

## تأثیر پاداش و توانایی مدیریتی بر رابطه بین استراتژی تجاری و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۶/۰۲

کد مقاله: ۸۶۱۱۷

سعید یادگاری<sup>۱</sup>، مهناز نکوئی حسین آبادی<sup>۲\*</sup>،  
احسان رجایی زاده هرندی<sup>۳</sup>

### چکیده

ارزش شرکت، یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های ارزیابی واحدهای اقتصادی به ویژه شرکت‌های سهامی به شمار می‌آید. ارزش یک شرکت در قیمت سهام آن منعکس می‌شود، از این رو، رونق سهام یک شرکت را می‌توان ناشی از ارزش واحد اقتصادی دانست. از جمله عواملی که می‌تواند ارزش شرکت را متأثر سازد، استراتژی تجاری، پاداش مدیریت و توانایی مدیریت است. بر این اساس، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر پاداش و توانایی مدیریت بر ارتباط بین استراتژی تجاری و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. به منظور دستیابی به هدف فوق، اقدام به تدوین سه فرضیه شد. بر این اساس به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۰ انتخاب شد. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از مدل رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد استراتژی تجاری بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد، یعنی افزایش استراتژی تجاری، افزایش ارزش شرکت به دنبال دارد؛ علاوه بر این، نتایج بیانگر این است که پاداش و توانایی مدیریت رابطه بین استراتژی تجاری بر ارزش شرکت را تقویت می‌کند.

واژگان کلیدی: ارزش شرکت، استراتژی تجاری، پاداش مدیریت، توانایی مدیریت

۱- استادیار حسابداری، دانشگاه شهید اشرفی، اصفهان، ایران.

۲- کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید اشرفی، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول) mahnazn791@gmail.com

۳- کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهاب دانش، قم، ایران

ارزش شرکت، ادراک ذینفعان، به ویژه سرمایه‌گذاران، از سطح دستاورد شرکت مربوط به قیمت‌های بازار سهام است و با درصدها و مفاهیم اقتصادی که ارزش تجاری را در یک تاریخ معین منعکس می‌کند، اندازه‌گیری می‌شود (آگوستیا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹). ارزش شرکت را می‌توان با توانایی کنترل پتانسیل (مالی و غیر مالی) در بلندمدت برای وجود شرکت افزایش داد. مدیر یک کسب‌وکار، تصمیم‌گیری استراتژیک را هدایت می‌کند و حتی نقش برنامه‌ریزی، هدایت و کنترل آینده آن را ایفا می‌کند (کیم و جو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). ویژگی‌های مدیران عوامل مهمی هستند که ارزش یک شرکت را در یک محیط بازار به طور مداوم در حال تغییر و در رقابت جهانی تعیین می‌کنند (کو و پارک<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). بنابراین، ویژگی‌های مدیران می‌تواند بر ارزش، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و استراتژی‌های شرکت تأثیر بگذارد.

در مطالعات قبلی در مورد ویژگی‌های مدیران، محققان به اهمیت توانایی مدیریت علاقه‌مند بودند (کوستر و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶؛ کاتز و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳). دمرجیان و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) توانایی مدیریتی را با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها اندازه‌گیری کردند. این مطالعه نشان داد که هر چه توانایی مدیریتی یک مدیر بهتر باشد، توانایی بهتری برای پیش‌بینی آینده دارد. آن‌ها همچنین استدلال کردند که هر چه توانایی مدیریت بهتر باشد، درک بالاتری از روندهای تجاری یا موقعیت‌های اقتصادی دارد. علاوه بر این، آن‌ها پیشنهاد کردند که یک مدیر با توانایی مدیریتی عالی یک برنامه سرمایه‌گذاری را اتخاذ کند که می‌تواند ارزش فعلی خالص شرکت را به حداکثر برساند و تأثیر مثبتی بر رشد، پایداری، عملکرد آتی و ارزش شرکت داشته باشد. یک مطالعه قبلی رابطه بین پاداش مدیریت و عملکرد یا ارزش تجاری را در شرکت‌های کوچک و متوسط در کره در حدود سال ۲۰۱۰ تجزیه و تحلیل کرد. این مطالعه گزارش داد که پاداش مدیریتی عملکرد تجاری را افزایش نمی‌دهد. با این حال، با توجه به ساختار حاکمیت شرکتی، تفاوتی در رابطه بین پاداش مدیریتی و ارزش شرکت وجود داشت (کیم و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷). به علاوه، فرضیه شایستگی مدیریتی معتقد است که هر چه پاداش مدیر بالاتر باشد، امنیت مدیرانی با شایستگی و شهرت خوب سودمندتر است. نقش پاداش مدیریتی به عنوان راهی برای ایجاد انگیزه در شرکت‌ها برای حل مشکل نمایندگی و به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. بنابراین، اگر پاداش مدیریتی با اندازه‌گیری منظم و منطقی توانایی یا فعالیت خود تصمیم‌گیری شود، مدیر قادر خواهد بود به طور موثر در شرکت سرمایه‌گذاری کند و به دنبال راه‌هایی برای افزایش ارزش شرکت باشد (رز و شپرد<sup>۸</sup>، ۱۹۹۷).

در رابطه بین استراتژی تجاری و ارزش شرکت، توانایی مدیریتی و فعالیت‌های جبرانی نیازمند تلاش برای پایداری و رشد است. برای این منظور، مدیران باید استراتژی‌های تجاری را ایجاد، برنامه‌ریزی، اجرا و کنترل کنند در حالی که به طور مناسب ویژگی‌های داخلی و محیط خارجی شرکت را منعکس می‌کنند (تامپسون<sup>۹</sup>، ۱۹۸۷). مدیران می‌توانند استراتژی‌های تجاری را ایجاد کنند و به طور قابل توجهی بر نتایج خود تأثیر بگذارند (گابایس و لاندیر<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۸).

از نظر این استراتژی‌های تجاری، مطالعات در زمینه حسابداری با استفاده از ویژگی‌های مالی شرکت، استراتژی‌ها را طبقه‌بندی می‌کند و رابطه بین استراتژی و ارزش شرکت، هزینه سرمایه، عملکرد شرکتی، ویژگی‌های مالی و شفافیت مدیریت را تأیید می‌کند (کیم و هونگ<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۷). مطالعات در این زمینه به طور کلی سطح یا ویژگی‌ها را از دیدگاه‌های مختلف در مورد استراتژی تجاری شرکت تجزیه و تحلیل می‌کند (فرانسیس و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۴).

مایلز و اسنو<sup>۱۳</sup> (۱۹۷۸) استراتژی تجاری را به استراتژی تهاجمی و استراتژی تدافعی تقسیم کردند. استراتژی تهاجمی توسط شرکتی مشخص می‌شود که فعالانه در مشاغل جدیدی سرمایه‌گذاری می‌کند که رقیبی ندارند، مانند توسعه محصولات جدید و پیشرو در بازارهای جدید. با این حال، استراتژی تدافعی روشی برای به دست آوردن مزیت رقابتی از طریق کاهش هزینه است. این برعکس یک استراتژی آینده نگر است (چوی و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۵). ایجاد یک استراتژی تجاری مناسب برای هر شرکت می‌تواند بر عملکرد و ارزش مستمر تأثیر بگذارد. از اواخر دهه ۲۰۰۰ تا به امروز در کره، استراتژی شرکت‌های کوچک و متوسط تأثیر مهمی بر عملکرد و ارزش شرکت دارد (چوی و کیم<sup>۱۵</sup>، ۲۰۲۰؛ جو و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۹).

- 1 Agustia et al
- 2 Kim and Jo
- 3 Ko and Park
- 4 Koester et al
- 5 Katz et al
- 6 Demerjian et al
- 7 Kim et al
- 8 Rose and Shepard
- 9 Thompson
- 10 Gabaix an Landier
- 11 Kim and Hong
- 12 Francis et al
- 13 Miles and Snow
- 14 Choi et al
- 15 Choi and Kim
- 16 Jo et al

استراتژی تجاری یکی از اجزای اصلی تصمیم‌گیری یک شرکت است. این تصمیمات بر اهداف آتی شرکت، چشم‌انداز، طرح تجاری، سرمایه‌گذاری‌ها و تخصیص منابع، هم به صورت کلی و هم از نظر سازمانی تأثیر می‌گذارد. بنابراین، توانایی مدیریتی با شایستگی‌های اصلی داخلی شرکت، شرایط اقتصاد کلان، قدرت رقابتی، توانایی‌های پیش‌بینی آینده و درک کسب‌وکار در ایجاد استراتژی‌های تجاری مرتبط است (کمانور و پاگلیس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵). توانایی‌های مدیران و ایجاد استراتژی‌های تجاری مناسب باعث می‌شود که ارزش شرکتی مثبت مورد انتظار باشد. علاوه بر این، اگر پاداش مدیریتی مربوط به شایستگی مدیریتی باشد، یک قرارداد جبرانی مناسب مشکل نمایندگی را حل می‌کند. می‌توان توضیح داد که این جنبه به طور مثبت به ارزش شرکت کمک می‌کند زیرا می‌تواند انگیزه‌ای برای مدیران برای بهبود عملکرد کوتاه مدت و بلند مدت شرکت باشد (سانگ و کیم<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). بنابراین، این مطالعه بررسی می‌کند که آیا پاداش و توانایی مدیریتی تأثیر متفاوتی بر استراتژی تجاری و ارزش شرکت دارد یا خیر. با توجه به مطالب بیان شده، سؤال اصلی پژوهش این است که پاداش و توانایی مدیریتی بر رابطه بین استراتژی تجاری و ارزش شرکت چه تأثیری دارند؟

## ۲- مبانی نظری و فرضیه‌ها

استراتژی تجاری یک شرکت عامل مهمی است که بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار سازمانی، تخصیص منابع، اهداف کل شرکت و چشم‌انداز تأثیر می‌گذارد (رو و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵). دوو و همکاران<sup>۴</sup> (۱۱۵) مشاهده کردند که چرخه حیات کسب و کار و رقابت بازار به عنوان یک محیط اقتصادی که در آن شرکت‌ها با آن مواجه هستند، تأثیر مهمی بر استراتژی کسب و کار در تصمیم‌گیری داخلی خواهد داشت. تجزیه و تحلیل شد که یک استراتژی تجاری مناسب برای چنین محیط تجاری می‌تواند کارایی مدیریت را افزایش دهد. هدف استراتژی کسب و کار به حداکثر رساندن کارآمد عملکرد تجاری به عنوان ابزاری برای مدیریت جامع کسب و کار است و می‌تواند به بهبود عملکرد تجاری از طریق تصمیم‌گیری کلی شرکت کمک کند.

گونگ<sup>۵</sup> (۲۰۱۴) شواهدی ارائه کرد مبنی بر اینکه استراتژی‌های کسب و کار با طبقه‌بندی آن‌ها به چهار نوع استراتژی که توسط مایلز و اسنو<sup>۶</sup> (۱۹۷۸) شناسایی شده‌اند، بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. سئو<sup>۷</sup> (۲۰۱۰) استدلال کرد که استراتژی‌های تجاری، مانند تمایز و مزیت هزینه، تأثیر قابل توجهی بر عملکرد مدیریت مشاهده شده از نظر عملکرد مالی و غیر مالی دارند. لی و کیم<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) نتایج یک تجزیه و تحلیل تجربی را ارائه کردند و گزارش دادند که استراتژی کسب و کار دنبال شده توسط یک شرکت مستقیماً بر عملکرد تجاری تأثیر می‌گذارد و صنعت تولید را به عنوان مثال استفاده می‌کند.

رو و همکاران (۲۰۱۵) استراتژی‌های کسب و کار را به انواع جستجوگر و مدافع طبقه‌بندی کرد و پیشنهاد کرد که تفاوت‌هایی در ویژگی‌های شرکت بر اساس این استراتژی‌ها وجود دارد. اول، استراتژی مدافع بر ایجاد عملکرد مستمر تمرکز می‌کند، اما جایگزین‌های زیادی وجود دارد و استراتژی متمایز نیست، بنابراین ممکن است ایجاد پتانسیل رشد آینده یا سود اضافی دشوار باشد. با این حال، این استراتژی می‌تواند شفافیت مدیریت را به دلیل رفتار حسابداری محافظه کارانه و کیفیت بالای اطلاعات حسابداری افزایش دهد و ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی یا مشکلات نمایندگی را نسبت به استراتژی‌های جستجوگر نشان دهد. علاوه بر این، مشخص شد که استراتژی مدافع به دلیل عدم اطمینان کم، مانند محصولات جدید و توسعه بازار جدید، هزینه سرمایه پایینی دارد (رو و همکاران، ۲۰۱۶). از سوی دیگر، استراتژی آینده‌نگر جایگزینی برای اقلامی مانند محصولات جدید ندارد و می‌تواند ارزش شرکت را به دلیل ایجاد عملکرد متمایز افزایش دهد، اما ممکن است ریسک عملیاتی نسبتاً بالایی به دلیل عدم قطعیت داشته باشد (هنری، ۲۰۰۶).

این تفاوت‌های استراتژیک اساساً سطح رشد و ویژگی‌های شرکت را منعکس می‌کنند، یک استراتژی مناسب ایجاد می‌کنند و آن را بر اساس شرکت، کسب‌وکار و بخش تقسیم می‌کنند. از آنجایی که این استراتژی‌ها در ویژگی‌های شرکت منعکس می‌شوند، توضیح تفاوت در ارزش شرکت با استفاده از تفاوت‌های استراتژیک مناسب دشوار است.

مایلز و اسنو (۱۹۷۸) دریافتند که در شرکت‌هایی که استراتژی جستجوگر را دنبال می‌کنند، مدیر قدرت اختیاری زیادی دارد، بنابراین انتخاب‌های مدیریتی متنوعی وجود دارد. مدیران شرکت‌هایی که این استراتژی را دنبال می‌کنند سرشار از ایده، تهاجمی، نوآور، مایل به امتحان کردن انتخاب‌های جدید هستند و هیچ گونه کلیشه‌ای در عملکرد خود ندارند. بنابراین، این مدیران به‌جای عملکرد کوتاه‌مدت، به دنبال رشد نوآورانه از منظر بلندمدت هستند، حتی اگر ریسک‌هایی را در بر داشته باشد. با این حال، مدیرانی

- 1 Chemmanur and Paeglis
- 2 Song and Kim
- 3 Rhu et al
- 4 Doo et al
- 5 Gong
- 6 Miles and Snow
- 7 Seo
- 8 Lee and Kim

که تمایل به دنبال کردن استراتژی‌های مدافع دارند، کارایی عملیاتی را دنبال می‌کنند و بر عملکرد کوتاه‌مدت تمرکز می‌کنند تا سرمایه‌گذاری‌های جدید، که ممکن است افزایش ارزش شرکت را دشوار کند.

پارک و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) پیشنهاد کرد که استراتژی‌های کسب و کار بر رشد و پایداری آینده شرکت‌های کوچک و متوسط تأثیر می‌گذارد. به ویژه، اگر شرکت‌های کوچک و متوسط یک استراتژی جستجوگر را اجرا کنند که ارتباط نزدیکی با نوآوری یا ایجاد دارد، عملکرد و ارزش شرکت افزایش می‌یابد. دلیل این امر این است که شرکت‌های کوچک و متوسط کوچک هستند و دوره نگهداری کوتاهی دارند، بنابراین انتظار صرفه‌جویی در مقیاس یا اثرات یادگیری که می‌تواند هزینه‌ها را کاهش دهد دشوار است. به ویژه، شرکت‌های کوچک و متوسط، بر خلاف شرکت‌های بزرگ، در حفظ عملکرد پایدار و مستمر مشکل دارند و نمی‌توانند هزینه‌های سرمایه‌ای هنگفتی را انجام دهند. با توجه به منابع محدود این شرکت‌های کوچک و متوسط، استراتژی جستجوگر ممکن است مناسب‌تر از استراتژی مدافع برای افزایش پتانسیل رشد یا ارزش آینده شرکت باشد. بنابراین، شرکت‌های کوچک و متوسط می‌توانند پتانسیل رشد آینده و ارزش شرکت بالاتر از استراتژی‌های مدافع را انتظار داشته باشند.

### فرضیه اول: استراتژی تجاری بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

موقعیت، ویژگی‌ها و توانایی‌های یک مدیر نقش مهمی در اهداف بلند مدت و کوتاه مدت یک شرکت، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و سلامت عملیات مالی دارد. به عبارت دیگر، ویژگی‌های مدیریتی می‌تواند عامل مهمی در تعیین ارزش شرکت باشد (برتراند و شوآر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳).

با این حال، جدایی مالکیت و مدیریت یک شرکت می‌تواند منجر به رفتارهای فرصت طلبانه برای گسترش منافع خصوصی مدیر شود. به عبارت دیگر، مدیران می‌توانند مشکلات نمایندگی ایجاد کنند که ثروت سهامداران را به نفع خود کاهش دهد. این می‌تواند نیاز به یک سیستم پاداش مدیریتی را نشان دهد که به مدیران با کیفیت بالا انگیزه می‌دهد و به آن‌ها اجازه می‌دهد تا وظایف خود را داوطلبانه و بدون ایجاد دوراهی اخلاقی انجام دهند (اوه<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱).

این سیستم پاداش مدیریتی را می‌توان تا حد زیادی از دو منظر توضیح داد. می‌توان آن را به عنوان فرضیه شایستگی مدیریتی یا فرضیه منافع اختصاص یافته مدیریتی در نظر گرفت. مدیران توانمند ارزش شرکت را از طریق عملیات کارآمد و ایجاد عملکرد افزایش می‌دهند، در حالی که پاداش مدیریتی می‌تواند به طور مثبت به ارزش شرکت کمک کند (جنسن و مورفی<sup>۴</sup>، ۱۹۹۰).

با این حال، طبق فرضیه منفعت اختصاص یافته، مدیران تنها به عملکردی علاقه‌مند هستند که ارتباط نزدیکی با پاداش‌ها داشته باشد و عملکرد تجاری را مخدوش کند یا برای اطمینان از پاداش‌های بالا دست به رفتار فرصت طلبانه بزند، که می‌تواند منجر به کاهش ارزش شرکت به دلیل شفافیت مدیریت یا مدیریت شود. مشکلات نمایندگی با این حال، مدیران عالی که پاداش‌های بالا دریافت می‌کنند ممکن است سرمایه‌گذاری‌ها، فعالیت‌ها و اعتماد به نفس مرتبط با شهرت یا شغل خود را از خود نشان دهند و این رفتارها ممکن است تأثیر منفی بر ارزش شرکت داشته باشد. علاوه بر این، اعتقاد بر این بود که مدیرانی که سطح بالایی از پاداش را دریافت می‌کنند، اختیار زیادی دارند و این می‌تواند منجر به تحریف اطلاعات برای منافع شخصی آن‌ها شود و ارزش شرکت را از طریق فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت تضعیف کند (سانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴).

به طور خاص، سطح غرامت برای مدیران در تضعیف مشکل نمایندگی بین سهامداران و مدیران و افزایش کارایی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نقش دارد، بنابراین انتظار می‌رود استراتژی‌های تجاری بر ارزش شرکت تأثیر بگذارد. علاوه بر این، مدیران معتقدند که تفاوت‌هایی در تمایل به ریسک اساسی با سهامداران وجود دارد (کانگ و کوک<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰). اگر مدیران تمایل به اجتناب از ریسک برای حفظ موقعیت خود داشته باشند، سهامداران احتمالاً دارایی‌های شرکت را پراکنده کرده و سرمایه‌گذاری‌های اولویت دار پرخطر انجام می‌دهند (سانگ، ۲۰۱۴). عامل مهمی که می‌تواند انگیزه و ترغیب مدیران به کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران باشد، سیستم جبران خسارت است (راجاگوپالان<sup>۷</sup>، ۱۹۹۷). از این رو، برای پیگیری استراتژی حداکثرسازی ثروت سهامداران در تصمیم‌گیری در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، انتظار می‌رود سیستم عملکرد و پاداش مدیران نقش مهمی ایفا کند. انتظار می‌رود سطح پاداش مدیران از طریق سرمایه‌گذاری که ارزش سهامداران را با تخصیص منابع بر اساس استراتژی و اجرای آن بر اساس برنامه به حداکثر می‌رساند، به ایجاد عملکرد کمک کند (اوه، ۲۰۱۱). ممکن است پیشنهاد شود که استراتژی کسب و کار به طور مثبت به ارزش شرکت با توجه به پاداش مدیریت کمک می‌کند.

1 Park et al  
 2 Bertrand and Schoar  
 3 Oh  
 4 Jensen and Murphy  
 5 Song  
 6 Kang and Kook  
 7 Rajagopalan

با این حال، اگر پاداش یک مدیر، رفتار فرصت طلبانه‌ای باشد که سود خصوصی او را به حداکثر می‌رساند، به سختی می‌توان پاداش مدیر را با افزایش ارزش شرکت به دلیل موفقیت استراتژی کسب‌وکار مرتبط دانست. بنابراین، ممکن است پیشنهاد شود که پاداش مدیریتی ممکن است تأثیر مثبت اما در نهایت منفی بر موفقیت یک استراتژی تجاری داشته باشد.

علاوه بر این، سطح پاداش مدیریتی ممکن است در مقایسه با استراتژی مدافع، تأثیر منفی بر ارزش شرکت یک استراتژی جستجوگر یا یک سازمان غیرمتمرکز و سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشد. به عبارت دیگر، اگر پاداش مدیریتی باعث ایجاد مشکلات نمایندگی به عنوان رفتار فرصت طلبانه شود، اگر پاداش مدیریتی بالا باشد، ارزش ثابت استراتژی جستجوگر کمتر از استراتژی مدافع خواهد بود. به ویژه، از آنجایی که شرکت‌های کوچک و متوسط بسته هستند و سطح عدم تقارن اطلاعاتی کمتر از شرکت‌های بزرگ است، این رابطه به وضوح نشان داده خواهد شد.

**فرضیه دوم:** پاداش مدیریتی بر شدت اثر استراتژی تجاری و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

دمرجیان و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) توانایی مدیریت را با استفاده از شاخص‌های مبتنی بر کارایی اندازه‌گیری کرد. چنین توانایی مدیری می‌تواند با پیش بینی آینده، بر اساس درک کلی از کسب و کار، تخصیص و استفاده از منابع شرکت، بر عملکرد تجاری تأثیر بگذارد. چوی و یانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در نظر گرفتند که در مورد مدیران شایسته، تعدیل سود واقعی می‌تواند اثر مثبت بر عملکرد بلندمدت را کاهش دهد و دلیل آن پایین بودن سطح تعدیل سود از طریق فعالیت‌های واقعی بود.

علاوه بر این، با توجه به توانایی مدیر در نظر گرفتن هزینه فرصت برای شهرت، انتظار می‌رود رفتار فرصت طلبانه منفی مانند مدیریت سود کاهش یابد. فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸) در نظر گرفت که مدیران شایسته برای شهرت خود ارزش قائل هستند و این شهرت انگیزه‌های کمی برای سیاست‌هایی دارد که می‌تواند منجر به تعقیب سود منفی یا خصوصی، عدم اطمینان مدیریت یا مشکلات نیابتی شود. کیم و همکاران (۲۰۱۸) پیشنهاد کرد که توانایی مدیریتی، تعقیب فرصت طلبانه منافع خصوصی را کاهش می‌دهد، که باعث کاهش مشکلات نمایندگی و ظرفیت مدیریت می‌شود. علاوه بر این، توانایی مدیریتی به عنوان یک منبع انسانی از ارزش بالایی برخوردار است، بنابراین با پیگیری کارایی شرکت، عملکرد بالایی ایجاد خواهد کرد. بنابراین پیشنهاد می‌شود که توانایی مدیریتی تفاوتی را در کارایی سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد و محیط‌های صنعتی بیرونی مانند بحران مالی، عامل مهمی در افزایش کارایی سرمایه‌گذاری حتی در شرایط رکود است. بنابراین، از توانایی مدیران انتظار می‌رود که با موفقیت استراتژی تجاری شرکت را رهبری کنند، زیرا می‌تواند یک منبع نامشهود مهم باشد که به طور مثبت به افزایش ارزش شرکت کمک می‌کند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲).

علاوه بر این، پارک و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) تأثیر استراتژی کسب‌وکار را بر عملکرد آینده و پتانسیل رشد برای شرکت‌های کوچک و متوسط ثبت‌نشده تأیید کرد. در مورد شرکت‌های کوچک و متوسط با تولید نسبتاً کوچک و چرخه عمر کوتاه، مشخص شد که استراتژی اکتشاف تأثیر قابل توجهی بر عملکرد آینده در مورد استراتژی‌های تجاری تدافعی دارد. مشخص شد که استراتژی کاوشگر به جای استراتژی تدافعی، تأثیر قابل توجهی بر عملکرد آینده دارد. در این مطالعه، این اثر به مدت سه سال پس از ایجاد استراتژی حفظ شد و مشخص شد که استراتژی جستجوگر، از طریق توسعه بازار جدید و فناوری جدید یا توسعه محصول جدید، به افزایش عملکرد آینده ادامه می‌دهد. علاوه بر این، در مورد استراتژی‌های دفاعی، محدودیت‌هایی وجود دارد که بر خلاف شرکت‌های بزرگ، مانند صرفه‌جویی در مقیاس و اثرات یادگیری، برای شرکت‌های کوچک و متوسط دشوار است که با عملکرد آینده ارتباط برقرار کنند. علاوه بر این، وون و رو<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) نشان می‌دهند که چرخه عمر یک شرکت مراحل معرفی، رشد، بلوغ و افول را دنبال می‌کند.

این مطالعات شواهدی را ارائه کردند که نشان می‌دهد وضعیت اقتصادی داخلی و خارجی یک شرکت و استراتژی تجاری آن بر عملکرد آینده تأثیر می‌گذارد. اگر یک استراتژی تجاری مناسب برای شرکت با شناخت ویژگی‌های شرکت یا وضعیت اقتصادی انتخاب شود، عامل مهمی برای حفظ عملکرد شرکت در آینده می‌شود (پارک و همکاران، ۲۰۱۸).

از جمله ویژگی‌های مدیران، توانایی مدیریتی شامل توانایی درک ویژگی‌های کلی کسب‌وکار، استفاده مناسب از منابع داخلی و درک جریان کلی صنعت، نه تنها اطلاعات کلان اقتصادی، بلکه توانایی تجزیه و تحلیل کسب‌وکار در حال پیگیری است. بنابراین، اگر مدیر دارای قابلیت‌های عالی باشد، به احتمال زیاد یک استراتژی تجاری مناسب برای شرکت ایجاد کرده و یک برنامه سرمایه‌گذاری را انتخاب می‌کند که ارزش خالص فروش را به حداکثر برساند (کمانور و پاگلیس<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵). علاوه بر این، دستیابی به موفقیت استراتژیک با استفاده مؤثر، استقرار و توزیع منابع داخلی یا قابلیت‌های یک شرکت امکان پذیر است. بعلاوه بر این، مدیران

1 Demerjian et al  
2 Choi and Yang  
3 Park et al  
4 Won and Rhu  
5 Chemmanur and Paeglis

عالی به دلیل درک خوب و توانایی پیش‌بینی کسب و کار، ریسک نسبتاً پایینی برای شکست دارند، بنابراین استراتژی‌های مدیریت به ایجاد ارزش تجاری کمک می‌کند.

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۳)، فرانسیس و همکاران (۲۰۱۴)، هوانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) و غیره، این توانایی‌های مدیریتی را بر اساس کارایی خروجی در مقابل ورودی اندازه‌گیری کردند. عوامل ایجاد یا فرصت طلب کاهش می‌یابد که می‌تواند عامل مهمی برای افزایش شفافیت مدیریت تلقی شود. علاوه بر این، انتظار می‌رود با تخصیص مناسب و استفاده بهینه از منابع، ارزش شرکت را افزایش داده و با انتخاب طرح سرمایه‌گذاری بهینه لازم برای شرکت، بر اساس شناخت دقیق درون و برون، عملکرد ایجاد شود. بنابراین، اگر توانایی مدیر عالی باشد، می‌توان با انتخاب یک استراتژی تجاری مناسب برای شرکت، امکان تأثیر مثبت بر ارزش شرکت را پیشنهاد کرد.

به ویژه، اگر توانایی مدیر بالا باشد، استراتژی جستجوگر عدم اطمینان، عدم تقارن اطلاعاتی، مشکلات نمایندگی، شفافیت مدیریت و ریسک تجاری را افزایش داده است. جنبه‌های منفی این استراتژی‌های جستجوگر در شرکت‌های کوچک و متوسط به شدت پاسخ می‌دهند. استراتژی مدافع تولید عملکرد ثابت و پایداری را حفظ می‌کند، تغییر چندانی نمی‌کند و سطح ریسک پایینی دارد و در نتیجه هزینه سرمایه پایینی به همراه دارد. بنابراین، رابطه بین استراتژی کسب و کار و ارزش شرکت، با توجه به توانایی مدیر، تفاوت بیشتری را بین استراتژی جستجوگر و استراتژی مدافع در بین شرکت‌های کوچک و متوسط نشان می‌دهد.

**فرضیه سوم:** توانایی مدیریتی بر شدت اثر استراتژی تجاری و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

### ۳- روش شناسی

این پژوهش از نوع تحقیقات کاربردی است. تحقیقات کاربردی پژوهشی است که از نظریه‌ها، قوانین، اصول و روش‌ها برای حل مسائل دنیای واقعی استفاده می‌کند. این پژوهش نیز از نوع تحقیقات همبستگی است زیرا سعی در یافتن رابطه بین چند متغیر دارد. روش پژوهش فعلی گذشته‌نگر است، به این معنی که پژوهش بر اساس اطلاعات تاریخی است. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادی استفاده شده است. تجزیه و تحلیل‌های آماری با استفاده از نرم‌افزار آماری ایویوز انجام شد.

۱. محدوده زمانی این پژوهش برای یک دوره هفت‌ساله از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ تعیین شده است و محدوده مکانی آن کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که واجد کلیه شرایط زیر باشند است:
  ۲. نباید جزو شرکت‌های واسطه سرمایه‌گذاری، مالی و بیمه باشند، زیرا ماهیت این شرکت‌ها با سایر شرکت‌های بورسی متفاوت است.
  ۳. کلیه داده‌های متغیرهای پژوهش قابل دسترس از شرکت‌های مورد نظر باشد.
  ۴. به جهت قبل مقایسه بودن، دوره مالی شرکت‌ها باید در پایان ماه اسفند به پایان برسد و دوره مالی در طول مدت مطالعه تغییر نکند.
- بر اساس معیارهای فوق، ۱۴۰ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شدند.

### ۳-۱- مدل‌ها و متغیرها

به‌منظور آزمون فرضیه اول تا سوم، به ترتیب از مدل رگرسیونی اول تا سوم زیر استفاده شده است:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Strategy_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1) \text{ مدل}$$

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Strategy_{it} + \beta_2 COMP_{it} + \beta_3 Strategy_{it} \times COMP_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 SG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2) \text{ مدل}$$

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Strategy_{it} + \beta_2 MA_{it} + \beta_3 Strategy_{it} \times MA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 SG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3) \text{ مدل}$$

که در این مدل‌ها،  $FV_{it}$ : ارزش شرکت،  $Strategy_{it}$ : استراتژی تجاری،  $COMP_{it}$ : پاداش مدیریت،  $MA_{it}$ : توانایی مدیریت،  $LEV_{it}$ : اهرم مالی،  $SIZE_{it}$ : اندازه شرکت،  $ROA_{it}$ : بازده دارایی،  $AGE_{it}$ : سن شرکت،  $SG_{it}$ : رشد فروش است. متغیر وابسته

ارزش شرکت ( $FV_{it}$ ): ارزش شرکت نشان دهنده ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاران بازار سرمایه از عملکرد شرکت است که در قیمت سهام شرکت نمایان می‌شود. از معیار کیوتوبین برای محاسبه ارزش شرکت در این مطالعه استفاده می‌شود که از نسبت ارزش بازار

حقوق صاحبان سهام شرکت به اضافه کل بدهی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۵).

### متغیر مستقل

استراتژی تجاری ( $Strategy_{it}$ ): در این پژوهش اندازه‌گیری استراتژی تجاری با بهره‌گیری از مدل ترکیبی مدل حبیب و حسن<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) انجام می‌شود. پنج معیار برای اندازه‌گیری مطرح شده است که عبارت‌اند از: نرخ رشد فروش، هزینه تبلیغات به کل فروش، تعداد کارمندان به فروش، ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها. سیستم امتیازدهی بدین صورت است که ابتدا شرکت‌ها را بر اساس چهار نسبت اول به ترتیب از بالا به پایین در پنج گروه تقسیم می‌کنیم. در صورت که شرکتی در بالاترین گروه قرار گیرد امتیاز ۵ و شرکتی که در پایین‌ترین گروه قرار گیرد امتیاز ۱ را کسب می‌کند و بقیه شرکت‌ها متناسب با گروه مربوطه امتیازدهی می‌شوند. سپس شرکت‌ها را بر اساس نسبت آخر به پنج گروه تقسیم می‌کنیم. این بار شرکتی که در بالاترین گروه قرار می‌گیرد امتیاز ۱ و شرکتی که در پایین‌ترین گروه قرار می‌گیرد امتیاز ۵ کسب می‌کند و بقیه شرکت‌ها متناسب با گروه مربوطه امتیازدهی می‌شود. در مرحله آخر امتیازات به دست آمده از دو مرحله فوق را با یکدیگر جمع کرده تا امتیاز نهایی هر شرکت به دست آید. دامنه امتیازات هر شرکت طی یک سال بین ۵ تا ۲۵ خواهد شد. در این پژوهش استراتژی تجاری یک متغیر دوجویی است، به طوری که میانگین کل نمونه تعیین می‌شود، سپس اگر مقدار آن بیشتر از میانگین باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود. در جدول (۱) نحوه امتیازدهی داده بیان شده است.

جدول ۱: نحوه امتیازدهی داده‌ها

نسبت	گروه ۱	گروه ۲	گروه ۳	گروه ۴	گروه ۵
نرخ رشد فروش	۱	۲	۳	۴	۵
هزینه تبلیغات گروه به کل فروش	۱	۲	۳	۴	۵
تعداد کارمندان به فروش	۱	۲	۳	۴	۵
ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن	۱	۲	۳	۴	۵
نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها	۵	۴	۳	۲	۱

### متغیرهای تعدیلگر

پاداش مدیریت ( $COMP_{it}$ ): جهت محاسبه پاداش مدیران، از لگاریتم طبیعی پاداش مدیران شرکت استفاده می‌شود. در سال‌هایی که پاداش مدیران صفر است، این عدد صفر لحاظ می‌شود (امینی فرد و صالحی، ۱۳۹۸). توانایی مدیریت ( $MA_{it}$ ): در ادبیات موجود، توانایی مدیریتی از طریق متغیرهای جایگزین، مانند دوره تصدی مدیر، پاداش مدیریتی، بازده غیرعادی تاریخی، و توجه رسانه‌ها اندازه‌گیری می‌شود. با این حال، این اندازه‌گیری‌ها دارای محدودیت‌هایی هستند زیرا نه تنها تحت تأثیر توانایی مدیریت، بلکه تحت تأثیر عوامل خارج از کنترل مدیریت هستند. بنابراین، دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) مدل پوششی داده‌ها را مطرح می‌کنند. مدل اندازه‌گیری دو مرحله‌ای توییت، با فرض ارزش کارایی شرکت، نه تنها عوامل توانایی مدیریتی، بلکه عوامل سطح شرکت مانند مقیاس، نسبت بدهی دارایی‌ها و غیره را نیز شامل می‌شود. این رویکرد قابل اعتماد و معتبر است و به طور گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرد. به منظور محاسبه کارایی، از رابطه (۱) استفاده شده است:

$$max_{v\theta} = \frac{sales}{v_1 COGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 Intangibl + v_5 GoodWill + v_6 R\&D} \quad (1) \text{ رابطه}$$

که در آن فروش متغیر خروجی است. بهای تمام شده کالای فروخته شده ( $COGS$ )، هزینه‌های فروش و اداری ( $SG\&A$ )، ارزش خالص دارایی‌های ثابت ( $PPE$ )، ارزش خالص دارایی‌های نامشهود ( $Intangibl$ )، سرقفلی ( $GoodWill$ ) و هزینه‌های تحقیق و توسعه ( $R\&D$ ) متغیرهای ورودی هستند. ارزش‌های کارایی نهایی شرکت‌ها (کارایی) بین صفر و یک است. شرکت کارا یک امتیاز و شرکت ناکارآمد صفر امتیاز است. هرچه امتیاز شرکت کوچک‌تر باشد، کارایی شرکت کمتر است. نمرات کارایی شرکت تحت تأثیر عوامل خاص و توانایی مدیریتی است. بنابراین، مرحله دوم حذف عوامل سطح شرکت و برآورد توانایی مدیریتی است. در مدل (۴) نحوه برآورد توانایی مدیریتی بیان شده است.

$$EF_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(TA_{it}) + \alpha_2 MS_{it} + \alpha_3 FCF_{it} + \alpha_4 \ln(Age_{it}) + \alpha_5 FCF_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (4) \text{ مدل}$$

<sup>1</sup> Habib and Hasan

که در این رابطه،  $EF_{it}$  کارایی محاسبه شده شرکت از رابطه (۱) است.  $\ln(TA_{it})$  لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها؛  $MS_{it}$  نسبت فروش شرکت به کل فروش در صنعت مربوطه؛  $\ln(Age_{it})$  عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار که برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که سهام شرکت در بورس اوراق بهادار تهران معامله می‌شود.  $FCF_{it}$  شاخص ارزش خارجی است که اگر شرکت صادرات داشته باشد، برابر با ۱ و در غیر این صورت صفر است.  $FCF_{it}$  جریان نقدی آزاد است که اگر شرکتی جریان نقد آزاد مثبت داشته باشد، این شاخص ۱ و در غیر این صورت صفر است و  $E_{it}$  باقی‌مانده مدل است که توانایی مدیریتی را نشان می‌دهد. جریان‌های نقدی آزاد به شرح رابطه (۲) محاسبه می‌شود.

$$FCF_{it} = \frac{INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}}{A_{it-1}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

در این رابطه،  $FCF_{it}$  جریان‌های نقدی آزاد؛  $INC_{it}$  سود عملیاتی قبل از استهلاک،  $TAX_{it}$  کل مالیات پرداختی شرکت،  $INTEP_{it}$  هزینه بهره پرداختی،  $PSDIV_{it}$  سود سهامداران ممتاز پرداختی،  $CSDIV_{it}$  سود سهامداران عادی پرداختی،  $A_{it-1}$  کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت سال قبل است (مرادی و همکاران، ۱۴۰۱).

متغیرهای کنترلی

اهرم مالی ( $LEV_{it}$ ): کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها است.

اندازه شرکت ( $SIZE_{it}$ ): از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

بازده دارایی ( $ROA_{it}$ ): سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها است.

سن شرکت ( $AGE_{it}$ ): لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های پذیرفته شده در بورس است.

رشد فروش ( $SG_{it}$ ): با نرخ رشد فروش اندازه‌گیری می‌شود.

#### ۴- یافته‌های پژوهش

##### ۴-۱- آمار توصیفی

در این بخش داده‌های مربوط به ۱۴۰ شرکت طی سال‌های ۱۴۰۰-۱۳۹۴ بررسی می‌شوند. جدول (۲) آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد استفاده را نشان می‌دهد.

جدول ۲: آمار توصیفی

نماد	متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
FV	ارزش شرکت	۲/۸۴۵	۱/۹۰۸	۱۵/۸۲۳	۰/۵۲۵	۲/۵۶۱
COMP	پاداش مدیریت	۴/۷۳۷	۶/۶۹۹	۱۱/۱۵۶	۰/۰۰۰	۳/۸۱۴
MA	توانایی مدیریت	-۰/۱۰۲	-۰/۱۲۵	-۰/۷۸۶	-۰/۸۱۴	-۰/۳۵۶
LEV	اهرم مالی	۰/۵۲۸	-۰/۵۳۱	۱/۳۴۲	۰/۱۱۷	-۰/۲۱۶
SIZE	اندازه شرکت	۱۵/۱۵۶	۱۴/۸۶۴	۲۱/۳۲۷	۱۱/۱۹۷	۱/۶۷۲
ROA	بازده دارایی	۰/۱۶۱	-۰/۱۲۸	۰/۸۳۰	-۰/۵۴۰	-۰/۱۷۰
AGE	سن شرکت	۲/۹۱۷	۲/۹۹۵	۳/۶۶۳	۲/۰۷۹	-۰/۳۷۸
SG	رشد فروش	۰/۳۴۹	-۰/۳۳۲	۰/۹۴۱	-۰/۶۰۲	-۰/۳۹۵
نماد	متغیر	درصد یک		درصد صفر		
Strategy	استراتژی تجاری	۴۷/۰۴		۵۲/۹۶		

مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها می‌باشد. همان‌طور که در جدول (۴-۱) می‌توان مشاهده کرد، میانگین ارزش شرکت برابر ۲/۸۴۵ می‌باشد. متوسط استراتژی تجاری حدوداً ۴۷ درصد است. میانگین پاداش مدیریتی و توانایی مدیریت به ترتیب برابر ۴/۷۳۷ و -۰/۱۰۲ است. بازده دارایی‌ها با میانگین ۰/۱۶۱ بیانگر این موضوع است که شرکت تا چه حد در تبدیل پولی که سرمایه‌گذاری نموده است به سود خالص موفق بوده است. میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۵۲۸ می‌باشد که نشان می‌دهد این شرکت‌ها حدود ۵۲ درصد منابع مالی خود را، از طریق بدهی تأمین می‌کنند، می‌توان عنوان کرد که ۵۲ درصد از شرکت‌ها ریسک مالی بالایی را پذیرفته‌اند. متغیر اندازه شرکت، که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه شده است دارای میانگین ۱۵/۱۵۶ است. میانگین رشد فروش ۰/۳۴۹ را نشان می‌دهد که بیانگر رشد ۳۴ درصدی در فروش شرکت‌های نمونه است.



## ۲-۴- نتایج آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش حاضر برای تعیین ساختار مدل از آزمون دوربین واتسون استفاده شد. اگر مقدار این عدد بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، فرضیه خودهمبستگی بین جملات باقیمانده رد می‌شود. علاوه بر این، از آزمون فیشر برای آزمون معناداری مدل استفاده شد. جدول (۳) نتایج تحلیل کمی مدل اول پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه اول

$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Strategy_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 SG_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
استراتژی تجاری	Strategy	۱/۰۳۱	۰/۱۶۱	۶/۳۹۳	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۱/۱۵۹	۰/۴۳۹	-۲/۶۳۶	۰/۰۰۸
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۲۵۴	۰/۰۴۸	-۵/۲۹۱	۰/۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۳/۸۱۶	۰/۶۰۲	۶/۳۳۸	۰/۰۰۰
سن شرکت	AGE	۰/۵۶۹	۰/۱۹۳	۲/۹۴۷	۰/۰۰۳
رشد فروش	SG	۱/۰۸۷	۰/۲۱۹	۴/۹۵۲	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۴/۱۶۴	۰/۹۷۱	۴/۲۸۷	۰/۰۰۰
R-squared		۰/۴۷۵		۰/۴۷۱	
آماره دوربین - واتسون		۱/۸۸۰	F آماره	Adjusted R-squared	
			۶۱/۷۳۰	احتمال آماره F	۰/۰۰۰

مطابق با جدول (۳)، احتمال آماره F در آزمون مدل کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد، مدل‌ها معنادار است. علاوه بر این، ضریب تعیین تعدیل شده تقریباً ۴۷ درصد است؛ بدین معنا که متغیرهای مستقل و کنترلی ۴۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

سطح معناداری آماره t متغیر استراتژی تجاری کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۰) که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب متغیر استراتژی تجاری (۱/۰۳۱) مثبت می‌باشد که ارتباط مستقیم با ارزش شرکت را نشان می‌دهد. بر این اساس فرضیه "استراتژی تجاری بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد" رد نمی‌شود. نتایج حاصل از بررسی مدل دوم پژوهش در جدول (۴) آمده است:

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه دوم

$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Strategy_{it} + \beta_2 CCOMP_{it} + \beta_3 Strategy_{it} \times COMP_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 AG_{it} + \beta_8 SG_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
استراتژی تجاری	Strategy	۰/۶۸۹	۰/۲۳۶	۲/۹۲۱	۰/۰۰۳
پاداش مدیریت	COMP	-۰/۰۸۳	۰/۰۲۷	۳/۰۵۳	۰/۰۰۲
استراتژی پاداش مدیریت	Str×CO	۰/۰۷۷	۰/۰۳۶	۲/۱۰۳	۰/۰۳۵
اهرم مالی	LEV	-۱/۴۸۳	۰/۴۵۴	-۳/۲۶۳	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۲۳۷	۰/۰۴۹	-۴/۶۴۷	۰/۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۳/۹۰۱	۰/۶۰۰	۶/۴۹۵	۰/۰۰۰
سن شرکت	AGE	۰/۴۸۷	۰/۱۹۴	۲/۵۰۴	۰/۰۱۲
رشد فروش	SG	۱/۰۲۸	۰/۲۲۰	۴/۶۶۹	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۴/۵۷۳	۰/۹۷۹	۴/۶۷۰	۰/۰۰۰
R-squared		۰/۴۸۲		۰/۴۷۶	
آماره دوربین - واتسون		۱/۸۷۹	F آماره	Adjusted R-squared	
			۴۷/۸۱۲	احتمال آماره F	۰/۰۰۰

مطابق با جدول (۴)، احتمال آماره F در آزمون مدل کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد، مدل‌ها معنادار است. علاوه بر این، ضریب تعیین تعدیل شده تقریباً ۴۷ درصد است؛ بدین معنا که متغیرهای مستقل و کنترلی ۴۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

سطح معناداری آماره t متغیر تعاملی (استراتژی تجاری×پاداش مدیریت) کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۳۵) که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب متغیر تعاملی (۰/۰۷۷) مثبت می‌باشد که علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده این است که پاداش

مدیریتی باعث تشدید رابطه بین استراتژی تجاری و ارزش شرکت می‌شود. بر این اساس فرضیه "پاداش مدیریتی بر شدت اثر استراتژی تجاری و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد" رد نمی‌شود. نتایج حاصل از بررسی مدل سوم پژوهش در جدول (۵) آمده است:

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه سوم

$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Strategy_{it} + \beta_2 MA_{it} + \beta_3 Strategy_{it} \times MA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 SG_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
استراتژی تجاری	Strategy	۱/۰۸۸	۰/۱۶۴	۶/۵۹۷	۰/۰۰۰
توانایی مدیریت	MA	-۰/۵۵۷	۰/۲۷۲	۲/۰۴۶	۰/۰۴۰
استراتژی×توانایی مدیریت	Str×MA	-۰/۸۵۲	۰/۴۰۰	۱/۱۲۸	۰/۰۳۳
اهرم مالی	LEV	-۰/۸۹۱	۰/۴۴۰	-۲/۰۲۲	۰/۰۴۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۲۸۹	۰/۰۴۸	-۵/۹۷۰	۰/۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۴/۳۱۹	۰/۶۱۱	۷/۰۶۵	۰/۰۰۰
سن شرکت	AGE	-۰/۵۰۶	۰/۱۹۱	۲/۶۴۲	۰/۰۰۸
رشد فروش	SG	-۰/۹۰۵	۰/۲۲۰	۴/۱۰۲	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	C	۴/۶۲۵	۰/۹۶۵	۴/۷۹۰	۰/۰۰۰
R-squared		۰/۴۹۳		Adjusted R-squared	۰/۴۸۷
آماره دوربین - واتسون		۱/۸۹۰	آماره F	احتمال آماره F	۰/۰۰۰
					۵۰/۳۷۹

مطابق با جدول (۵)، احتمال آماره F در آزمون مدل کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین، با اطمینان ۹۵ درصد، مدل‌ها معنادار است. علاوه بر این، ضریب تعیین تعدیل شده تقریباً ۴۸ درصد است؛ بدین معنا که متغیرهای مستقل و کنترلی ۴۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

سطح معناداری آماره t متغیر تعاملی (استراتژی تجاری×توانایی مدیریت) کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۳۳) که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب متغیر تعاملی (۰/۸۵۲) مثبت می‌باشد که علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده این است که توانایی مدیریتی باعث تشدید رابطه بین استراتژی تجاری و ارزش شرکت می‌شود. بر این اساس فرضیه "توانایی مدیریتی بر شدت اثر استراتژی تجاری و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد" رد نمی‌شود. همچنین در بررسی متغیرهای کنترلی، متغیرهای بازده دارایی، سن شرکت و رشد فروش تأثیر مثبت و معنادار بر ارزش شرکت و اهرم مالی و اندازه شرکت تأثیر منفی و معنادار بر ارزش شرکت دارد.

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

مدیریت بر عملکرد یک شرکت تأثیر می‌گذارد و می‌تواند منبع نامشهود مهمی باشد که آن را از سایر شرکت‌ها متمایز می‌کند. چنین توانایی‌های مدیریتی از منظرهای مختلفی مانند استراتژی کسب و کار، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت، عملکرد تجاری و هزینه سرمایه مورد مطالعه قرار گرفته است. در این مطالعه، مطالعات قبلی برای بررسی اینکه چگونه پاداش و توانایی مدیریتی یک مدیر بر ارزش شرکت از طریق استراتژی‌های تجاری تأثیر می‌گذارد، گسترش یافت. علاوه بر این، هدف از این مطالعه بررسی تأثیر استراتژی تجاری مرتبط با تصمیم‌گیری مهم مدیران بر ارزش شرکت بود. نمونه با انتخاب ۱۴۰ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ که شرایط مختلفی را برآورده می‌کرد، تجزیه و تحلیل شد. نتایج تجزیه و تحلیل به شرح زیر است.

هر چه سطح پاداش برای مدیران شرکت بالاتر باشد، مشکل نمایندگی بیشتر کاهش می‌یابد و این ممکن است انگیزه یا انگیزه‌ای در رابطه با عملکرد یا ارزش شرکت باشد. علاوه بر این، اگر توانایی مدیریتی شرکت عالی باشد، واضح است که عملکرد آتی را می‌توان با انتخاب یک طرح سرمایه‌گذاری ایجاد کرد که دارای درک تجاری عالی و توانایی پیش‌بینی باشد و بتواند ارزش خالص فروش را با انعکاس مناسب شرایط بازار افزایش دهد. بنابراین چنین توانایی مدیریتی با در نظر گرفتن شرایط داخلی و خارجی شرکت، انتخاب مناسب استراتژی تجاری و ایجاد ارزش شرکت از طریق تخصیص منابع داخلی و سرمایه‌گذاری و تولید کارآمد، راهبرد مناسبی را ایجاد می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که استراتژی تجاری دارای اثر مثبت بر ارزش شرکت است، که با مطالعات قبلی سازگار است. نتایج همچنین نشان می‌دهد که اثرات مثبت با پاداش و توانایی مدیریت تشدید می‌شود. به طور

خلاصه، یافته‌ها این فرض را تأیید می‌کنند که پاداش و توانایی مدیریت بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارند و تأثیرات مثبت استراتژی تجاری بر ارزش شرکت افزایش می‌یابد. نتایج پژوهش با یافته‌های پارک و بیون (۲۰۲۲) و پارک و بیون (۲۰۲۱) هم‌راستا است. مطالعه ما به شرح زیر به ادبیات حسابداری کمک می‌کند. طبق دانش ما، این اولین مطالعه‌ای است که یک تجزیه و تحلیل تجربی جامع از چگونگی تأثیر عوامل مختلف مدیریتی به طور مشترک بر ارزش شرکت ارائه می‌دهد. مطالعات قبلی که بر ارزش شرکت تمرکز دارند، تصویر ناقصی از عوامل مؤثر بر رابطه بین استراتژی تجاری و ارزش شرکت ارائه می‌دهند. بنابراین مطالعه حاضر با بررسی تأثیر پاداش و توانایی مدیریت بر ارتباط بین استراتژی تجاری و ارزش شرکت، زمینه تحقیق را گسترش می‌دهد. با توجه به تحقیقات انجام شده و نتایج به دست آمده از آن، برخی از پیشنهادات پژوهشی به شرح زیر است:

پیشنهاد می‌گردد که زمینه‌های لازم برای شکوفایی استعدادهای مدیریت هر واحد تجاری، فراهم شده و از این منظر، عملکرد مدیریت را تقویت نموده و در نهایت مزیت‌های رقابتی واحد تجاری را افزایش داد. با توجه به نتایج، هر چه شرایط لازم برای بروز توانایی مدیریت واحد تجاری بیشتر فراهم گردد، ارزش شرکت نیز افزایش خواهد یافت.

نتایج تحقیق ما همچنین پیامدهای سیاستی در مورد پاداش مدیریتی را نشان می‌دهد. پاداش مدیریتی عامل مهمی است که بر ارزش شرکت‌های کوچک و متوسط تأثیر می‌گذارد. بنابراین، نیاز است که دولت در سال‌های اخیر دامنه افشای پاداش را به سایر شرکت‌ها گسترش دهد. علاوه بر این، شرکت‌ها ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی زیادی داشته باشند، زیرا ذینفعان کمی دارند و کارشناسان متخصص برای تجزیه و تحلیل ندارند. در این راستا، کمبود اطلاعات شرکت‌ها می‌تواند منجر به اشتباه سرمایه‌گذاران در تعیین قیمت سهام شود. بنابراین، ما بر اهمیت سیاست‌های افشای پاداش مدیریتی تأکید می‌کنیم.

به مراجع حرفه‌ای و استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌گردد که مکانیزم‌های لازم را برای شناسایی و استانداردگذاری فاکتورهای سنجش توانایی مدیریت را در گزارشات مالی، اعم از یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و یا افشای مستمر این اطلاعات در گزارشات هیئت‌مدیره و مجمع عمومی صاحبان سهام را تدوین نموده و تمهیدات لازم را برای توجه بیشتر به این فاکتور مهم فراهم آورند.

دست‌اندرکاران سازمان بورس اوراق بهادار سازوکاری را به کار گیرند تا بتوانند شرکت‌ها را از لحاظ استراتژی تجاری دسته‌بندی نمایند تا استفاده‌کنندگان از اطلاعات مربوط به آن بتوانند با دیدی بازتر و حرفه‌ای‌تر به تصمیمات خود بپردازند.

به منظور انجام پژوهش‌های آتی، پیشنهاد می‌شود که این مطالعه رابطه بین توانایی مدیریتی، پاداش مدیریتی، استراتژی تجاری و ارزش شرکت را تأیید کرد. از آنجایی که توانایی مدیریتی با استفاده از شاخص کارایی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) سنجیده شد، تفسیر توانایی مدیریتی ناگزیر محدود است. مطالعات آینده باید بر اساس توسعه معیارهای مختلف توانایی مدیریت انجام شود. همچنین، ارزش شرکت با نزدیک شدن به تفاوت بین ارزش بازار و دفتری اندازه‌گیری شد. در واقع، ارزش یک شرکت می‌تواند به همان میزان افزایش با نرخ بازده معنادار باشد. علاوه بر این، شرکت‌ها ممکن است عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری داشته باشند، بنابراین پتانسیل رشد یا عملکرد آینده به جای ارزش شرکت ممکن است متغیر مهم‌تری باشد که می‌تواند جایگزین ارزش کلی شرکت شود. در آینده، ما نیاز به انجام تحقیقات در مورد ویژگی‌های مدیریت و استراتژی‌های مدیریت برای شرکت‌های کوچک و متوسط را پیشنهاد می‌کنیم، نه تنها از نظر ارزش شرکت، بلکه از نظر پتانسیل رشد یا عملکرد آینده.

## منابع

۱. امینی فرد، زینب. صالحی، مهدی. (۱۳۹۸). تأثیر تمرکز مشتری بر پاداش مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری، ۹ (۱)، ۱۳۵-۱۵۵.
۲. رحیمیان، نظام‌الدین. بابائی، فاطمه. جهانگیری، حسین. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزش شرکت. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۵ (۸)، ۵۱-۷۲.
۳. مرادی، مهدی. سلیمانی، ابوالفضل. پوریوسف، اعظم. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر تعدیل‌کنندگی توانایی مدیریتی بر رابطه بین اختیار مدیریتی و تحریف‌های با اهمیت. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۱ (۲۱)، ۲۴۵-۲۷۹.
4. Agustia, D., Sawarjuwono, T., & Dianawati, W. (2019). The mediating effect of environmental management accounting on green innovation - Firm value relationship. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 9(2), 299-306.
5. Bertrand, M.; Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *Q. J. Econ*, 118, 1169-1208.
6. Chemmanur, T.J.; Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *J. Financ. Econ*. 76, 331-368.
7. Choi, G.; Kim, K.; Ryu, H. (2015). Business strategy and tax avoidance. *Korean Account. Rev.* 40, 271-326.

8. Choi, G.; Kim, Y. (2020). The effect of SME CEO's strategy selection types on corporate value. *Glob. Bus. Adm. Rev.* 17, 1–37.
9. Choi, S.; Yang, S. (2019). Effect of management ability on actual profit adjustment using R & D expenses. *Account. J.* 28, 101–139.
10. Demerjian, P. R., Lev B., & McVay, S. E. (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58(7): 1229-1248.
11. Demerjian, P.; Lev, B.; Lewis, M.; McVay, S. (2013). Managerial ability and earnings quality. *Account. Rev.* 88, 463–498.
12. Doo, S.; Yoon, S.; Song, G. (2016). An empirical study on the relation among firm life cycle, market competition and investment efficiency. *Korean Account. J.* 25, 209–255.
13. Francis, B.B.; Hasan, I.; Wu, Q.; Yan, M. (2014). Are female CFOs less tax aggressive? Evidence from tax aggressiveness. *J. Am. Tax. Assoc.* 36, 171–202.
14. Francis, J.; Nanda, D.; Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *J. Account. Res.* 2008, 46, 53–99.
15. Gabaix, X.; Landier, A. (2008). Why has manager pay increased so much? *Q. J. Econ.* 123, 49–100.
16. Gong, S. (2014). The Effect of Business Strategy on Business Performance: IT Applicability with Parameter and Regulation Effect. Ph.D. Dissertation, Hoseo University, Asan, Korea.
17. Habib, A. & M.M. Hasan. (2017). Business Strategy, Overvalued Equities, and Stock Price Crash Risk. *Research in International Business and Finance*, Vol. 39, No. 1, Pp. 389–405.
18. Hwang, I.; Choi, S.; Jung, T. (2019). Management ability and stock price crash risk. *Korean Account. Rev.* 44, 111–154.
19. Jensen, M.C.; Murphy, K.J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *J. Political Econ.* 98, 225–264.
20. Kang, Y.; Kook, C. (2010). How corporate governance and ownership structure will affect executive compensation? *Korean J. Bus. Adm.* 23, 1433–1460.
21. Kim, A.; Jo, M. (2011). An Empirical study on the replacement of the chief executive officer of a owned management company: Comparison of ownership and professional management professionals. *Strateg. Manag. Res.* 14, 57–75.
22. Kim, B.; Park, J.; Hyeon, J. (2018). Managerial ability and auditors' industry expertise. *Korean Account. J.* 27, 113–149.
23. Kim, D.; Lim, B.; Lee, K. (2017). The relationship between management and firm performance according to KOSDAQ-listed small and venture firms' corporate governance structure. *J. Korean Entrep. Soc.* 12, 27–56.
24. Kim, Y.; Hong, J. (2017). The Effect of Suitability between business strategy and executive compensation on corporate performance. *Korean Account. J.* 26, 45–72.
25. Ko, C.; Park, J. (2013). A Study on the Influence of Management Ability on Tax Evasion; Korea Accounting Association: Seoul, Korea, Volume 5, pp. 67–110.
26. Koester, A.; Shevlin, T.; Wangerin, D. (2016). The role of managerial ability in corporate tax avoidance. *Manag. Sci.* 63, 3285–3310.
27. Lee, S.; Kim, B. (2003). A Study on the relationships between competitive strategy, business innovation, and performance. *Korean J. Bus. Adm.* 16, 321–343.
28. Miles, R.E.; Snow, C.C.; Meyer, A.D.; Coleman, H.J., Jr. (1978). Organizational Strategy, Structure and Process. *Acad. Manag. Rev.* 3, 546–562.
29. Oh, H. (2011). A Study on the Relationship between Management Compensation and Enterprise Performance. Ph.D. Dissertation, Chonbuk National University's Graduate School, Gwangju, Korea.
30. Park Won & Byun Chunggyu, (2021). "Effect of SME's Managerial Ability and Executive Compensation on Firm Value," *Sustainability*, MDPI, vol. 13(21), pages 1-16, October.
31. Park Won & Byun Chung-gyu, (2022). "Effect of Managerial Compensation and Ability on the Relationship between Business Strategy and Firm Value: For Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs)," *Sustainability*, MDPI, vol. 14(8), pages 1-32.
32. Park, C.; Lee, N.; Lee, C. (2009). Mediating effect of supporting services on the relationship between management strategies and business performance of small & micro business. *J. Financ. Account. Inf.* 9, 81–99.

33. Rajagopalan, N. (1997). Strategic orientations, incentive plan adoptions, and firm performance: Evidence from electric utility firms. *Strateg. Manag. J*, 18, 761–785.
34. Rhu, H.; Kim, K.; Choi, G. (2015). Business strategy and cost of capital. *Korean Account. J*, 24, 393–429.
35. Rose, N.; Shepard, A. (1997). Firm diversification and CEO compensation: Managerial ability or executive entrenchment? *J. Econ.* 28, 489–514.
36. Seo, B. (2010). A Study on the effects that management policies and accounting and information systems of small and medium businesses have on business performance. *J. Eurasian Stud*, 7, 101–125.
37. Song, D. (2014). An Empirical Study on the Relevance of Management Compensation, Corporate Governance and Management Risk. Ph.D. Dissertation, Chonnam National University, Gwangju, Korea.
38. Song, D.; Kim, Y. (2018). An empirical analysis of the relevance of management compensation, corporate governance, management risk, and corporate value. *Finance. Eng. Res.* 17, 133–159.
39. Thompson, A.A.; Strickland, A.J., (1987). III. *Strategic Management: Concept and Cases*; Business Publication: Austin, TX, USA.
40. Won, J.; Rhu, S. (2016). The effect of firm life-cycle and competitive strategy on performance persistence. *Korean Account. J*, 25, 33–65.

## The Effect of Managerial Compensation and Ability on the relationship between Business Strategy and Firm Value

### Abstract

The value of the company is one of the most important components of evaluating economic units, especially joint-stock companies. The value of a company is reflected in its stock price, therefore, the prosperity of a company's stock can be considered as a result of the value of the economic unit. Among the factors that can affect the value of the company are business strategy, managerial compensation and managerial ability. Based on this, the current research examines the effect of managerial compensation and ability on the relationship between business strategy and firm value in companies listed on the Tehran Stock Exchange. In order to achieve the above objectives, three hypotheses were formulated. Therefore, in order to test the research hypothesis, a sample of 140 firms was selected from the firms listed in Tehran Stock Exchange during the period 2015 to 2021. Multivariate regression model based on combined data was used to test the research hypothesis. The findings of the research showed that the business strategy has a positive and significant effect on the firm value, that is, an increase in the business strategy leads to an increase in the firm value; In addition, the results indicate that managerial compensation and ability strengthen the relationship between business strategy on firm value.

**Keywords:** Firm Value, Business Strategy, Managerial Compensation, Managerial Ability