل لیست ۱۰۰۰ شرکت برتر که بر مبنای میزان افزایش در ارزش بازارشان در دهه گذشته رتبه بندی شده اند، می باشد [۴]. علاوه بر این «Canadian Investment Review» مرتباً گزارش ۵۰ ارزش آفرین برتر را ارائه می دهد [۵]. این مقالات چندین شرکت را که روشهای VBM را اتخاذ کرده اند، مورد مطالعه قرار می دهد، رایج ترین روشهای مورد استفاده عبارتند از: روش جریان نقدینگی تنزیل شده (DCF)، بازده جریان نقدینگی سرمایه گذاری CFROI، بازده سرمایه گذاری ROIC و ارزش افزوده اقتصادی (EVA).

در این مقاله پس از شرح ساختار سیستم VBM، میزان استفاده از روشهای VBM در میان شرکت های کانادایی و خصوصیات این شرکت ها از قبیل اندازه، سوددهی، عملکرد قیمت سهام، صنعت و همچنین سن، پیش زمینه و تحصیلات مدیران اجرایی مسئول معرفی VBM در این شرکت ها مورد بررسی قرار می گیرد.

پیشرفتهای سریع در تکنولوژی و ارتباطات در چند دهه اخیر، رقابتی شدن فزاینده محیط کسب و کار، محدودیت منابع و عواملی از این دست، از جمله چالشهای موجود پیش روی مدیران و سهامداران شرکتهاست که منجر به پدید آمدن و توسعه ابزارهای خاص مدیریتی مانند مدیریت پروژه شده است. رویکردی که به عقیده Kerzner امکان پاسخگویی سریع به تغییرات محیط پویای کسب و کار امروزی را فراهم میکند [۱]. اما از آنجا که هدف از تأسیس شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران می باشد، نیل به این هدف نه تنها نیازمند اجرای تکنیکهای مدرن مدیریتی از جمله مدیریت پروژه می باشد، بلکه به میزان زیادی وابسته به همسو بودن اهداف مدیران پروژه، اعضای تیم پروژه، و سایر مدیران و پرسنل شرکتها با اهداف سهامداران است.

مدیریت بر مبنای ارزش یا VBM یک فلسفه مدیریتی است که از ابزارها و فرایندهای تحلیلی برای متمرکز کردن سازمان بر روی هدفی واحد یعنی ایجاد ارزش برای سهامداران استفاده می کند. در این روش تصمیمها با توجه به تأثیرشان بر روی ارزش کل شرکت اولویت بندی می شوند [۲،۳].

مفهوم پایه‌ای VBM عبارتست از تبدیل، DCF، EVA و سایر مدل‌های ارزش گذاری مشابه به یک ابزار مدیریتی برای به وجود آوردن یک استراتژی اساسی و همینطور تصمیمات عملیاتی روزانه. بنابراین در VBM سوال اصلی این است که: ما چگونه شرکت خود را مدیریت کنیم تا بیشترین جریانهای نقدینگی آینده و در

تمرکز بر روی ایجاد ارزش در طی سالهای اخیر در سرتاسر دنیا افزایش پیدا کرده است. نیروی محرکه ای که در پس این تغییر قرار دارد عبارت است از رقابتی تر شدن محیط کسب و کار و فعالیت بیشتر سرمایه گذاران که باعث شده تا موسسات یا افراد سرمایه گذار، انتظار سطوح بالاتری از عملکرد را داشته باشند



و Peters نیز قابلیت EVA را به عنوان شاخصی از ارزش افزوده بازار مورد بررسی قرار داده و به این نتیجه رسیده اند که هزینه حاشیه ای استفاده از EVA به عنوان شاخصی برای ارزش افزوده بازار با هیچکدام از سودهای حاشیه ای قابل مقایسه نیست [۹].

EVA از بحث انگیزترین روش های مطالعه شده در میان روشهای VBM بوده است. Bey و Anderson در یافتند که EVA در طول زمان تغییرات زیادی دارد و به شدت وابسته به متغیرهای حسابداری است [۱۰]. در تضاد با این موضوع، تحقیق O»Byrne نشان می دهد که در قیاس با تغییرات در درآمدها، EVA تغییرات در بازده ده ساله و بخصوص ۵ ساله سهام را بسیار بهتر تشریح می کند [۱۱]. Appleby عقیده دارد که EVA شاخصی است که به عملکرد گذشته شرکت نگاه می کند و هیچ مشخصه ای از عملکرد آینده شرکت را نشان نمی دهد [۱۲]. برخلاف این نظریه، Capbell و Chamberlain اظهار داشته اند که EVA به مدیریت این اجازه را می دهد که به سرعت راه پیش روی شرکت را ببیند و بنابراین EVA نشانگر خوبی از عملکرد آینده شرکت است [۱۳]. به علاوه Wallace تاکید دارد که قدرتمندترین ویژگی EVA مناسب بودن آن برای سیستمهای تشویقی مدیریت است [۱۴]. برخلاف Wallace، تحقیق اخیر Griffith عملکرد شرکتهایی را که سیستم تشویقی خود را بر مبنای VBM پیاده کرده اند، مورد ارزیابی قرار داده و به این نتیجه رسیده است که عملکرد این شرکت ها در بازار بهبود پیدا نکرده است [۱۵].

Wallace در طی یک تحقیق تجربی و همچنین

همچنین با توجه به مشابهت قوانین حکومتی، اقتصاد، سیستم حقوقی و شیوه کسب و کار در آمریکا و کانادا، نتایج بدست آمده در کانادا و آمریکا مورد مقایسه قرار می گیرند. در طی سالهای ۱۹۹۵ تا ۱۹۹۸ رشد Dow Jory Industrial Average ۱۳۹/۴۵ درصد بود، در حالی که رشد شاخص بورس سهام Toronto (TSX) -۳۰۰ در این مدت فقط ۵۹/۹۳ درصد بوده که نتیجه عملکرد عالی تنها تعدادی از شرکت های کانادایی بوده است. در این مطالعه شواهدی مبنی بر اینکه آیا میزان به کارگیری یا عدم به کارگیری VBM یکی از دلایل تفاوت در رشد این شاخصها بوده است یا نه، ارائه می گردد. ساختار ادامه مقاله به این شکل است: ادبیات موجود در زمینه VBM، شرح ساختار VBM، شرح مختصری از اطلاعات و روش شناسی، ارائه نتایج تجربی و در پایان نتیجه گیری و تفسیر نتایج.

بررسی ادبیات:

مطالعات در مورد روشهای VBM از زمان ارائه نظریه محققان مبنی بر نامناسب بودن شاخصهای متداول حسابداری برای ارزیابی عملکرد یک شرکت آغاز شد [۲]. Hanlon و O»Peasnell در یافتند که EPS رفتارهای کوتاه مدت را تشویق می کند و این اعتقاد را در مدیران بوجود می آورد که سهامداران منابع بسیار کم هزینه ای از سرمایه هستند [۶]. Bartunek و Stephens بیان می کنند که EPS، ROE و رشد درآمدها را می توان با تغییر روشهای حسابداری شرکت تغییر داد [۷]. O»Byrne نیز بیان می کند که تغییرات ۵ ساله در درآمدها فقط ۲۴ درصد از تغییرات در ارزش بازار را توجیه می کند [۸]. Kramer

مطالعات در مورد
روشهای VBM از زمان
ارائه نظریه محققان
مبنی بر نامناسب بودن
شاخصهای متداول
حسابداری برای ارزیابی
عملکرد یک شرکت
آغاز شد

همچنین عملکرد قیمت سهام شرکت های استفاده کننده از این سیستم در در مقایسه شرکت های بی بهره از آن بررسی می کند تا درک بهتری از کاربرد عملی این سیستم مدیریتی برای خواننده ایجاد نماید.

ساختار سیستم VBM [۳]:

شاید بتوان دو تفاوت عمده بین استفاده از VBM به جای مدیریت تنها بر مبنای درآمدها را به شرح زیر بیان کرد:

- در VBM علاوه بر مدیریت صورت سود و زیان، مدیریت ترانزنامه نیز کاملاً ضروری است. چرا که افزایش یا کاهش در سرمایه بکار گرفته شده در موجودی انبارها، حسابهای مشتریان و... جریانهای نقدینگی آتی و در پی آن ارزش را تحت تاثیر قرار می دهد.

- VBM به یک نگرش بلند مدت نیاز دارد. در بازارهای مالی پویای امروز شرکتها اغلب روی نتایج یک فصل بعدی تمرکز می کنند چرا که می خواهند تقاضای بازار سهام و تحلیلگران را برآورده کنند. به علاوه بسیاری از شرکت ها برنامه های تشویقی فصلی دارند که باعث تمرکز کوتاه مدت مدیران و کارکنان و گرفتن تصمیماتی می شود که ممکن است در دراز مدت موجب به حداکثر رسیدن ارزش نگردد. نمونه های زیادی وجود دارد که مدیران پروژه های سود ده در بلند مدت را به علت تاثیرات منفی کوتاه مدت آنها رد کرده اند. VBM یک نگرش بلند مدت دارد که کمک می کند تا بین چشم انداز بلند مدت و کوتاه مدت شرکت توازن ایجاد کند.

VBM و اجزای آن را به چهار فرایند مجزا می توان تقسیم کرد که همگی برای بهره مندی کامل از مزایای VBM ضروری هستند:

- ۱- توسعه استراتژی
- ۲- تعیین اهداف
- ۳- طرحها و بودجه های عملیاتی، آموزش
- ۴- سیستمهای تشویقی

۱- توسعه استراتژی

برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت هیئت مدیره و مدیریت باید تصمیم بگیرند که از کدام استراتژی استفاده کنند. این تصمیمات شامل این هستند که شرکت باید در چه کسب و کاری باشد و در چه کسب و کاری نباشد و در نتیجه کدام بخشها یا شعبه ها را حذف و کدامها را در اولویت قرار دهد. همینطور باید تصمیم بگیرند که آیا باید یک استراتژی رشد در پیش بگیرند و تلاش در افزایش سهم بازار خود نمایند و در نتیجه کاهش در جریان نقدینگی کوتاه مدت خود را بپذیرند یا یک استراتژی برداشت در پیش گرفته و روی به حداکثر رساندن جریان نقدینگی در کوتاه مدت متمرکز شوند.

در جریان تحلیل انتخابهای مختلف، یک نگرش کارکردی، محاسبه ارزش مورد انتظار جریان های نقدینگی آتی ناشی از استراتژی های مختلف موجود با استفاده از فرضیات ضرائب کلیدی مربوطه است. از آنجایی که غالباً پیش بینی دقیق بسیاری از متغیرهای ورودی استراتژی های مختلف دشوار است، ولی تحلیلی از این دست حداقل به شما اجازه می دهد که حساسیت استراتژی های مختلف را با توجه به فرضیات کلیدی خاص، مقایسه کنید.

بررسی شرکت هایی که از شاخصهای عملکردی نوع EVA بهره می بردند، دریافت که مدیران این شرکت ها از تاثیر این روشها بر درآمدهای کلی شرکت آگاهند و چگونگی تاثیر تصمیماتشان را بر توانایی شرکت برای بدست آوردن درآمد بیشتر از هزینه سرمایه بکار گرفته شده، بخوبی متوجه می شوند [۱۶]. Trahan و Ryan گسترده ترین تحقیق تجربی و نظرسنجی را در مورد تعدادی از روشهای مدیریت بر مبنای ارزش در USA انجام دادند. آنها دریافتند که بیشتر پاسخ دهندگان با روشهای مدیریت بر مبنای ارزش موافق نیستند، و نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که جا برای بهبود طراحی و اجرای سیستم های مدیریت بر مبنای ارزش وجود دارد [۱۷].

تحقیقی که نتایج آن ارائه می شود، معیاری برای مقایسه میزان استفاده از روشهای VBM در میان شرکت های کانادایی و آمریکایی بدست می دهد. به علاوه خصوصیات شرکت های استفاده کننده از VBM و مدیران اجرایی مسئول معرفی VBM در سازمانها را مشخص می کند.



سود اقتصادی، ارتباط بسیار محکمی با ارزش داشته و ارزش افزوده حاشیه ای (یا ارزش کسر شده) به کل ارزش شرکت برای یک دوره خاص است. EVA شاخص مشابه دیگری برای عملکرد دوره‌ای یا کوتاه مدت مالی، می باشد. EVA را می توان به عنوان سود اقتصادی به دقت تنظیم شده تعریف کرد و معمولاً به صورت زیر بیان می شود:

سرمایه گذاری در آغاز سال $EVA = (ROIC - WACC) \times$

تفاوت بین سود اقتصادی و EVA این است که در EVA، شاخصهای سود و سهام با چند تغییر به اعداد خالص نقدی تبدیل شده‌اند. با تحلیل فرمول EVA می توان نتیجه گرفت که مدیریت برای افزایش EVA و در نتیجه ارزش باید یکی از اقدامات زیر را انجام دهد:

۱- افزایش ROIC در حالی که WACC (میانگین وزنی هزینه سرمایه) و سرمایه گذاری ثابت هستند.

۲- کاهش WACC در حالی که ROIC و سرمایه گذاری ثابت هستند. معمولاً مدیران، شرکت های خود را به مقدار زیادی از طریق آورده سهامداران تامین مالی می کنند تا ریسک مالی کسب و کار خود را کاهش دهند. EVA و VBM مدیران را برای تمرکز بر روی هزینه سرمایه نیز تشویق می کند. تجربه نشان می دهد انگیزه مدیران برای تقویت ساختار سرمایه معمولاً منجر به گرفتن وام بیشتر و ایجاد یک ساختار تهاجمی سرمایه می گردد.

۳- افزایش سرمایه گذاری در پروژه ها یا فعالیت هایی که ROIC آنها بزرگتر از WACC خواهد بود.

۴- خارج کردن سرمایه از پروژه ها و فعالیت هایی که ROIC پایین تر از WACC دارند. این کار می تواند به معنی فروش بخشها یا شعبه هایی باشد که بازدهی پایین تر از هزینه سرمایه تولید می کنند.

۵- داشتن دوره های زمانی طولانی تر در جایی که انتظار می رود شرکت ROIC بزرگتر در WACC کسب کند.

مشکلی که در به کار بردن تنها سود اقتصادی یا EVA وجود دارد، احتمال ایجاد مشوقهای کوتاه مدت غلط است. چرا که ممکن است در یک پروژه خاص، EVA یا سود اقتصادی در چند سال ابتدایی پروژه منفی باشد ولی ارزش خالص فعلی آنها در کل مثبت بوده و باعث ایجاد ارزش برای سهامداران گردد. اگر شما تنها بر مبنای EVA یا سود اقتصادی یک برنامه تشویقی طراحی کنید، ممکن است با وجود اینکه پروژه طبق برنامه در حال پیشروی بوده و برای سهامداران ایجاد ارزش می کند، کارکنان در چند سال اولیه هیچگونه پاداشی به خاطر ارزش افزوده منفی کوتاه مدت دریافت نکنند. در نتیجه اگر یک کارمند افق زمانی کوتاهتری از عمر پروژه داشته باشد ممکن است علیرغم ایجاد ارزش پروژه برای سهامداران، پروژه را رد کند. از اینرو یک سیستم تشویقی که تنها بر مبنای EVA یا سود اقتصادی طراحی شده است ممکن است ناکارآمد باشد، در نتیجه ضروری است تا این شاخصها را با سایر شاخصهای بلند مدت تلفیق کنیم. در مورد اهداف غیرمالی، هدف کلی شرکت برای به حداکثر رساندن جریانهای

وقتی که استراتژی کلی شرکت تعیین شد، مدیران واحدهای کسب و کار باید استراتژیهای مختلف را برای واحد خودشان بررسی کنند و آنها را با استراتژی کلی شرکت منطبق و همسو سازند تا همزمان بتوانند ارزش واحد کسب و کار خود را نیز به حداکثر برسانند. تأیید فرضیات کلیدی و پیش بینی های صورت گرفته در مورد پیشرفتهای کلیدی از سوی مدیریت ارشد برای تحلیل استراتژی های واحدهای مختلف کسب و کار بسیار مهم است. در اینجا هم تحلیل سناریو، سودمندترین ابزار برای تخمین چگونگی اثرگذاری فرضیات مختلف بر تصمیمات استراتژیک است.

۲- تعیین اهداف :

بعد از تعیین استراتژی کلی شرکت و استراتژی های واحدهای کسب و کار برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت، این استراتژی ها باید به اهداف مشخص و ملموس کوتاه مدت و بلند مدت تبدیل شوند. بدون این اهداف مشخص، افراد سازمان نخواهند فهمید که روی کدام متغیرها باید تمرکز کنند. معطوف کردن تلاش ویژه برای تعیین اهداف معقول بسیار حائز اهمیت است. برخی رهنمودها در این مورد عبارتند از اینکه این اهداف :

- در برگرنده اهداف مالی و غیرمالی باشند. این ترکیب اطمینان می دهد که مدیریت، سرمایه گذاری ها در حوزه های مهم برای رسیدن به اهداف بلند مدت را قربانی رسیدن به اهداف مالی کوتاه مدت نمی کند. به علاوه اهداف مالی آنچه را که تاکنون رخ داده است می سنجد در حالی که اهداف غیرمالی اغلب شاخصهایی هستند از آنچه که قرار است اتفاق بیفتد. اگر به عنوان مثال حفظ مشتری یا فروش ناشی از محصولات جدید افت کند، آنگاه این محصول باید به مثابه یک علامت هشدار دهنده مبنی بر عدم کیفیت مناسب محصول یا خدمات، یا احتمال منسوخ شدن این طیف از محصولات تلقی شود.

- شامل اهداف کوتاه مدت و بلند مدت باشد. این کار از تمرکز مدیریت بر مسائل کوتاه مدتی که ممکن است در طولانی مدت بهینه نباشد جلوگیری می کند. البته چیزی که بیشترین اهمیت را دارد، سازگاری اهداف کوتاه مدت و بلند مدت است.

- سازگار کردن اهداف برای سطوح مختلف سازمانی. نوع اهداف در سطح مدیریت متفاوت از هدفهایی است که در سطح کارگری تعریف می شود.

ارزش شرکت، یعنی مقادیر تنزیل یافته تمام جریانهای نقدینگی آتی شرکت. برای تعیین اهداف بلند مدت مالی، وقتی که روی ارزش شرکت به عنوان تنها شاخص مناسب برای این کار تاکید می کنیم، نباید خیلی تعجب کرد. بهر حال، ارزش شرکت در کوتاه مدت شاخص مناسبی نیست، چرا که استفاده از آن به نحوی که در DCF توصیف شده است شامل پیش بینی های زیادی در مورد جریانهای نقدینگی آتی است که این خود کاری دشوار است. در نتیجه ارزش شرکت شاخص خوبی برای عملکرد کوتاه مدت مالی نمی باشد.

بنابراین برای اندازه گیری عملکرد کوتاه مدت مالی به یک ابزار اضافی نیاز داریم مثل سود اقتصادی یا ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

وقتی که استراتژی کلی شرکت تعیین شد، مدیران واحدهای کسب و کار باید استراتژیهای مختلف را برای واحد خودشان بررسی کنند و آنها را با استراتژی کلی شرکت منطبق و همسو سازند تا همزمان بتوانند ارزش واحد کسب و کار خود را نیز به حداکثر برسانند.

تشریح دلیل منطقی موجود پس برنامه VBM باشد به نحوی که کارکنان را با مفهوم آن آشنا کرده و به آنها نشان بدهد که چرا این ابزار شاخص خوبی از عملکرد شرکت و کارکنان است. سپس باید یک کارگاه نیم روز یا یک روزه برای توضیح برنامه VBM با جزئیات بیشتر، طراحی شود.

۴- برنامه‌های تشویقی:

ایجاد یک سیستم تشویقی برمبنای به حداکثر رساندن ارزش برای سهامداران، یک بخش غیرقابل تفکیک از برنامه VBM است. «کاری که شما انجام می دهید و پاداش می گیرید». به بیان دیگر اگر تشویقها مرتبط با فروش خالص باشند، تمرکز بر روی فروش خالص خواهد بود، اگر مرتبط با نتیجه نهایی باشد، تمرکز روی نتیجه نهایی خواهد بود، و اگر مرتبط با قیمت سهام باشد، زمان صرف بررسی قیمت سهام خواهد شد. بنابراین به منظور به حداکثر رساندن ارزش شرکت، یک برنامه حقوق و تشویق مرتبط با به حداکثر رساندن ارزش شرکت، برای هر تعداد از کارکنان که مقدور باشد، مورد نیاز است. هرکسب و کاری با این مسئله روبرو است که چگونه به بهترین شکل کارکنان خود را تشویق کند تا بتواند آنها را در شرکت نگه دارد و علاوه بر این، برای مالکان شرکت ایجاد ارزش نماید. چنانچه مالکان ملزم به بررسی مداوم و کنترل عملکرد و تصمیمات در شرکت نباشند، یک برنامه تشویقی برای همسوسازی انگیزه های کارکنان با مالکان مورد نیاز خواهد بود.

در اصل، این تمام چیزی است که برنامه تشویقی VBM به آن می پردازد. به طور کلی حقوق کارکنان می تواند به و بخش تقسیم شود؛ حقوق پایه و حقوق مبتنی بر عملکرد. برنامه تشویقی بخش مبتنی بر عملکرد حقوق را قانونمند می کند و هیچ استثنایی ندارد. در ایجاد یک برنامه تشویقی بر مبنای VBM مانند هر برنامه تشویقی دیگر، استفاده از اهدافی که افراد، تیمها یا بخشهای سازمانی توان تاثیر گذاری بر روی آنها را داشته و همجهت با مسؤلیتهایشان باشد، بسیار مهم است. همانطور که قبلاً گفته شد، تشویقها باید مرتبط با اهداف مالی که عملکرد مالی کل و فرایند ایجاد ارزش در شرکت را می سنجد، و نیز اهداف غیرمالی مرتبط با فروش، حفظ مشتریان، بهره وری تولید، کیفیت تولید یا سایر متغیرهای عملیاتی مشابه باشد

به طور کلی یک برنامه تشویقی برمبنای VBM می تواند به صورت زیر طراحی شود:

- مشوقهای مدیریت ارشد را فقط با اهداف مالی مرتبط کنید به عنوان یک هدف مالی بلند مدت، ارزش DCF شرکت، شاخص نهایی است. اگر چه DCF به علت وابستگی، به پیش بینی ها و نه نتایج واقعی، مبنای مناسبی برای تشویقها نیست. از سوی دیگر قیمت سهام به شرکت تحت تاثیر شرایط بازار است که خارج از حوزه اثرگذاری مدیریت است. در عوض توصیه می شود که یک شاخص EVA به عنوان شاخص کوتاه مدت ارزش و قیمت سهام برای تشویقهای بلند مدت مورد استفاده قرار گیرد. تشویق مرتبط با سهام باید بلند مدت بوده و به نوعی طراحی شود که از دستکاری قیمت سهام جلوگیری نماید.

نقدینگی آتی و ارزش شرکت باید به پیشرانهای کلیدی غیرمالی مشخص تبدیل شود.

با وجود تفاوت پیشرانهای کلیدی غیرمالی ارزش در صنایع و شرکتهای مختلف، پیشرانهای کلیدی غیرمالی ژنریک وجود دارند. ارتباط نزدیک متغیرهای کلیدی غیرمالی انتخاب شده با ایجاد ارزش، بسیار مهم است چرا که در غیر این صورت می تواند باعث از بین رفتن ارزش گردد. علاوه بر این پیشرانهای کلیدی ارزش، ایستا نبوده و احتمالاً در طول زمان تغییر خواهند کرد، به همین دلیل بررسی دوره ای آنها ضروری است.

۳- طرحهای عملیاتی، بودجه‌ها و آموزش:



پس از مشخص شدن اهداف مالی و غیرمالی کوتاه مدت و بلند مدت شرکت، نوبت به ترسیم یک طرح عملیاتی قدم به قدم، برای حصول این اهداف می رسد. از آنجایی که برای کارکنانی که در سطوح پایین تر سازمان قرار دارند، سروکار داشتن با اهداف غیرمالی آسان تر از اهداف مالی خالص است بنابراین ضروری است که این طرحهای عملیاتی و بودجه ها نه تنها به صورت مالی، بلکه در قالب اقدامات عملیاتی هم تشریح شوند. همچنین، تجربه نشان داده که صرف وقت برای طراحی یک برنامه آموزشی برای فرایند تولید ارزش در شرکت بسیار مهم است. هدف برنامه آموزشی باید متعدد کردن سازمان به موفقیت در VBM با رسیدن به درکی از این مفهوم و علت خوب بودن این روش برای مدیریت و سنجش عملکرد باشد.

بهرتر است که توجه برنامه تشویقی به مراحل بعدی موكول شود چرا که بخشهای مربوط به حقوق نیاز به انرژی و تمرکز بیشتری داشته و کارکنان بیشتر تمایل دارند که برنامه تشویقی را بعد از دیدن برنامه VBM در کار و به صورت واقعی، باور کنند. به طور معمول اجرای مراحل آموزشی باید همراه با یک نشست مقدماتی برای

پس از مشخص شدن اهداف مالی و غیرمالی کوتاه مدت و بلند مدت شرکت، نوبت به ترسیم یک طرح عملیاتی قدم به قدم، برای حصول این اهداف می رسد. از آنجایی که برای کارکنانی که در سطوح پایین تر سازمان قرار دارند، سروکار داشتن با اهداف غیرمالی آسان تر از اهداف مالی خالص است

است که در بازارهایی با تغییرات سریع فعالیت می‌کند. در صنایعی که رشد بالایی دارند، ارزش شرکت معمولاً وابستگی زیادی به «فرصت‌های رشد آتی» شرکت دارد که ارزیابی آنها عموماً بسیار دشوارتر از ارزیابی ارزش شرکتی است که فعالیت ثابتی در یک صنعت بسیار بالغ تر دارد. چند پارامتر کلیدی مهم که باید قبل از اجرای VBM در نظر گرفته شوند، عبارتند از:

- اختصاص زمان کافی برای اجرا. بیشتر شرکت‌ها موافقت می‌کنند که اجرای VBM به زمان و حوصله احتیاج دارد. در ابتدا مدیران و کارکنان باید یاد بگیرند که فرایند به حداکثر رساندن ارزش و ارتباط پیش‌رانه‌های کلیدی ارزش با فعالیت‌های روزانه و ارزش کلی شرکت را به خوبی درک کنند. پس از آن می‌توان یک سیستم تشویقی VBM را پیاده کرد اگر مدیریت سعی در پیاده‌سازی سیستم تشویقی VBM قبل از درک و پذیرش VBM از سوی کارکنان داشته باشد، خطر عدم دستیابی به نتایج مورد انتظار وجود خواهد داشت. کل فرایند قبل از شروع رسیدن به نتایج، معمولاً حداقل یک سال به طول خواهد انجامید.

- ضرورت حمایت مدیریت ارشد. تمام شواهد دلالت بر این دارد که حمایت کامل مدیریت ارشد در طول پیاده‌سازی VBM و اختصاص زمان به این فرایند، از بالاترین اهمیت برخوردار است.

- مرتبط نمودن سیستم تشویق با VBM. در صورت عدم استفاده از VBM به عنوان مبنای برای پرداخت حقوق به کارکنان، استفاده از آن به عنوان یک ابزار مدیریتی توصیه نمی‌شود. برای تغییر رفتار سازمانی یک برنامه تشویقی همراستا تطبیق داده شده مورد نیاز است. اگر شما نمی‌خواهید یا نمی‌توانید که یک سیستم

تشویقی بر مبنای VBM را پیاده کنید، باید با دقت توجه کنید که هرگز و بهیچوجه هیچ سیستم VBM ای را اجرا نکنید.

- آموزش کلی درباره VBM ضروری است. به منظور اجرای موفقیت آمیز و پذیرش VBM افراد سازمان نیاز به درک آن دارند. سرمایه‌گذاری قابل توجهی از نظر زمان و پول برای تعلیم صحیح بیشترین تعداد ممکن از کارکنان، مورد نیاز است. کارکنان تنها پس از درک VBM آنرا مورد حمایت قرار مدهند.

- ساده‌سازی VBM. اجرای VBM یک کار گسترده بوده و باید هر قدر که امکان دارد ساده شود. مهم است که هر تعداد ممکن از افراد سازمان، برنامه VBM و نحوه عملکرد برنامه تشویقی را متوجه شوند. زمان را صرف اطمینان از درک راحت و در دسترس بودن آسان اطلاعات مربوط به برنامه کنید.

- مشوقهای مدیران واحدهای کسب و کار می‌تواند بر مبنای ترکیبی از اهداف مالی کلی شرکت و اهداف مالی و غیرمالی خاص واحد کسب و کار باشد. البته، اهداف غیرمالی واحد کسب و کار باید بر مبنای پیش‌رانه‌های کلیدی ارزش از پیش تعیین شده باشد. بسیار مهم است که مدیران احساس کنند که می‌توانند در بخش عمده‌ای از اهداف تعیین شده، اثرگذار باشند. به علت متفاوت بودن خصوصیات عملیاتی واحدهای مختلف کسب و کار، واحدها نمی‌توانند اهداف کاملاً مشابهی داشته باشند. در عوض این اهداف باید سازگار با هر واحد کسب و کار باشند.

- مدیران عملیاتی را می‌توان عمدتاً بر مبنای شاخصهای غیرمالی در حوزه مسئولیتها پشان تشویق کرد. این تشویق برای یک مدیر فروش می‌تواند بر مبنای حفظ مشتری، کسب مشتری یا رضایت مشتری باشد در حالی که برای مدیر تولید می‌تواند بر مبنای زمان توسعه محصول، یا فروش محصولات توسعه یافته جدید باشد. این شاخصها را می‌توان با یک بخش کوچک از تشویقها بر مبنای اهداف مالی کلی تکمیل کرد.

- معمولاً سایر کارکنان نیز به طور عمده بر مبنای همان شاخصهای مورد استفاده در مورد مدیران عملیاتی تشویق می‌شوند ولی در سطح فردی و یا گروهی و نه در سطح واحد کسب و کار. همچنین مشوقهای غیرمالی باید با یک بخش کوچکتر از مشوقهای مالی مرتبط با عملکرد تمام گروه به منظور افزایش تمرکز در به حداکثر رساندن ارزش، تکمیل گردند.

ضروری است یادآور شویم اساس این ایده، دادن یک برنامه تشویقی مبتنی بر عملکرد برای کل سازمان و نه فقط مدیر عامل یا مدیران ارشد اجرایی است. حرکت به سمت برنامه‌های تشویقی ارزش محور یک بخش بسیار مهم در برنامه VBM است. بدون همسو کردن انگیزه‌های کارکنان با اهداف کلی شرکت یک برنامه VBM موفق نخواهد بود. در حقیقت، مدیران شرکت را با هدف رساندن بیشترین ارزش ممکن به سهامداران اداره نخواهد کرد، مگر اینکه بابت این کار تشویق گردند. اجرای موفقیت آمیز این برنامه تمام محدوده‌های کاری درون سازمان را تحت تاثیر قرار خواهد داد و همه چیز را در شرکت از اخلاق کاری به تصمیم‌گیری تبدیل خواهد کرد.

الزامات و مزایای پیاده‌سازی سیستم مدیریت بر مبنای ارزش [۳]:

از آنجاییکه که اجرای کامل VBM، نه یک کار ساده و نه یک فرایند سریع است، مزایای آن به منظور توجیه کار در طی سالی که معمولاً برای اجرای کامل آن به طول می‌انجامد، باید به صورت مستدل ارائه گردد.

واضح است که VBM تنها برای برخی شرکت‌ها مناسب است و نه برای بقیه. قطعاً تعداد زیادی از نمونه‌های موفقیت آمیز اجرای VBM وجود دارد، ولی مثالهایی هم از شرکت‌هایی وجود دارد که سعی در اجرای VBM داشته‌اند اما بعد از مدتی آن را رها کرده‌اند. به بیان روشنتر، پیاده‌سازی VBM در یک شرکت فعال در یک صنعت پایدار به مراتب ساده‌تر از اجرای آن در شرکتی

هرکسب و کاری با این مسئله روبرو است که چگونه به بهترین شکل کارکنان خود را تشویق کند تا بتواند آنها را در شرکت نگه دارد و علاوه بر این، برای مالکان شرکت ایجاد ارزش نماید.



استراتژی و ارزش کمک می‌کند. در ادامه روش جدیدترین و گسترده ترین تحقیق انجام شده در کانادا در مورد میزان بکارگیری VBM و چگونگی تأثیر آن بر عملکرد قیمت سهام شرکت‌های کانادایی به اختصار ارائه می‌گردد. همچنین نتایج این تحقیق با تحقیق مشابهی که در ایالات متحده آمریکا صورت گرفته است مقایسه خواهد شد.

اطلاعات و روش شناسی تحقیق انجام شده

بر روی شرکت‌های کانادایی [۳]:

برای گردآوری اطلاعات در مورد چگونگی استفاده از VBM در کانادا، یک نظرسنجی برای مدیران ارشد اجرایی نمونه بزرگی از شرکت‌ها فرستاده شد. یک لیست از ۳۰۰ شرکت بزرگ سهامی عام کانادایی براساس میزان سرمایه سهامداران آنها از طریق The ۱۹۹۹ Stern market Value Added ۳۰۰ Stewart Canadian انتخاب شد. از این لیست ۱۲ شرکت که جزء موسسات سرمایه گذاری بودند و یا در بورس سهام تورنتو ثبت نشده بودند، حذف گردید. آدرس و اسامی مدیران ارشد اجرایی نیز از Financial Post (FP) ۵۰۰ استخراج شد. اطلاعات مربوط به بازده سهام از پایگاه داده های مرکز تحقیقات بازارهای مالی کانادا بدست آمد.

یک فرم نظرسنجی دو صفحه ای شامل عنوان پاسخ دهنده، آشنایی با VBM کاربرد VBM، حوزه های کاربرد، محدوده کاربرد، مدت زمان پیاده سازی، آموزش کارکنان و تشویق مرتبط با سیستمهای VBM طراحی شد. فرم نظرسنجی همچنین شامل اطلاعاتی درباره عنوان شرکت، سن، پیش زمینه و تحصیلات اشخاص مسئول پایه ریزی یا معرفی و تأیید اتخاذ روشهای VBM در سازمانهای مربوطه شان بود. در فرم نظرسنجی لیست رایج ترین روشهای VBM که در ابتدای تحقیق ذکر گردید، آورده شده بود. هر پاسخنامه شماره شناسایی خاص خود را داشت تا برای درخواستهای بعدی مشکلی پیش نیاید. این کار همچنین به تنظیم آماری در مورد برخی خصوصیات شرکت هایی که روشهای VBM را اتخاذ کرده اند، از قبیل دارایی ها، فروش، سوددهی، صنعت، عملکرد قیمت سهام و سایر ویژگی ها کمک می کند. همچنین ارتباط و اهمیت خصوصیات شرکت و مدیریت در بکارگیری VBM بررسی شده و عوامل تأثیر گذار در بکارگیری روشهای VBM نیز مورد مطالعه قرار گرفته است. در پایان این مرحله، در مورد توانایی شرکت در مورد به کارگیری سیستمهای VBM، از یک تحلیل رگرسیون روش کیفی در این تحقیق استفاده شده است (Kennedy) [۱۸]. مدل Logit به جهت قابلیت حل مسائل مرتبط با مدلهای روش کیفی خطی، مورد استفاده قرار گرفته است. (به عنوان مثال مدل احتمالات خطی) و مدل Logit در چنین تحلیلی ترجیح داده می شود چرا که از دیدگاه محاسباتی استفاده از آن بسیار آسانتر از روشهای مشابه دیگری مثل مدل Probit است (Kennedy) [۱۸].

نتایج تجربی [۳]:

پرسشنامه برای مدیران ارشد اجرایی ۲۸۸ شرکت نمونه در ماه مارس سال ۲۰۰۰ فرستاده شد. نامه های پیگیری

VBM - باید یک برنامه در سطح کل شرکت و برای اداره روزانه کسب و کار باشد. مزایای واقعی VBM معمولاً از تصمیم گیری درباره قبول یا رد پروژه های سرمایه گذاری به دست نمی آیند. در عوض، یک برنامه VBM، بیشترین تفاوت را بوجود می آورد و ارزش را به درستی در فعالیت های روزانه کسب و کار و در تمام بخشهای سازمان، افزایش می دهد.

- برنامه را مطابق با ساختار سازمانی خود تغییر دهید. اگر چه رهنمودهای کلی ارائه شده می توانند بیشترین کمک را در اجرای VBM بکنند، فرایند پیاده سازی VBM برای هر شرکت به شدت اختصاصی است. در نتیجه سازگار سازی مختص به هر شرکت همیشه ضروری است.

اما در مورد مزایای برنامه VBM باید گفت که بزرگترین مزیت آن این است که کارکنان مثل سهامداران احساس و عمل خواهند کرد و تحریک می شوند که ارزش سهام سهامداران را به حداکثر برسانند. ثانیاً تقریباً تمام شرکت ها بعد از اجرای یک برنامه VBM، سهام شاهد کاربرد بهتر سرمایه بکار گرفته شده در شرکت های خود بوده اند. VBM مدیران را مجبور به تشخیص هزینه های اضافی و تفکر دوباره در مورد سرمایه می کند که این خود منجر به کاهش موجودی انبار، کاهش حسابهای دریافتنی، کاهش تراز نقدی و یا سایر اقدامات مشابه می شود. همچنین معمولاً VBM مدیریت را در تشخیص شعبه ها، بخشها یا دارایی های مورد استفاده ای که باید فروخته شوند یا به منظور ایجاد ارزش برای سهامداران و افزایش حقوق کارکنان به صورت دیگری مورد بهره برداری قرار گیرند، کمک می کند. سوم اینکه با افزایش سطح انگیزه عمومی اغلب واسط سودمندتری با مشتریان، تامین کنندگان و یا سایر ذینفعان توسعه پیدا می کند. در نهایت، VBM مدیریت را در درک روابط متقابل بین

مشوقهای مدیران

واحدهای کسب و کار

می تواند بر مبنای ترکیبی

از اهداف مالی کلی

شرکت و اهداف مالی و

غیرمالی خاص واحد کسب

و کار باشد. البته، اهداف

غیرمالی واحد کسب و کار

باید بر مبنای پیشرفته های

کلیدی ارزش از پیش

تعیین شده باشد



شده مدیریت بر مبنای ارزش را مشخص کنند؛

- حوزه هایی از سازمان خود را که VBM در آنها استفاده می شود مشخص کنند؛

- محدوده استفاده از VBM را برای تعیین میزان فراگیر بودن VBM در سازمانها مشخص کنند.

- مشخص کنند که آیا روش VBM را به یکباره یا به تدریج اتخاذ کرده اند و اینکه در صورت امکان سالی را که هر کدام از روشهای VBM را اتخاذ کرده اند و آن را رها کرده اند، ذکر کنند؛

- در مورد معلومات و آموزش کارکنان درباره مدیریت بر مبنای ارزش توضیح دهند.

در جداول II تا VI این پاسخها خلاصه شده است. پاسخ دهندگان عموماً با روشهای لیست شده آشنا هستند. با این حال EVA روشی است که کمترین میزان استفاده را داشته است ۳۵ درصد و روش DCF توسط تمامی پاسخ دهندگانی که با VBM آشنا بوده اند، استفاده شده است.

EVA جدیدترین روش اتخاذ شده است که به طور متوسط شرکت ها از سال ۱۹۹۶ به آن روی آورده بودند، جدول (VI) در حالی که تمام روشهای دیگر عمدتاً در دهه ۱۹۸۰ به کار گرفته شده بودند. اکثر شرکتها کارکنان خود را قبل و بعد از اجرای VBM آموزش داده بودند که بیشترین آموزش در مورد (۷۰ درصد) ROIC و

نیز در آپریل ۲۰۰۰ فرستاده شد. ۱۳ نامه برگردانده شد چرا که شخصی که نامه برای او فرستاده شده بود، دیگر در شرکت فعالیت نمی کرد و یا اینکه شرکت تمایلی به همکاری در این زمینه نداشت. ۳۹ پاسخ (۱۴٪) دریافت شد. این میزان پاسخ به طور مطلوبی با سایر نظرسنجی های مشابه قابل مقایسه است (به عنوان مثال Trahan و Ryan) [۱۷]. به طور مشابهی نظرسنجی KPMG ۲۰۰۰ [۱۹] در مورد تجارت الکترونیکی شرکت های برتر کانادایی دارای ۱۸٪ پاسخ دریافت شده بود.

خصوصیات پاسخ دهندگان

و شرکتهای پاسخ دهنده [۳]:

تمام پاسخ دهندگان از پرسنل رده بالای شرکت بودند و اکثریت پاسخ دهندگان خود را به عنوان مدیر ارشد اجرائی یا مدیر ارشد مالی شرکت معرفی کرده اند. با توجه به خصوصیات پاسخ دهندگان در مقایسه با شرکت هایی که پاسخی ندادند، جدول I مقادیر میانگین متغیرهای گوناگون مختص هر شرکت را در پایان سال ۱۹۹۸ ارائه می نماید.

کاربرد و کارایی مدیریت بر مبنای ارزش [۳]:

از شرکت کنندگان در نظرسنجی خواسته شده تا: - میزان استفاده و آشنایی خود با سیستمهای لیست

جدول I.

خصوصیات مالی شرکت های نظرسنجی شده در پایان سال ۱۹۹۸ مقادیر میانگین

آمار T برای اختلاف	شرکتهایی که پاسخ ندادند ۳۲=n	شرکتهایی که پاسخ دادند ۳۹=n	
۱,۱۱	۲,۵۱۳	۳,۷۱	کل دارایی ها (mil\$)
۲,۴۷x	۱,۲۶	۲,۸۰۶	درآمدها (mil\$)
۱,۲	۵۶,۲	۱۱۲,۹	سودخالص (mil\$)
۱,۵۳	۰,۴	۱	EPS
۱,۱۸	۲,۲۱	۳,۶۵	بازده دارایی ها (%)
۱,۷۶	۰,۷۷	۶,۲۴	ROE (%)
۰,۹	-۳,۴۹	۳,۶۲	حاشیه عملیاتی (%)
۰,۹۸	-۵,۹۷	۱,۵۹	حاشیه سود خالص (%)
۱,۵۶	۱۶	۲۱	قیمت هر سهم (\$)
۲,۱۰x	۶۳,۴	۱۰۸,۲	تعداد سهام ممتاز (mil\$)
۱,۳۴	۱۵۵۶	۲۳۹۴,۵	ارزش بازار بدهی ها (mil\$)
۱,۳۹	۰,۰۰۸۶	۰,۰۰۱۲۵	بازده مرکب ماهیانه سهام (\$m)
۱,۷۴	۵,۹۱۱	۱۳,۷	تعداد کارکنان

جدول II.

میزان آشنایی و استفاده از سیستمهای مدیریت بر مبنای ارزش

سایر		EVA		ROIC		CFROI		DCF		آشنایی و استفاده
%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	
۲۶	۳۸ از ۱۰	۸۹	۳۸ از ۳۴	۷۱	۳۸ از ۲۷	۶۱	۳۸ از ۲۳	۸۴	۳۸ از ۳۲	آشنایی با این روش
۴۰	۱۰ از ۴	۷۴	۳۴ از ۲۵	۳۳	۲۷ از ۹	۳۹	۲۳ از ۹	۴۴	۳۲ از ۱۴	دیدن یک ارائه درباره این روش
۱۰۰	۱۰ از ۱۰	۳۵	۳۴ از ۱۲	۸۹	۲۷ از ۲۴	۶۱	۲۳ از ۱۴	۱۰۰	۳۲ از ۳۲	بکارگیری این روش
۵۰	۱۰ از ۵	۱۲	۳۴ از ۴	۴۱	۲۷ از ۱۱	۳۰	۲۳ از ۷	۶۳	۳۲ از ۲۰	توسعه این روش در داخل سازمان
۲۰	۱۰ از ۲	۲۴	۳۴ از ۸	۱۱	۲۷ از ۳	۱۳	۲۳ از ۳	۹	۳۲ از ۳	توسعه با کمک موسسات دیگر
۸۰	۱۰ از ۸	۲۴	۳۴ از ۸	۵۲	۲۷ از ۱۴	۳۹	۲۳ از ۹	۷۲	۳۲ از ۲۳	رضایت از این روش

جدول III.

کاربرد و اثر بخشی سیستمهای مدیریت بر مبنای ارزش - زمینه های کاربرد روشهای VBM

دیگر روشها (۱۰ کاربر)		EVA (۱۲ کاربر)		ROIC (۲۴ کاربر)		CFROI (۱۴ کاربر)		DCF (۳۲ کاربر)		زمینه استفاده
%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	
۵۰	۵	۷۵	۹	۵۴	۱۳	۵۰	۷	۶۶	۲۱	برنامه ریزی بلند مدت
۷۰	۷	۵۰	۶	۵۸	۱۴	۴۳	۶	۳۴	۱۱	بودجه بندی سالانه
۳۰	۳	۵۸	۷	۵۴	۱۳	۸۶	۱۲	۱۰۰	۳۲	تصمیم های سرمایه گذاری
۸۰	۸	۵۸	۷	۶۳	۱۵	۴۳	۶	۴۷	۱۵	اندازه گیری عملکرد
۶۰	۶	۵۰	۶	۴۶	۱۱	۲۱	۳	۹	۳	حقوق و تشویق
۰	۰	۱۷	۲	۰	۰	۷	۱	۹	۳	دیگر موارد

جدول IV.

کاربرد و اثر بخشی سیستمهای مدیریت بر مبنای ارزش - محدوده های کاربرد روشهای VBM

دیگر روشها (۱۰ کاربر)		EVA (۱۲ کاربر)		ROIC (۲۴ کاربر)		CFROI (۱۴ کاربر)		DCF (۳۲ کاربر)		محدوده استفاده
%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	
۹۰	۹	۵۰	۶	۷۵	۱۸	۶۴	۹	۹۴	۳۰	کل شرکت
۱۰	۱	۵۰	۶	۸	۲	۲۱	۳	۶	۲	دیگر موارد
۰	۰	۰	۰	۱۷	۴	۱۴	۲	۰	۰	عدم جوابگویی

جدول V.

کاربرد و اثر بخشی سیستمهای مدیریت بر مبنای ارزش - مدت زمان پذیرش روشهای VBM

دیگر روشها (۵ پذیرنده)		EVA (۸ پذیرنده)		ROIC (۱۳ پذیرنده)		CFROI (۱۰ پذیرنده)		DCF (۲۱ پذیرنده)		مدت زمان پذیرش
%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	
۵۰	۵	۷۵	۹	۵۴	۱۳	۵۰	۷	۶۶	۲۱	پذیرش یکباره
۷۰	۷	۵۰	۶	۵۸	۱۴	۴۳	۶	۳۴	۱۱	پذیرش تدریجی
میانگین	n	میانگین	n	میانگین	n	میانگین	n	میانگین	n	
۱۹۹۷	۵	۱۹۹۶	۸	۱۹۸۸	۱۳	۱۹۹۲	۷	۱۹۸۴	۱۸	سال پذیرش روش
۰	۰	۱۹۹۸	۲	۰	۰	۰	۰	۰	۰	سال رها کردن روش

جدول VI.

کاربرد و اثر بخشی سیستمهای مدیریت بر مبنای ارزش - مدت زمان پذیرش روشهای VBM

دیگر روشها (۸ پاسخ دهنده)		EVA (۱۰ پاسخ دهنده)		ROIC (۲۱ پاسخ دهنده)		CFROI (۵ پاسخ دهنده)		DCF (۱۶ پاسخ دهنده)		مدت زمان پذیرش
%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	
۰	۰	۳۷	۳	۲۰	۲	۲۰	۱	۲۹	۴	قبل از اجرا
۴۰	۲	۰	۰	۱۰	۱	۲۰	۱	۱۴	۲	بعد از اجرا
۶۰	۳	۶۳	۵	۷۰	۷	۶۰	۳	۵۷	۸	همزمان قبل و بعد از اجرا
۱۰۰	۵	۶۳	۵	۶۰	۶	۶۷	۴	۶۹	۱۱	آموزش در داخل سازمان
۰	۰	۱۳	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	استفاده از آموزشهای بیرون از سازمان
۰	۰	۲۴	۲	۶۰	۶	۳۳	۲	۳۱	۵	آموزش های داخلی و بیرونی

و چگونگی تعیین پرداخت ها را بیان کنند. جوابها در جدول VII خلاصه شده است. سیستمهای تشویقی VBM اغلب برای مدیران ارشد اجرائی و سایر مدیران اجرائی و پس از آن برای مدیران میانی بکار گرفته می شود. از شرکت کنندگانی که شرکت های آنها VBM را به کار می برد درخواست شد تا سن، تحصیلات و پیش زمینه افرادی که این ایده را در سازمان معرفی و اجرا کرده بودند، مشخص

بود. (۶۳ درصد) EVA بود.

استفاده از مدیریت بر مبنای ارزش برای پرداخت حقوق و تشویق، و خصوصیات افرادی که ایده VBM را در شرکت مطرح کردند [۳]:
از شرکت کنندگانی که VBM را برای پرداخت ها و تشویقها نیز مورد استفاده قرار داده بودند خواسته شد تا سطح کارکنانی را که با این روش پوشش داده شده بودند

جدول VII.

استفاده از سیستمهای مدیریت بر مبنای ارزش برای تشویق و ارتقاء

ارتقاء		واگذاری سهام		پاداشها		افزایش حقوق		سطح استفاده
%	n	%	n	%	n	%	n	
۴	۱	۵۰	۱۲	۹۲	۲۲	۲۱	۵	مدیر ارشد اجرایی
۱۳	۳	۵۰	۱۲	۹۲	۲۲	۲۱	۵	سایر مدیران اجرایی
۱۳	۳	۳۳	۸	۱۹	۱۷	۱۷	۴	مدیران میانی
۴	۱	۰	۰	۸	۴	۴	۱	دیگران

توجه: درصدها بر مبنای تعداد ۲۴ نفر از پاسخ دهنده ها می باشد
که درباره چگونگی استفاده از سیستمهای مدیریت بر مبنای ارزش برای تشویق و ارتقاء در سازمانهایشان اطلاعاتی را ارائه کرده بودند.



کنند. جوابها در جدول VIII خلاصه شده است.

جدول VIII.

خصوصیات افرادی که ایده را در شرکت خود

درصد کسانی که پاسخ دادند	n	
		سن
۶۰	۱۲	۴۵ سال و پایین تر
۴۰	۸	بالای ۴۵ سال
	۱۲	عدم اطلاع
		تحصیلات
۴۱	۷	در حال تحصیل
۵۹	۱۰	فارغ التحصیل
	۱۵	عدم اطلاع
		پیش زمینه
۸۵	۱۷	حسابداری/مالی
۱۵	۳	سایر
	۱۲	عدم اطلاع
	۳۲	تعداد کل

مطرح کردند

VBM و EVA استفاده برده یا نبرده اند، ارائه شده است. یک تست پارامتری از اهمیت اختلاف در مقادیر متوسط بین گروههای این روشها را بکار برده و بکار نبرده اند، نشان می دهد که برای تمام متغیرها تفاوت در مقادیر متوسط به لحاظ آماری در تمام سطوح معنی دار رایج اختلافی با صفر ندارند.

با این حال در نمونه های کوچک فرض نرمال بودن به عنوان اساس تست (t-test) ممکن است برآورده نشود. علاوه بر این به علت نامساوری و کوچک بودن اندازه زیر گروهها، تست t توانایی اندکی برای تشخیص تفاوتهای عمده خواهد داشت.

در نتیجه در جدول IX تست میانه غیرپارامتری Brown-Mood که تقریباً یک تست غیروابسته به نرمال بودن است، نیز ارائه گردیده است.

جالب توجه ترین نتیجه بدست آمده از جدول IX این است که به نظر می رسد شرکت هایی که EVA را مورد استفاده قرار داده اند، هم به لحاظ اقتصادی و هم به لحاظ آماری طبق تستهای غیرپارامتری نسبت به گروههای که از EVA استفاده نکرده اند در طول دهه ۱۹۹۰ عملکرد بهتری در قیمت سهامشان داشته اند. عکس این مطلب در مورد شرکت هایی که یکی از روشهای فهرست شده را مورد

عوامل تعیین کننده در کاربرد مدیریت

بر مبنای ارزش و عملکرد قیمت سهام [۳]:

در این قسمت، اطلاعات بدست آمده از نظرسنجی برای تحلیل رگرسیون Logit و آماری به جهت یافتن عوامل تعیین کننده در کاربرد VBM و تاثیر آن بر عملکرد قیمت سهام مورد استفاده قرار می گیرد.

در این تحقیق این فرضیه مطرح شده است که احتمال استفاده از VBM (به عنوان متغیر وابسته در رگرسیون Logit) تابعی از صنعت، عملکرد شرکت، اندازه شرکت، سن، پیش زمینه و تحصیلات نقش آفرینان اصلی در تصمیم گیری ها، معیارهای بحث فوق که به عنوان متغیر وابسته در رگرسیون Logit استفاده می شوند در به اختصار در زیر جدولهای مربوطه شرح داده شده اند.

در جدول IX مقادیر متوسط متغیرهای خام (غیرساختگی) مدل برای جفت گروههایی که از روشهای

۱ است چنانچه شرکت در صنایع تلفن، خط لوله، غذا، فروشگاه‌های بزرگ طبقه بندی شده باشد و غیر از آن صفر خواهد بود. LNPRICE_{۹۸} نشانگر لگاریتم طبیعی قیمت سهام در پایان سال ۱۹۹۸ است. ROE، ROA، حاشیه عملیاتی، حاشیه سود خالص حال ۱۹۹۸ و بازده مرکب ماهیانه سهام در طی دوره زمانی ۱۹۹۸ - ۱۹۹۱ (RET_{۹۱-۹۸}) به عنوان معیارها یی برای عملکرد شرکت استفاده شده اند. RET_{۹۱-۹۸} نیز نشان دهنده بازده و کسب ماهیانه سهام بین سالهای ۹۱ تا ۹۸ است.

استفاده قرار داده اند، صادق است با وجود اینکه در اینجا تفاوت به لحاظ آماری چشمگیر نیست. جدول X تحلیل آماری را یک گام جلوتر می برد و به ارائه ضرایب تعیین شده در تحلیل رگرسیون Logit می پردازد که در واقع احتمال اتخاذ روشهای فهرست شده VBM و EVA را بررسی می کند.

VBM نشانگر استفاده از یکی از سیستمهای مدیریت بر مبنای ارزش است، VBM تنها نشانگر استفاده از ارزش افزوده اقتصادی است. LOWRISK-IND.

جدول IX.

مقادیر خام متوسط متغیرهای غیر ساختگی و تست های پارامتری و غیر پارامتری اهمیت

متغیرها	متوسط گروه EVA ۱۲=n	متوسط گروه non-EVA ۶=n	تست t	تست ۲X	متوسط گروه VBM ۳۲=n	متوسط گروه non-VBM ۶=n	تست t	تست ۲X
دارایی ها (mil)	۴۱۷۷,۱\$	۲۷۱۶,۰\$	۰,۳۷	۰,۴۷	۳۸۹۶,۵\$	۲۷۱۶,۰\$	۰,۳۷	۰,۴۷
ROA (%)	۲,۹۶	۶,۲۸	۱,۵۲	۰,۳۳	۳,۱۴	۶,۲۸	۱,۵۲	۰,۳۳
ROE (%)	۳,۰۳	۱۲,۴۷	۰,۷۷	۰,۴۷	۵,۰۸	۱۲,۴۷	۰,۷۷	۰,۴۷
حاشیه سود خالص (%)	۳,۶۱	۰,۸۳	۰,۹۹	۰	۱,۷۳	۰,۸۳	۰,۹۹	۰
حاشیه عملیاتی (%)	۶,۴۳	۲,۳۸	۰,۹۹	۰	۳,۸۵	۲,۳۸	۰,۹۹	۰
PRICE ۹۸	۲۱,۵\$	۲۱,۴۷\$	۰,۵۵	۰	۲۱,۱۸\$	۲۱,۴۷\$	۰,۵۵	۰
RET ۹۸-۹۱	۰,۱۵۳۲	۰,۱۴۲	۱,۲۹	۴,۲۷x	۰,۱۲	۰,۱۴۲	۱,۲۹	۴,۲۷x

توجه: × با اهمیت در سطح ۵ درصد مقادیر T، اهمیت اختلاف بین میانگین های گروههای EVA و VBM و گروههای non-EVA و VBM را با اهمیت در سطح ۵ درصد مقادیر T، اهمیت اختلاف بین میانگین های گروههای فوق به عمل می آورد. PRICE_{۹۸} بیانگر قیمت سهام در پایان سال ۱۹۹۸ است. RET_{۹۱-۹۸} بیانگر بازده مرکب ماهیانه سهام بین سالهای ۱۹۹۱ تا ۱۹۹۸ است. مقدار تمام متغیرهای دیگر مربوط به پایان سال ۱۹۹۸ است.

جدول X. عوامل تعیین کننده در بکارگیری مدیریت بر مبنای ارزش

	VBM		EVA	
INTERCEPT	-۱۰,۵۴	۱,۵۵-	-۴۳,۱۴	۵,۰۵-
LNREVENUES	-	-	۳,۰۳	۴,۸۱-
LNASSETS	۰,۹۳	۲,۵۹-	-	-
۹۸ LNPRICE	-	-	-۱,۸۸	۲,۱۷-
ROA	-۰,۵۰	۲,۳۲-	-	-
ROE	-	-	-۰,۲۴	(۳,۲۰)x
OPERATING MARGINE	-	-	۰,۱۷	۱,۳۴-
NET PROFIT MARGINE	۰,۱۷	(۳,۱۸)x	-	-
۹۱۹۸ RET	-	-	۲۳۴,۲	(۳,۶۸)xx
LOW RISK IND	۱,۷۹	۱,۲۷-	-	-
AGE	۴,۰۷	(۳,۹۸)x	۳,۱۸	۲,۳۷-
BACKGROUND	-	-	۷,۳۹	(۴,۴۴)xx
EDUCATION	-	-	۳,۴۳	۱,۹۸-
CONCORDANT		۸۹,۸		۹۴
USERS		۳۲		۱۲
NON-USERS		۶		۲۶

توجه: × با اهمیت در سطح ۵ درصد. xx با اهمیت در سطح یک درصد؛ در صورت استفاده از یکی از روشها متغیر مستقل ۱ و در غیر اینصورت ۵ در نظر گرفته شده است.



درآمدها و دارایی‌ها در سال ۱۹۹۸ است) معیارهای اندازه شرکت. مقادیر تمام متغیرهای دیگر نیز مربوط به پایان سال ۹۸ و گویا می‌باشد. AGE، ۱ خواهد بود در صورتی که سن فرد معرفی کننده سیستم VBM یا EVA در شرکت (یا سن CEO شرکت در صورتی که هیچ روشی از روشهای VBM مورد استفاده نباشد) ۴۵ سال یا کمتر باشد و در غیر این صورت + می باشد (که شامل موارد عدم پاسخ به سوال هم می باشد). BACKGROUND در صورتی که پیش زمینه شخص فوق مالی یا حسابداری باشد مقدار ۱ خواهد داشت و در غیر این صورت + خواهد بود (همچنین در موارد عدم پاسخ دهی) EDUCATION

نیز در صورتی که فرد دارای تحصیلات دانشگاهی باشد ۱ و در غیر این صورت و در موارد عدم پاسخ دهی مقدار صفر خواهد داشت.

نتیجه گیری و تفسیر نتایج :

در این مقاله سیستم مدیریت بر مبنای ارزش و ساختار آن برای اولین بار در کشور مطرح شد. اجزای اصلی این سیستم عبارت بودند از : توسعه استراتژی، تعیین هدفها، بودجه‌ها و طرحهای عملیاتی و آموزش، و برنامه‌های تشویقی.

همچنین برای نشان دادن تأثیر واقعی به کارگیری این رویکرد مدیریتی در افزایش ارزش شرکتها و عملکرد قیمت سهام آنها، نتایج گسترده ترین و جدیدترین تحقیق انجام شده در کانادا ارائه شد تا رابطه تعدادی از متغیرها از جمله عملکرد قیمت سهام را با میزان استفاده از روشهای VBM مورد بررسی قرار گیرد.

مهمترین نتایج به دست آمده به این شرح می باشد : رایج ترین مدل مورد استفاده از میان روشهای VBM در کانادا، روش DCF است. مدیریت بر مبنای ارزش اکثراً در حوزه‌های تصمیم گیری برای سرمایه گذاری (DCF) رایج ترین است، برنامه ریزی بلند مدت (EVA) رایج ترین روش مورد استفاده است) و ارزیابی عملکرد (ROIC) رایج ترین روش مورد استفاده است) به جز EVA، اکثر این روشها در داخل سازمان توسعه داده شده اند. EVA جدیدترین روش مورد استفاده است. به طور کلی، مدیران اجرایی جوانتر و دارای تحصیلات بالاتر که پیش زمینه مالی / حسابداری دارند. بیشتر تمایل دارند که VBM را در شرکتهای خود پایه ریزی کرده و به کار گیرند.

نتایج این مطالعه بسیار شبیه نتایج گزارش شده از تحقیقات به عمل آمده در ایالات متحده است. (به عنوان

مثال، [۱۷] Ryan & Trahan). با این حال، برخلاف کانادا که در آن EVA کم استفاده ترین روش است در آمریکا، نیمی از پاسخ دهندگان از EVA استفاده می کردند (برای مثال [۱۷] Ryan & Trahan) علاوه بر این در حالی که EVA توسط ۵۰ درصد از پاسخ دهندگان کانادایی در سطح شرکت استفاده می گردید، بیشترین درصد پاسخ دهندگان آمریکایی (۸۴ درصد) اظهار داشتند که از EVA در سطح سازمانی استفاده کرده اند (به عنوان مثال، [۱۷] Ryan & Trahan).

تحلیل آماری نتایج جدول نظرسنجی می تواند در مورد ارتباط EVA با عملکرد قیمت سهام تا حدودی کمک کننده باشد. به عنوان مثال، جدول IX نشان داد که شرکت هایی که از EVA استفاده کرده اند در مقایسه با شرکت هایی که از EVA استفاده نکرده اند، عملکرد به مراتب بهتری در قیمت سهام داشته اند. همچنین شرکت هایی که تمایل به استفاده از روشهایی غیر از EVA در میان روشهای VBM داشته اند عملکرد پایین تری در قیمت سهام نسبت به شرکت های استفاده کننده از EVA داشتند. و شرکتهای آمریکایی در تمام سطوح سازمانی استفاده وسیع تری از EVA کرده اند. نتایج ارائه شده در جدول X این نتیجه را بیشتر تأیید می کند. چرا که نتایج تحلیل رگرسیون Logit نشان می دهد شرکت های با عملکرد بهتر در بازار سهام تمایل بیشتری به استفاده از EVA داشته اند. این نتایج تأیید می کنند که شرکت های کانادایی برای تجربه تولید بهتر ارزش و عملکرد بازار سهام نسبت به عملکردی که در دهه ۱۹۹۰ داشته اند، باید به شکل مؤثری از تکنیک ارزش افزوده اقتصادی، در تمامی سطوح شرکت استفاده کنند. امید است تا با استفاده از رویکرد مدیریت بر مبنای ارزش در کشورمان شاهد عملکرد بهتر شرکتها، بورس و جذب سرمایه‌ها در فعالیتهای مولد اقتصادی باشیم.

در این مقاله سیستم مدیریت بر مبنای ارزش و ساختار آن برای اولین بار در کشور مطرح شد. اجزای اصلی این سیستم عبارت بودند از : توسعه استراتژی، تعیین هدفها، بودجه‌ها و طرحهای عملیاتی و آموزش، و برنامه‌های تشویقی

- 12-Appleby, C., The new lingo of value added, Hospitals & Health Networks, 1997, pp. 50-2.
- 13-Chamberlain, K. and Campbell, R., Creating shareholder value, New Zealand Manufacturer, Vol. 100, 1995, p. 15.
- 14-Wallace, J.S., Adopting residual income-based compensation plans: evidence of effects on managerial action, working paper, University of California, Irvine, CA., 1998.
- 15-Griffith, J.M., The true value of EVA, Journal of Applied Finance, Fall/Winter, 2004, pp. 25-9.
- 16-Wallace, J.S., EVA financial systems: management perspectives, Advances in Management Accounting, Vol. 6, 1998, pp. 1-12.
- 17-Ryan, H.E. Jr and Trahan, E.A., The utilization of value-based management: an empirical analysis, Financial Practice and Education, Vol. 9, Spring/Summer, 1999, pp. 46-58.
- 18-Kennedy, P., A Guide to Econometrics, 3rd ed., Blackwell Publishers, Oxford, 1992.
- 19-KPMG Investigation and Security Inc., E-Fraud Survey 2000, KPMG Investigation and Security Inc., 2000.
- منابع و مراجع :
- 1- Kerzner, Harold, Project Management: A System Approach to Planning, Scheduling, and Controlling, 6th edition, New York, JOHN WILEY & SONS, 1998.
- 2-Athanassakos, G, Value-based management, EVA and stock price performance in Canada, Management Decision, Vol. 45, No. 9, 2007, pp. 1397-1411.
- 3-Frykman, David, and Tollyrd, Jakob, "Corporate Valuation: An easy guide to measuring value", First published, PEARSON EDUCATION LIMITED, 2003.
- 4-Tully, S., America's wealth creators, Fortune, 22 November, 1999, pp. 275-84.
- 5-Hofstatter, W. and Jog, V., Wealth and value creation in Canada: can the TSE 300 reach 10,000?, Canadian Investment Review, Fall, 1999, pp. 14-20
- 6-O'Hanlon, J.O. and Peasnell, K., Measure for measure, Accountancy, international edition, 1996, pp. 44-6.
- 7-Stephens, K.R. and Bartunek, R.R., What is economic value added? A practitioner's perspective, Business Credit, Vol. 4, 1997, p. 39
- 8-O'Byrne, S., EVA and market value, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9, 1996, pp. 116-25.
- 9-Kramer, J.K. and Peters, J.R., An inter-industry analysis of economic value added as a proxy for market value added, Journal of Applied Finance, 2001, pp. 41-9.
- 10-Anderson, A.M. and Bey, R.P., An empirical analysis of the consistency, sensitivity, and validity of economic value added, working paper, Financial Management Association Meetings, 1998 14-17 October.
- 11-O'Byrne, S., EVA and shareholder return, Financial Practice and Education, Spring/Summer, 1997, pp. 50-4.