



بررسی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزش شرکت

نظام الدین رحیمیان*، فاطمه بابائی**، حسین جهانگیری***

چکیده

طبق نظریه‌های نوین مالی، بین عملکرد و ارزش شرکت ارتباط وجود دارد. شرکت‌هایی که دارای عملکرد مطلوب بوده و از منابع در اختیار خود به طور بهینه استفاده نمایند، دارای ارزش بیشتری بوده و در نتیجه توانایی افزایش ثروت مالکان را خواهند داشت. لذا هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین معیارهای عملکرد مالی و ارزش شرکت می‌باشد. برای این منظور نمونه‌ای متشکل از ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ مورد آزمون قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها در این پژوهش از روش رگرسیون چندگانه استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که بین معیارهای عملکرد و ارزش شرکت ارتباط مستقیم وجود دارد، یعنی شرکت‌هایی دارای ارزش بیشتری می‌باشند که دارای نسبت‌های مالی مناسبتری بوده و از این بابت عملکرد مطلوبی داشته باشند. همچنین، نتایج پژوهش مؤید این است که بین ارزش شرکت و معیارهایی از قبیل بازده دارایی‌ها، جریان نقدی هر سهم، سود هر سهم، بازده فروش و رشد فروش ارتباط قوی تری وجود دارد. لذا می‌توان گفت این معیارها دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری برای تصمیم‌گیری می‌باشند.

واژه‌های کلیدی: معیارهای عملکرد، ارزش شرکت، جریان‌های نقدی آزاد، ارزش افزوده

اقتصادی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۴/۰۵

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۰۵/۳۱

* استادیار دانشگاه خاتم

** عضو هیأت علمی دانشگاه پیام نور زنجان

*** کارشناس ارشد حسابداری و کارشناس ارشد مالیاتی اداره مالیاتی غرب استان تهران

نویسنده مسئول: حسین جهانگیری

Email: Amar1381_1382@yahoo.com

مقدمه

هدف اصلی شرکت به حداکثر رساندن حقوق صاحبان سهام است. مدیریت جهت نیل به این هدف همواره در جستجوی متغیرها و محرک‌هایی است که در افزایش ارزش بازار سهام و به تبع در افزایش ارزش حقوق صاحبان نقش موثری ایفا می‌کنند (هال و برومر^۱، ۱۹۹۹). به ویژه آنکه در عصر حاضر، رقابتی شدن بازارها و سازمان‌ها مدیریت را بیش از گذشته جهت شناسایی معیارهایی که عملکرد شرکت را به درستی اندازه‌گیری می‌کنند، تحت فشار قرار داده است. جهت افزایش ارزش حقوق صاحبان سهام مدیریت بایستی جریان‌های نقدی عملیاتی را افزایش و هزینه سرمایه را کاهش دهد. افزایش درآمد فروش و کاهش هزینه‌ها می‌تواند افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی را در پی داشته باشد. کاهش ریسک تجاری، بهبود ساختار سرمایه، کاهش هزینه بدهی و حقوق صاحبان نیز در راستای کاهش هزینه سرمایه می‌تواند تاثیر بسزایی داشته باشد (موسسه حسابداران مدیریت^۲، ۱۹۹۷). اگر شرکت در ایجاد ارزش، موفق باشد نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها بلکه در سطح وسیع‌تر، جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد. سنجش عملکرد در فرایند تصمیم‌گیری با توجه به اهمیت نقش بازار سرمایه از مهم‌ترین موضوعات حوزه اقتصاد مالی است؛ پس کارکرد معیارهای مالی و اقتصادی به منظور ارزیابی عملکرد شرکت‌ها ضروری است (ایزدی نیا و رسائیان، ۱۳۸۹). عملکرد شرکت عامل مهمی در تغییر ارزش بازار سهام و در نتیجه، تغییر ثروت سهامداران است. با توجه به رشد واحدهای تجاری و تاسیس شرکت‌های سهامی و اینکه هر یک از سهامداران دارای علایق و انتظارات متفاوتی هستند، هدف نهائی و عامل مشترک بین همه آن‌ها، حداکثر ساختن ارزش سرمایه‌گذاری انجام شده در شرکت است (فاسروک^۳، ۲۰۰۸). تا کنون معیارهای متعددی برای ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری ارائه شده است. اما هیچ یک از این معیارها به تنهایی قادر به تبیین عملکرد مالی واحدهای تجاری نمی‌باشد (ماهونی^۴، ۲۰۱۱). نتایج این پژوهش معیاری را برای سنجش ارزش بازار شرکت‌های مختلف در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد تا آنان بتوانند با مقایسه سهام شرکت‌های مختلف، با اطمینان بیشتری نسبت به انتخاب سبد سهام مورد نظرشان تصمیم‌گیری نمایند. بی‌شک ارائه اطلاعات مفید و معیارهای صحیح به سرمایه‌گذاران در بورس به طوری که مبنای منطقی برای تصمیم‌گیری آنان فراهم سازد، می‌تواند از یک سو با حفظ استمرار

سرمایه گذاران در بورس به واسطه حفظ منافع و جلوگیری از زیان دیدن آنان موجب رونق بیشتر بورس گردد و از سوی دیگر با ایجاد زمینه‌ای برای تخصیص بهینه منابع محدود اقتصادی به طرح‌های سودآورتر، رشد و شکوفایی اقتصاد کشور را در پی داشته باشد.

مبانی نظری

توسعه و بهبود معیارهای ارزیابی عملکرد به عنوان یک بخش مهم از زنجیره ارزش، یکی از وظایف اصلی مدیریت است. معیار ارزیابی عملکرد معتبر و قابل اتکا، به شرکت اجازه می‌دهد که استراتژی‌ها و اهداف خود را به طور اثربخش به مرحله عمل برساند. مدیران و پژوهشگران با استفاده از راه‌های مختلفی مثل استفاده از مدل‌های ارزیابی عملکرد، تلاش می‌کنند تا مدیریت و کنترل بر زنجیره ارزش را بهبود بخشند. اتخاذ تصمیمات منطقی رابطه مستقیم با ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی دارد و ارزیابی عملکرد بنگاه‌های اقتصادی نیازمند شناخت معیارها و شاخص‌های ارزیابی عملکرد است (ملینا و سلتو، ۲۰۰۴). معیارهای ارزیابی عملکرد توسط استفاده کنندگان درون سازمانی و برون سازمانی گزارش‌های مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. مدیران جهت رشد و بهبود عملکرد شرکت و نیز به عنوان مبنایی جهت محاسبه پاداش از این معیارها استفاده می‌نمایند. استفاده کنندگان برون سازمانی نیز جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، تامین مالی و ... از این معیارها بهره‌مند می‌گردند (علی آبادی و همکاران، ۲۰۱۳). معیارهای ارزیابی عملکرد با توجه به مفاهیم حسابداری و اقتصادی به دو گروه معیارهای حسابداری و معیارهای اقتصادی تقسیم می‌شوند (هال و برومر، ۱۹۹۹). برخی از متداول ترین معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد که بر مبنای اصول پذیرفته شده حسابداری محاسبه می‌شوند عبارتند از: سود عملیاتی، سود قبل از بهره و مالیات، سود خالص، سود جامع، سود هر سهم، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده سرمایه‌گذاری، نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده فروش. معیارهای حسابداری به علت سادگی در محاسبه، قابلیت فهم بالا و نیز با توجه به اینکه بر مبنای ارقام حسابداری شده محاسبه می‌شوند، همواره مورد توجه تحلیل‌گران واقع می‌شوند (علی آبادی و همکاران، ۲۰۱۳). حجم زیادی از پژوهش‌های بازار سرمایه به بررسی رابطه بین متغیرهای مبتنی بر ارقام حسابداری و ارزش بازار شرکت‌ها اختصاص دارد. انجام چنین مطالعاتی حائز اهمیت است. چرا که اگر رابطه

مهمی بین این متغیرها و ارزش بازار شرکت‌ها وجود داشته باشد، این متغیرها می‌توانند به عنوان معیار صحیحی از ارزش شرکت، اطلاعات مفیدی در رابطه با تشخیص افزایش یا کاهش ارزش بازار سهام شرکت برای سرمایه‌گذاران فراهم کنند. بیشتر مطالعاتی که قبلاً در این زمینه انجام شده است بر متغیرهای حسابداری از قبیل شاخص‌های سودآوری، سود حسابداری و ارقام تعهدی تاکید دارند (ورتینگون و وست ۷، ۲۰۰۱). بارتن و همکاران ۸ (۲۰۱۰) مربوط بودن ۸ معیار حسابداری ارزیابی عملکرد افشا شده در صورتهای مالی شامل فروش، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک، سود عملیاتی، سود خالص قبل از مالیات، سود قبل از عملیات متوقف شده، سود خالص، سود جامع و جریان‌های نقدی عملیاتی ۲۰۰۰ شرکت در ۴۶ کشور جهان را بین سال‌های ۲۰۰۵-۱۹۹۶ را مورد مقایسه قرار داد. نتایج پژوهش معیاری را که دارای بیشترین ارزش در اندازه‌گیری عملکرد کلیه شرکتها باشد را تعیین نکرد. اما نتایج حاکی از این بود که همه معیارهای مورد بررسی به جز فروش دارای ارزش مربوط بودن در اندازه‌گیری عملکرد شرکت می‌باشند؛ از بین معیارهای مورد بررسی نیز سود خالص قبل از مالیات دارای بیشترین ارزش مربوط بودن در بین ۲۵ کشور مورد بررسی بود (علی آبادی و همکاران، ۲۰۱۳). معیارهای حسابداری دارای معایب قابل توجهی هستند که از جمله مهم‌ترین آنها می‌توان به تاریخی بودن، قابلیت دستکاری بالا، تاکید بر اهداف کوتاه مدت و نادیده گرفتن داراییهای نامشهود از جمله سرمایه فکری و عدم در نظر گرفتن هزینه سرمایه در ساختار این معیارها اشاره نمود. با پیشرفت صنعت و به تبع آن گسترش بازارهای سرمایه معیارهای اقتصادی شامل ارزش افزوده اقتصادی ۹ مورد توجه بیشتری قرار گرفته اند. معیارهای اندازه‌گیری مبتنی بر سود حسابداری از قبیل سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و بازده سرمایه‌گذاری معمول‌ترین معیارهایی هستند که برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت مورد استفاده واقع می‌شوند. اما به علت منظور نکردن هزینه سرمایه انتقادات زیادی بر آنها وارد می‌شود. در حالی که، ارزش افزودی اقتصادی که به صورت سود عملیاتی پس از کسر هزینه سرمایه تعریف شده، به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری سودآوری واقعی شرکت محسوب می‌شود که استفاده از آن در حال گسترش است و روز به روز بر تعداد شرکت‌هایی که از آن استفاده می‌کنند، افزوده می‌شود. از آنجا نگرانی عمده سرمایه‌گذاران در رابطه با "ارزش سهام" می‌باشد، طرفداران ارزش افزوده اقتصادی ادعا می‌کنند که ارزش افزوده

اقتصادی تنها معیار ارزیابی عملکرد است که مستقیماً با ارزش ذاتی سهام مرتبط است (ورتینگون و وست، ۲۰۰۱). با این وجود، مدیران و مالکان همواره از نسبت‌ها جهت تجزیه و تحلیل عملیات شرکت و اندازه‌گیری موفقیت یا شکست واحد تجاری استفاده می‌کنند (استوارت ۱۰، ۲۰۰۹).

پیشینه

وی مورا و همکاران^{۱۱} (۱۹۹۶) به بررسی همبستگی بین پنج شاخص ارزیابی عملکرد، سود هر سهم، سود خالص، ارزش افزوده اقتصادی و بازده دارایی‌ها و بازده سرمایه با ارزش بازار شرکت‌ها پرداخته‌اند. نمونه آماری آنها شامل ۱۰۰ بانک بزرگ آمریکایی طی سال‌های ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۵ می‌باشد. نتایج پژوهشات آنها حاکی از این بود که بین معیارهای عملکرد و ارزش شرکت ارتباط پندان قوی وجود ندارد. آنها متوجه شدند که از بین معیارهای عملکرد مورد بررسی، ارتباط معیار ارزش افزوده اقتصادی با ارزش شرکت نسبت به سایر معیارها بیشتر است و معیار بازده دارایی‌ها در رده بعدی قرار دارد. سایر معیارها توانایی چندانی در توجیه تغییرات قیمت سهام ندارند. آنها برای بررسی این ارتباط از روش آماری ضریب همبستگی استفاده نموده‌اند. خلاصه نتایج پژوهشات آنها در جدول زیر خلاصه شده است و بیانگر همبستگی بالاتر ارزش شرکت و ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد.

هال و برومر (۱۹۹۹) طی پژوهشی با بررسی رابطه بین ارزش بازار شرکت و معیارهای عملکرد داخلی به این نتیجه رسیدند که ضریب همبستگی ارزش افزوده اقتصادی برای داده‌هایی با نرخ تورم تعدیل شده در مقایسه با معیارهای سنتی عملکرد (نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم و سود تقسیمی) بیشتر است.

ونکاتیشوارلو و تیواری^{۱۲} (۲۰۰۵) به بررسی ارتباط بین ارزش شرکت و معیارهای عملکرد سودآوری، جریان‌های نقدی و نرخ رشد پرداخته‌اند. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر این بود که این معیارها می‌توانند ارزش ایجاد شده توسط شرکت برای سهامداران را نمایان سازند. همچنین، نتایج پژوهش آنها حاکی از آن بود که ارتباط نسبتاً قوی و مثبتی بین ارزش شرکت و این معیارهای عملکرد وجود دارد پس می‌توان از این معیارها به عنوان معیارهای عملکرد مناسبی برای ارزیابی اینکه آیا شرکت برای افزایش

ثروت گام برداشته است یا خیر استفاده نمود.

اسماعیل^{۱۳} (۲۰۰۶) به بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام در مقایسه با سود خالص، سود خالص عملیاتی پس از مالیات و سود باقیمانده پرداخت. نتایج حاصل بیانگر این بود که سود خالص عملیاتی پس از مالیات، سود خالص و سود باقیمانده محتوای اطلاعاتی بیشتری در توضیح رفتار بازده سهام نسبت به ارزش افزوده اقتصادی دارند. ارزش افزوده اقتصادی نیز نسبت بر جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام غلبه می‌کند. همچنین ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی دارای محتوای اطلاعاتی تفاضلی (افزاینده) نسبت به تعدیلات حسابداری در تشریح بازده سهام می‌باشند.

ردی ایرالا^{۱۴} (۲۰۰۶) در پژوهشی که در بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای حسابداری از جمله سود هر سهم، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به کار رفته، در مورد ۱۰۰۰ شرکت بزرگ هندی در طی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۰۱ انجام داد، دریافت که ارزش افزوده اقتصادی نسبت به معیارهای حسابداری از همبستگی با اهمیت تری (حداقل ۰/۴۴) با ارزش افزوده بازار برخوردار است.

لی و کیم^{۱۵} (۲۰۰۹) مطالعه‌ای را جهت اندازه‌گیری و مقایسه تاثیر ۶ معیار عملکرد مالی (ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، ارزش افزوده بازار، بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی) انجام دادند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۳۵۳ شرکت بود. نتایج حاصل بیانگر این بود که و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده بازار از قدرت توضیحی بیشتری نسبت به سایر معیارها برخوردار هستند.

ماهونی (۲۰۱۱) طی پژوهشی به این نتیجه رسید که ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده فروش و سود هر سهم رابطه بیشتری با عملکرد آتی شرکت‌ها دارد.

پور حیدری و همکاران (۱۳۸۴) به بررسی رابطه بین سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. آنها اطلاعات مالی ۶۴ شرکت را بین سال‌های ۷۵ تا ۸۳ جمع‌آوری نموده و بر اساس روش آزمون رگرسیون به بررسی ارتباط این متغیرها پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که اولاً بخش قابل توجهی از تغییرات ارزش شرکت بر اساس سود قابل تبیین است، ثانیاً عمده قدرت توضیح دهندگی مجموع

سود و ارزش دفتری شرکت به خاطر سود است و ثالثاً ارزش دفتری شرکت از قدرت توضیح دهندگی مناسب در مقایسه با سود هر سهم برخوردار نمی‌باشد و این سود هر سهم است که توانایی توجیه بیشتر تغییرات در ارزش شرکت را دارا می‌باشد.

کریمی و همکاران (۱۳۸۵) در پژوهشی با عنوان بررسی روابط خطی و غیر خطی بین نسبت‌های مالی با بازده سهام ۸۳ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران بین ۷۷ تا ۸۲ انجام داده‌اند. نتایج پژوهشات آنها بیانگر وجود رابطه خطی بین نسبت‌های مالی و بازده سهام بوده است ولی این رابطه چندان قوی نبوده و نمی‌تواند چندان قابل اتکا باشد.

حقیقت و موسوی (۱۳۸۵) به بررسی نقش عوامل رشد فروش و شاخص بحران مالی در پیش بینی بازده سهام پرداخته‌اند. شاخص‌های رشد فروش و شاخص بحران مالی از جمله شاخص‌هایی هستند که توانایی ارزیابی بازپرداخت بدهی‌ها و قابلیت سودآوری واحد تجاری را دارند. آن‌ها با مشاهده اطلاعات مالی ۱۰۶ شرکت بین سال‌های ۷۴ تا ۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر این عوامل را بر بازده سهام مورد بررسی قرار داده‌اند. آن‌ها با استفاده از روش رگرسیون به این نتیجه رسیده‌اند که این دو عامل قدرت توضیحی لازم در تشریح میانگین بازده سهام شرکت را ندارند.

کاشانی پور و رسائیان (۱۳۸۶) با انتخاب ۵۱ شرکت پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۵ ساله ۱۳۸۲-۱۳۷۸ به بررسی رابطه بین بازده سالانه سهام و ۷ معیار ارزیابی عملکرد شامل ارزش افزوده اقتصادی، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده دارایی‌ها، سود هر سهم، جریان‌های نقدی عملیاتی، اهرم مالی و درصد تقسیم سود پرداختند. روش‌های رگرسیونی مورد استفاده در پژوهش آنها، روش رگرسیون ترکیبی و روش رگرسیون مقطعی می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش رابطه معنادار و نسبتاً پایدار بین بازده سالانه سهام و برخی معیارهای داخلی ارزیابی عملکرد همچون نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم در دوره زمانی پژوهش می‌باشد.

رهنمای رودپشتی و خانمحمدی (۱۳۹۰) طی پژوهشی با عنوان بررسی و مقایسه توان معیارهای ارزیابی عملکرد حسابداری با معیارهای مبتنی بر ارزش جهت برآورد نرخ بازده اقتصادی شرکتها، به بررسی اثر نوسانات درصد سود تقسیمی بر بازده سهام شرکتها پرداختند. نتایج این پژوهش که در دوره زمانی ۸ ساله (۱۳۸۰-۱۳۸۷) انجام گرفت، بیان‌گر این بود که بین نوسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

رهنمای رودپشتی و سروش یار (۱۳۹۲) به ارزیابی توانمندی معیارهای عملکرد اقتصادی و حسابداری در تبیین ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر این بود که ارزش سودخالص، سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی و ارزش افزوده بازار توانمندی بیشتری نسبت به ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل برخوردار هستند. افزون بر این ارزش افزوده بازار از بین معیارهای عملکرد مورد بررسی دارای بیشترین قدرت توضیح دهنده است.

فرضیه‌ها

فرضیه اصلی: بین معیارهای عملکرد مالی و ارزش شرکت رابطه وجود دارد.
فرضیه‌های فرعی:

۱. بین معیارهای عملکرد و ارزش برآوردی شرکت از طریق ارزش فعلی ارزش افزوده اقتصادی، ارتباط وجود دارد.
۲. بین معیارهای عملکرد و ارزش برآوردی شرکت از طریق ارزش فعلی جریان‌های نقدی آزاد، ارتباط وجود دارد.

روش شناسی

پژوهش حاضر، نوعی پژوهش توصیفی و در حوزه پژوهش‌های همبستگی و پس رویدادی است. پژوهش توصیفی، نوعی پژوهش بنیادی است و از روش استدلال و تحلیل بنیادی استفاده می‌کند و بر پایه مطالعات کتابخانه‌ای انجام می‌گیرد. محقق زمانی به روش همبستگی روی می‌آورد که رابطه بین متغیرها مورد نظر او باشد. از آنجا که در این پژوهش از اطلاعات گذشته استفاده شده است، روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است.

جامعه و نمونه

در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان جامعه آماری انتخاب شده‌اند. دوره زمانی پژوهش دوره ۱۲ ساله از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ می‌باشد. برای انتخاب نمونه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار با در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب می‌گردند:

۱. شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۰ سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد.
 ۲. شرکت‌هایی که در طول سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۹۱ وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.
 ۳. زمینه فعالیت شرکت عملیات مالی و سرمایه‌گذاری نباشد.
 ۴. شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد و در فاصله سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ تغییر سال مالی نداده باشند.
 ۵. دسترسی لازم به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آنها وجود داشته باشد.
- بنابراین، شرکت‌های فاقد شرایط پیش گفته خارج از جامعه آماری پژوهش محسوب می‌شوند. به این ترتیب از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۰، تعداد شرکت ۹۲ شرکت که حائز شرایط فوق بودند به عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب گردیدند.

روش جمع‌آوری اطلاعات

در این تحقیق، برای جمع‌آوری داده‌ها از دو روش کتابخانه‌ای و میدانی استفاده شده است. در بخش کتابخانه‌ای مبانی نظری تحقیق از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین و کتابخانه‌های دیجیتالی و سایت‌های اینترنتی استخراج شده است و در بخش میدانی تحقیق اطلاعات مورد نیاز از فایل‌های فشرده شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نیز نرم افزارهای ره آورد نوین و تدبیرپرداز و همچنین سایت‌های مرتبط با بورس اوراق بهادار تهران به ویژه سایت «مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی» استفاده شده است. داده‌های جمع‌آوری شده نیز با استفاده از نرم‌افزار Excel محاسبه و با نرم‌افزار SPSS و Minitab مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند.

مدل‌ها و متغیرها

در این پژوهش به بررسی ارتباط بین معیارهای عملکرد و ارزش شرکت پرداخته شده است و اینکه چه میزان از ارزش شرکت تحت تاثیر معیارهای عملکرد مالی شرکت می‌باشد و از بین معیارهایی که در این پژوهش برای سنجش عملکرد مورد استفاده قرار

گرفته است، چه ترکیبی از آن‌ها بیشترین سهم را در توجیه تغییرات ارزش شرکت و به تبع آن میزان ثروتی که نصیب سهامداران می‌شود را دارا می‌باشد. در این پژوهش ارزش شرکت به دو روش ارزش فعلی جریان‌های نقد آزاد، ارزش فعلی ارزش افزوده اقتصادی برآورد شده است. همچنین معیارهای عملکرد نیز به سه طبقه سودآوری، جریان‌های نقدی و نرخ رشد تقسیم شده و برای سنجش هر کدام از آنها از معیارهای عملکرد مالی استفاده شده است. جهت آزمون فرضیات پژوهش از مدل‌های زیر استفاده شده است:

مدل ۱: جهت آزمون فرضیه اول

$$F.V(EVA)_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROIC_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 ROS_{it} + \beta_4 CFS_{it} + \beta_5 CFROS_{it} + \beta_6 E.G_{it} + \beta_7 S.G_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} C.R_{it} + \beta_{11} Q.R_{it} + \varepsilon$$

مدل ۲: جهت آزمون فرضیه فرعی دوم

$$F.V(FCF)_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROIC_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 ROS_{it} + \beta_4 CFS_{it} + \beta_5 CFROS_{it} + \beta_6 E.G_{it} + \beta_7 S.G_{it} + \beta_8 ROE_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} C.R_{it} + \beta_{11} Q.R_{it} + \varepsilon$$

که در این مدل‌ها:

FV(EVA): ارزش شرکت با استفاده از ارزش افزوده اقتصادی

FV(FCF): ارزش شرکت با استفاده از جریان‌های نقد آزاد

ROIC: بازده سرمایه گذاری شده عبارت از سود عملیاتی تعدیل شده پس از

کسر مالیات تقسیم بر سرمایه

EPS: سود هر سهم، سود خالص تقسیم بر کل سهام عادی منتشره

ROS: بازده فروش که عبارت است از سود قبل از مالیات تقسیم بر کل فروش

CFS: بازده جریان نقدی هر سهم عبارت است از جریان نقدی ناشی از فعالیت‌های

عملیاتی تقسیم بر تعداد سهام

CFROS: بازده نقدی فروش عبارت است از جریان نقدی هر سهم تقسیم بر قیمت سهام

E.G: نرخ رشد سود

S.G: نرخ رشد فروش

ROE: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، سود پس از کسر مالیات تقسیم بر حقوق صاحبان سهام

ROA: نرخ بازده دارایی‌ها عبارت است از سود پس از کسر مالیات تقسیم بر کل دارایی‌ها

C.R: نسبت جاری، دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری

Q.R: نسبت آتی، مابه‌التفاوت دارایی‌های جاری و موجودی‌ها تقسیم بر بدهی‌های جاری

در این پژوهش، متغیر وابسته، ارزش برآوردی شرکت است که از طریق جریان‌های نقد آزاد و ارزش افزوده اقتصادی برآورد شده است. متغیرهای مستقل نیز عبارتند از معیارهای سودآوری (سود هر سهم، بازده سرمایه، بازده دارایی و بازده فروش) و معیارهای جریان نقدی (جریان نقدی هر سهم، بازده نقدی هر سهم، نسبت جاری و آتی) و معیارهای نرخ رشد (نرخ رشد سود و نرخ رشد فروش) که در جدول ۱ ارائه شده‌اند:

جدول ۱: متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته	متغیرهای مستقل
ارزش برآوردی شرکت از طریق	۱- سود هر سهم ۲- بازده حقوق صاحبان سهام ۳- بازده دارایی ۴- بازده فروش ۵- بازده سرمایه‌گذاری‌ها
ارزش افزوده اقتصادی و	۱- جریان نقدی هر سهم ۲- معیار جریان‌های نقدی ۳- بازده نقدی هر سهم ۴- نسبت جاری ۵- نسبت آتی
جریان نقدی آزاد	۱- نرخ رشد سود ۲- نرخ رشد فروش ۳- معیارهای نرخ رشد

ارزش شرکت با استفاده از جریان نقدی آزاد (به عنوان متغیر وابسته پژوهش)، مجموع ارزش فعلی جریان‌های نقد آزاد آتی است با فرض تداوم فعالیت شرکت ارزش کل شرکت عبارت است از:

$$FirmValue = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{NOPAT_{n+1}(1-g/ROIC)}{WACC-g}$$

$$NOPAT=(EBIT)(1-T)$$

که در آن رابطه سمت راست ارزش تداوم فعالیت شرکت می‌باشد و $NOPAT_{n+1}$ بیانگر سود عملیاتی بعد از مالیات تعدیل شده یک سال پس از دوره پیش بینی است (قالیاف اصل و همکاران، ۱۳۸۶).

سود خالص عملیاتی پس از مالیات: در محاسبه این سود، آثار ناشی از تعدیلات حسابداری حذف شده است، از طرف دیگر این سود نشان دهنده سودی است که به صورت بازده برای تمام تامین کنندگان مالی از جمله سرمایه گذاران موجود می‌باشد. **ارزش افزوده اقتصادی:** یکی از معیارهای اندازه گیری عملکرد است و نشان دهنده باقی مانده سودی است که پس از کسر هزینه سرمایه از سود حاصل از عملیات بدست می‌آید. فرمول محاسبه آن به صورت زیر است: (اسماعیل، ۲۰۰۶)

$$EVA = NOPAT - (WACC * Invested capital)$$

که در آن:

$NOPAT$ = سود خالص عملیاتی پس از مالیات

$WACC$ = میانگین موزون هزینه سرمایه

$Invested Capital$ = حقوق صاحبان سهام عادی + بدهی‌های بهره دار + معادل‌های سرمایه

ارزش شرکت با استفاده از ارزش افزوده اقتصادی (به عنوان متغیر وابسته پژوهش) برابر با ارزش فعلی سودهای اقتصادی آتی به علاوه کل سرمایه گذاری انجام شده است. به طور کلی فرض بر این است که شرکت تا آینده‌ای نامعلوم تداوم فعالیت دارد. لذا ارزش کل شرکت برابر است با: کل سرمایه در زمان صفر

$$FirmValue = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC)^i} + \frac{\{[EVA_{i=T} * (1+g)] / (WACC-g)\}}{(1+WACC)^T} +$$

یافته‌ها

آمار توصیفی و آزمون پایایی

در این بخش ابتدا شاخص‌های آمار توصیفی که شامل شاخص میانگین و شاخص‌های پراکندگی شامل انحراف معیار و شاخص‌های چولگی و کشیدگی هستند، ارائه می‌گردد. سپس به دلیل آنکه مقیاس متغیرها از نوع فاصله‌ای می‌باشند، ضریب همبستگی بین متغیرهای پیش‌بینی‌کننده (مستقل) و متغیر وابسته (پیش‌بینی شونده) از طریق آزمون همبستگی پیرسون در سطح ۹۵ درصد مورد بررسی قرار گرفته است. سپس آزمون‌های مانایی ارائه شده است. به چند دلیل بررسی پایایی سری داده‌ها مهم است. پایایی یا ناپایی یک سری می‌تواند تاثیر شدیدی بر روی رفتار و ویژگی‌های آن داشته باشد. اگر متغیرهای سری زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب مدل ناپایا باشد، در عین حال که ممکن است هیچگونه رابطه مفهومی بین متغیرهای مدل وجود نداشته باشد، ضریب تعیین بدست آمده آن می‌تواند بسیار بالا باشد و موجب شود تا محقق استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام دهد. همچنین ناپایی سبب می‌شود تا آزمون‌های t و F نیز از اعتبار لازم برخوردار نباشند و در صورت افزایش تعداد نمونه‌ها امکان رد نادرست فرضیه صفر را فراهم آورد در حالی که واقعیت جز این است و رگرسیون بدست آمده رگرسیونی کاذب بیش نیست. اولین آزمون برای بررسی ناپایی آزمون دیکی فولر (DF) می‌باشد که فرضیات آزمون آن به صورت زیر تنظیم می‌شوند:

$$\begin{cases} H_0: \text{وجود ریشه واحد} \\ H_1: \text{عدم وجود ریشه واحد} \end{cases}$$

با توجه به اینکه مقادیر p -value آماره دیکی-فولر (ADF) کمتر از ۵ درصد می‌باشد لذا فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود ریشه واحد و به عبارتی عدم مانایی تمامی متغیرها رد شده و تمامی آن‌ها مانا می‌باشند.

جدول ۲: خلاصه آمار توصیفی و ضرایب همبستگی متغیرها با ارزش شرکت

S/CF	ROS	ROA	ROIC	ROE	EPS	شرح
۱۶۷۴.۴	۰.۵۰	۰.۲۷	۰.۶۰	۰.۸۲	۱۹۱۸۸	میانگین
۶۶۸.۲	۰.۵۶	۰.۱۳	۰.۴۰	۰.۵۳	۱۳۰۹.۱	انحراف معیار
۰.۳۳	۰.۱۵	۰.۷۸	۰.۶۶	۰.۹۱	۰.۹۶	چولگی

S/CF	ROS	ROA	ROIC	ROE	EPS	شرح
۴.۲۹	۷.۱۵	۳.۹۵	۶.۲۵	۴.۷۷	۵.۶۲	کشیدگی
-۲۷.۸۹	-۲۴.۵۶	-۱۴.۶۰	-۲۰.۷۴	-۲۳.۹۱	-۲۳.۵۳	آزمون دیکی فولر
۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	مقدار پی ویو
مانا می باشد	مانا می باشد	مانا می باشد	مانا می باشد	مانا می باشد	مانا می باشد	نتیجه گیری
%۳۲.۹	%۲۸	%۷۰.۴	%۱۳.۱	%۳۱.۵	%۴۷.۱	مقدار همبستگی با EVA
%۳۶.۲	%۴۴.۴	%۵۱.۶	%۹.۴	%۳۲.۴	%۵۰.۳	مقدار همبستگی با FCF

Q.R	C.R	S.G	E.G	CFROS	S/CF	شرح
۰.۷۴	۱.۲۱	۱.۲	۱.۱۶	۰.۱۲	۱۶۷۴.۴	میانگین
۰.۳۱	۰.۳۸	۲.۴۹	۰.۳۸	۰.۱۶	۶۶۸.۲	انحراف معیار
۰.۰۶	۰.۱۸	۰.۰۴	۰.۱۰	۰.۰۶	۰.۳۳	چولگی
۳.۵۲	۴.۹۷	۳.۱۶	۳.۸۴	۳.۵۲	۴.۲۹	کشیدگی
-۲۶.۳۳	-۲۷.۲۶	-۲۸.۲۳	-۲۶.۱۴	-۲۰.۲۲	-۲۷.۸۹	آزمون دیکی فولر
۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	مقدار پی ویو
مانا می باشد	مانا می باشد	مانا می باشد	مانا می باشد	مانا می باشد	مانا می باشد	نتیجه گیری
%۸.۴	%۱۴.۵	%۳۴.۸	%۲۸.۵	%۸.۰	%۳۲.۹	مقدار همبستگی با EVA
%۱۲.۴	%۴.۵	%۳۰.۵	%۳۳.۸	%۲.۶	%۱۲.۴	مقدار همبستگی با FCF

آزمون فرضیه‌ها

برای بررسی فرضیه از دو مدل رگرسیون چندگانه به شرح ذیل استفاده شده است. یکی از مهمترین فرضیه‌های رگرسیونی، نرمال بودن باقیمانده‌های مدل است. نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقی مانده‌های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می‌انجامد. پس لازم است نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها کنترل شود. برای برآورد مدل نهایی تحقیق، از اطلاعات مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته استفاده شده است و سپس رگرسیون نهایی مدل برآورد شده است. لازم است مدل، برآورد شده، سپس به ازاء مقادیر مختلف متغیر مستقل، مقادیر متغیر وابسته برآورد گردد. تفاضل مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی، باقیمانده‌های مدل است. اما قبل از برآورد مدل هم می‌توان با آزمودن توزیع متغیر وابسته، از توزیع باقیمانده‌ها اطمینان پیدا کرد. با استفاده از آزمون

کولموگورف، اسمیرنوف فرض بالا آزمون شده است. هر چند شرایط مانایی متغیرهای یک رابطه رگرسیونی را می توان از طریق تفاضل گیری تامین کرد. اما کار خاصی برای حفظ اطلاعات بلندمدت در رابطه با سطح متغیرها نمی توان انجام داد. اینجاست که هم انباشتگی به ما کمک می کند تا بتوان رگرسیونی را بدون هراس از کاذب بودن بر اساس سطح متغیرهای سری زمانی برآورد کرد. به زبان ساده هم انباشتگی وقتی پیش می آید که دو سری زمانی تقریب روی یک طول موج حرکت کنند و در بلندمدت نمی توانند دور از هم حرکت کنند و برای آزمون وجود رابطه تعادلی بلندمدت بین دو متغیر یا چند متغیر، از تحلیل هم انباشتگی استفاده می شود. در حقیقت هم انباشته بودن چند متغیر به معنای وجود رابطه ای بلندمدت معنادار و غیر تصادفی بین این متغیرهاست. در این آزمون فرضیه صفر به عدم هم انباشتگی و فرض مقابل هم انباشتگی می باشد. اما قبل از اجرای آزمون رگرسیون ابتدا آزمون های آماری از جمله آزمون های نرمال بودن متغیر وابسته، هم انباشتگی مدل و آزمون های تشخیص مدل انجام شده است که نتایج آن در جدول ۳ به صورت خلاصه گردآوری شده است:

جدول ۳: خلاصه آزمون های نرمال بودن متغیر وابسته، هم انباشتگی مدل و آزمون های

تشخیص مدل

نتیجه گیری	P- مقدار Value	مقدار آماره آزمون	نوع آزمون	فرضیه صفر	شماره مدل	ردیف
فرضیه صفر تایید می شود یعنی داده ها نرمال می باشند	۰.۶۰	۰.۲۹	کولموگورف - اسمیرنوف	متغیر وابسته دارای توزیع نرمال می باشد	۱	۱
فرضیه صفر رد شده یعنی داده ها هم انباشته می باشند	۰.۰۱	-۲.۱۰	دیکی فولر تعدیل شده	عدم هم انباشتگی مدل	۱	۲
فرضیه صفر تایید می شود یعنی داده ها نرمال می باشند	۰.۵۳	۰.۳۱	کولموگورف - اسمیرنوف	متغیر وابسته دارای توزیع نرمال می باشد	۲	۳
فرضیه صفر رد شده یعنی داده ها هم انباشته می باشند	۰.۰۰	-۶.۲۶	دیکی فولر تعدیل شده	عدم هم انباشتگی مدل	۲	۳

نتیجه آزمون فرضیه فرعی اول

برای بررسی فرضیه فرعی اول ابتدا ارزش شرکت بر اساس ارزش افزوده اقتصادی برآورد می‌شود و نتایج آزمون رگرسیون به صورت خلاصه در جدول ذیل ارائه می‌گردد:
جدول ۴: خلاصه نتایج آزمون رگرسیون در روش تعیین ارزش از طریق EVA

متغیرهای توضیحی	ضرایب متغیر در مدل	مقادیر آماره t	مقادیر P-Value
مقدار ثابت	-۰.۲۲۳	-۰.۲۳۵۹	۰.۸۱۰
EPS	۰.۱۲۵	۴.۱۰۰	*.۰۰۰
ROE	۱۰.۱۹۴	۶.۴۰۸	*.۰۰۰
ROIC	۵.۸۷۷	۰.۹۶۲	۰.۲۱
ROA	۱۵.۸۴۴	۸.۸۸۰	*.۰۰۰
ROS	۱۸.۴۶۷	۳.۹۲۶	*.۰۰۰
S/CF	۲.۸۱۰	۵.۹۲۵	*.۰۰۰
CFROS	۱۰.۲۸۵	۰.۷۰۳	۰.۷۵
E. G	۳.۸۴۳	۴.۰۰۱	*.۰۰۰
S. G	۱۵.۸۳۲	۵.۰۶۱	*.۰۰۰
C. R	۹.۶۳۶	۱.۱۴۴	۰.۱۳
Q. R	۴.۳۴۰	۰.۹۷۶	۰.۲۴
مقادیر آزمون F	۶.۹۷۸۰۴۵	ضریب تعیین	۰.۲۵۶۸۰۸
مقادیر P-Value	۰.۰۰۰۰۰۰۰	ضریب تعیین	۰.۲۴۸۶۶۷
دوربین واتسون	۱.۷۴۱۷۸۹	تعدیل شده	
نوع آزمون	بولد با اثر تصادفی		

*معنادار در سطح ۹۵ درصد

همانگونه که در جدول ۴ مشاهده می‌شود ضریب تعیین در حدود ۲۵.۶ درصد می‌باشد. این ضریب بیانگر این است که ترکیب کلیه متغیرهای سنجش عملکرد به کار رفته در این پژوهش توانایی توجیه بیش از ۲۵ درصد از تغییرات ارزش شرکت برآوردی از طریق ارزش افزوده اقتصادی را دارا می‌باشند. مقدار $F = ۱۱.۲۵۶$ ، این مقدار از ناحیه بحرانی بزرگتر است و همچنین p -value کوچکتر از ۵ درصد بوده بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که فرض آماری H_0 رد می‌شود و بین متغیرهای ارزش شرکت و معیارهای

عملکرد پیوند خطی وجود دارد. نتایج آزمون t و مقادیری که برای این آماره بدست آمده است بیانگر این است که تنها متغیرهای سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، بازده فروش، جریان نقدی هر سهم، نرخ رشد فروش و نرخ رشد سود دارای مقادیر معنادار در مدل بوده و از مقدار $t_{\alpha=0.975}$ در جدول با مقدار ۱.۹۶ بزرگتر می‌باشند و سایر متغیرها در مدل معنا دار نمی‌باشند.

نتیجه آزمون فرضیه فرعی دوم

برای بررسی فرضیه فرعی دوم ابتدا ارزش شرکت بر اساس جریان نقد آزاد برآورد می‌شود و نتایج آزمون رگرسیون به صورت خلاصه در جدول ذیل ارائه می‌گردد:

جدول ۵: خلاصه نتایج آزمون رگرسیون در روش تعیین ارزش از طریق FCF

مقادیر P-Value	مقادیر آماره t	ضرایب متغیر در مدل	متغیرهای توضیحی
۰.۲۹	۱.۰۷۰	۰.۷۲۱	مقدار ثابت
*۰.۰۰	۴.۲۲۳	۰.۱۹۸	EPS
*۰.۰۰	۱۱.۹۲۳	۱۰.۳۴۱	ROE
۰.۶۵	۰.۴۵۵	۳.۴۹۳	ROIC
*۰.۰۰	۶.۳۸۳	۱۱.۷۱۵	ROA
*۰.۰۰	۱۰.۰۸۰	۲۲.۰۱۷	ROS
*۰.۰۰	۵.۲۳۴	۶.۰۹۸	S/CF
۰.۲۶	۱.۱۱۶	۳.۴۱۶	CFROS
*۰.۰۰	۴.۴۷۷	۶.۵۴۷	E. G
*۰.۰۰	۵.۴۷۸	۲۱.۰۸۴	S. G
۰.۳۳	۰.۹۷۱	۹.۱۱۳	C. R
۰.۲۷	۱.۰۹۸	۸.۰۹۶	Q. R
۰.۳۳۷۵۰۵	ضریب تعیین	۳۰.۷۴۸۷۴	مقادیر آزمون F
۰.۳۰۳۲۷۶	ضریب تعیین	*۰.۰۰۰۰۰۰	مقادیر P-Value
	تعدیل شده	۱.۶۳۸۲۸۳	دوربین واتسون
پنل با اثر تصادفی			نوع آزمون

*معنادار در سطح ۹۵ درصد

همانگونه که در جدول ۵ مشاهده می‌شود ضریب تعیین در حدود ۳۳.۷ درصد می‌باشد. این ضریب بیانگر این است که ترکیب کلیه متغیرهای سنجش عملکرد به کار رفته در این پژوهش توانایی توجیه بیش از ۳۳ درصد از تغییرات ارزش شرکت برآوردی از طریق جریان‌های نقدی آزاد را دارا می‌باشند. مقدار $F = 11.256$ ، این مقدار از ناحیه بحرانی بزرگتر است و همچنین p -value کوچکتر از ۵ درصد بوده بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که فرض آماری H_0 رد می‌شود و بین متغیرهای ارزش شرکت و معیارهای عملکرد پیوند خطی وجود دارد. نتایج آزمون t و مقادیری که برای این آماره بدست آمده است بیانگر این است که تنها متغیرهای سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، بازده فروش، جریان نقدی هر سهم، نرخ رشد فروش و نرخ رشد سود دارای مقادیر معنادار در مدل بوده و از مقدار $t_{\alpha=0.975}$ در جدول با مقدار ۱.۹۶ بزرگتر می‌باشند و سایر متغیرها در مدل معنا دار نمی‌باشند.

بحث و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر رابطه بین معیارهای عملکرد شرکت و ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. برای این منظور نمونه‌ای متشکل از ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ مورد آزمون قرار گرفت. ارزش شرکت به دو روش ارزش فعلی جریان‌های نقد آزاد، ارزش فعلی ارزش افزوده اقتصادی برآورد گردید. معیارهای بازده نیز به سه طبقه سودآوری، جریان‌های نقدی و نرخ رشد تقسیم شد و برای سنجش هر کدام از آنها از معیارهای عملکرد مالی استفاده گردید. جهت تعیین رابطه بین معیارهای عملکرد مالی (بازده) و ارزش شرکت ارزش شرکت در فرضیه اصلی پژوهش، ارزش شرکت با استفاده از ارزش افزوده اقتصادی و جریان‌های نقد آزاد برآورد گردید. در فرضیه فرعی اول ارزش شرکت بر اساس ارزش افزوده اقتصادی برآورد شده است و معیارهای عملکرد شرکت نیز از طریق بازده معیار مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که بین عملکرد و ارزش شرکت ارتباط مستقیم وجود دارد. به عبارت دیگر هرچه شرکت‌ها عملکرد و بازده مناسبی داشته و از نسبت‌های مالی مطلوبی برخوردار باشند دارای ارزش بیشتری می‌باشند و می‌توانند ثروت بیشتری را برای سهامداران خود بوجود آورند. در فرضیه فرعی دوم نیز ارزش شرکت بر

اساس جریان نقد آزاد برآورد شده است و معیارهای عملکرد شرکت نیز از طریق یازده معیار مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که بین عملکرد و ارزش شرکت ارتباط مستقیم وجود دارد. همچنین نتایج این پژوهش موید این است که شرکت‌هایی که دارای معیارهای مالی سود هر سهم، بازده فروش، جریان نقدی هر سهم، نرخ رشد فروش و بازده دارایی‌های بالاتری هستند، نسبتاً دارای ارزش بیشتری هستند و بین سایر معیارهای مالی به کار رفته در این پژوهش و ارزش شرکت ارتباط معناداری مشاهده نگردید.

پیشنهادها

۱- با توجه به عدم کارایی بازار سرمایه در ایران، سرمایه‌گذاران نیازمند این هستند که بدانند کدام یک از متغیرها دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری است و چه متغیرهایی فاقد اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری می‌باشند. نتیجه پژوهش نشان می‌دهد که معیارهای سود هر سهم، بازده فروش، جریان نقدی هر سهم، نرخ رشد فروش و بازده دارایی‌ها دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر متغیرها برای تصمیم‌گیری می‌باشد. لذا سرمایه‌گذاران بهتر است از این معیارها بیشتر در تصمیمات خود استفاده کنند. همچنین نهادهای تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری و سازمان بورس، شرایطی را فراهم آورند تا این گونه اطلاعات به گونه‌ای قابل اتکا و کم هزینه در اختیار استفاده‌کنندگان قرار گیرد.

۲- نتیجه پژوهش موید این است که سرمایه‌گذاران به جای استفاده از یک متغیر مالی (سودآوری، نقدینگی، رشد) برای تصمیم‌گیری، بهتر است متغیرهای مالی را در کنار یکدیگر و هم‌عرض با هم مورد تجزیه و تحلیل و بررسی قرار دهند. این پژوهش نشان می‌دهد که علاوه بر سودآوری، نقدینگی و رشد شرکت هم بر ارزش شرکت تاثیر دارند. نسبت‌های مالی مختلفی برای سنجش این عملکردها در پژوهش حاضر به کار رفته است. با توجه به پژوهش حاضر نسبت‌های سود هر سهم، بازده دارایی‌ها، بازده فروش، جریان نقدی هر سهم و نرخ رشد فروش، نسبت‌های تاثیرگذار بر ارزش شرکت‌ها هستند و این نسبت‌ها نسبت به سایر متغیرهای مبتنی بر اطلاعات تاریخی بیشترین تاثیر را بر ارزش شرکت دارند. لذا این نسبت‌ها باید بیشتر در کانون توجه سرمایه‌گذاران قرار گیرند.

۳- هر چند معیارهای ارائه شده در پژوهش به راحتی از طریق صورت‌های مالی و اطلاعات تاریخی قابل محاسبه و دستیابی هستند لیکن این نسبت‌ها دارای ضعف‌های عمده‌ای می‌باشند. آنچه که امروزه ارزش شرکت را تشکیل می‌دهد، رشد پایدار و متمادی ارزش آفرینی بنگاه می‌باشد نه سودآوری گذشته و کوتاه مدت. لذا اگر شرایط و اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی به گونه‌ای باشد که سرمایه‌گذاران بتوانند معیارهای نوین سنجش عملکرد مانند ارزش افزوده اقتصادی و جریان نقدی آزاد را محاسبه نمایند، بازار سرمایه از جنبه پویایی بیشتری برخوردار خواهد بود. در هر صورت با توجه عدم دسترسی تصمیم‌گیرندگان مالی به اطلاعات مورد نیاز برای تعدیل سود بعد از مالیات به سود عملیاتی بعد از مالیات پیشنهاد می‌گردد از نسبت‌های ارائه شده بیشتر در تصمیمات خود در سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران استفاده نمایند.

یادداشت‌ها

- | | |
|------------------------|--|
| 1. Hall & Brummer | 2. Institute of Management Accountants (IMA) |
| 3. Faseruk | 4. Mahoney |
| 5. Malina & Selto | 6. Aliabadi et al. |
| 7. Wortington & West | 8. Barton et al. |
| 9. Economic Value Adde | 10. Stewart |
| 11. Vymura et al. | 12. Venkateshwarlu & Tiwari |
| 13. Ismai | 14. Ismail |
| 15. Lee & Kim | |

منابع

ایزدی‌نیا، ناصر و رسائیان، امیر (۱۳۸۹)، رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبردی شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد، *مجله دانش حسابداری*، سال اول، شماره ۱، صص ۷۳-۵۲.

پورحیدری، امید و سلیمانی امیری، غلامرضا و صفاجو، محسن (۱۳۸۴)، بررسی میزان ارتباط سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۲، صص ۱۹-۳.

حقیقت، حمید و موسوی، احمد (۱۳۸۶)، بررسی نقش عوامل رشد فروش و شاخص بحران مالی در پیش بینی بازده سهام، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۴، شماره ۴۷، صص ۸۲-۶۳.

رهنمای رودپشتی، فریدون و خان محمدی، محمد حامد (۱۳۹۰)، بررسی و مقایسه توان معیارهای ارزیابی عملکرد حسابداری با معیارهای مبتنی بر ارزش جهت برآورد نرخ بازده اقتصادی شرکتها، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره دهم، ۴۳-۱۹.

رهنمای رودپشتی، فریدون و سروش یار، افسانه (۱۳۹۲)، ارزیابی مقایسه ای توانمندی معیارهای عملکرد اقتصادی و حسابداری در تبیین ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های مالی، دوره ۱۵، شماره ۱، صص ۵۰-۲۹.

قالیباف اصل، حسن، رستمی، محمد رضا و انصاری، حجت اله (۱۳۸۶)، نقد روش های متداول ارزشگذاری شرکتها و معرفی مدل مناسب، مجله تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۳، صص ۸۰-۵۷.

کاشانی پور، محمد و رسائیان، امیر (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین ارزش افزوده بازار و شاخص های ارزیابی عملکرد در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۰، صص ۱۶۰-۱۲۹.

کرمی، غلامرضا، مراد، غلامرضا، مصلی نژاد، آرمیتا و مرادی، محمد تقی (۱۳۸۵)، بررسی روابط خطی و غیرخطی بین نسبت های مالی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۶، صص ۳۶-۱۹.

Aliabadi, S., Dorestani, A., & Balsara, N. (2013). The Most Value Relevant Accounting Performance Measure by Industry, *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 13, No. 1, pp.22-34.

Hall, J. H., & Brummer, L. M. (1999). The relationship between the market value of company and performance measurements, <http://ssrn.com/>.

Institute of Management Accountants. (1997). Measuring and Managing Shareholder Value Creation, Statements on Management Accounting, , <http://www.imanet.org/>.

Irala, L., R. (2006). Performance evaluation, economic value added and managerial behaviour, PES, *Business Review*, Vol. 1, No. 1 , www.ssrn.com.

Faseruk, A. (2008). A review of accrual accounting and cash flow techniques for use in equity valuation, *Management Research*

- News*, Vol. 31, No. 6, pp. 418-433, www.emeraldinsight.com.
- Lee, S., & Kim, W. (2009). EVA, Refined EVA, MVA, or Traditional Performance Measures for the Hospitality Industry?, *International Journal of Hospitality Management*, Vol.28, No. 3, pp. 439-445.
- Malina, M, A., & Selto, F, K. (2004). Choice and Change of Measures in Performance Measurement Models, <http://ssrn.com/>
- Mahoney, R, L. (2011). EVA momentum as a performance measure in the United States lodging industry, A dissertation submitted to the graduate faculty in partial fulfillment of the requirements for the degree of DOCTOR OF PHILOSOPHY, Iowa State University.
- Ismail, A. (2006). Is economic value added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence, *International Journal of Managerial finance*, Vol. 2, PP. 343-353.
- Stewart, G.E. (2009) . EVA momentum: The one ratio that tells the whole story, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 21, No. 2, pp. 74-86.
- Venkateshwarlu, M., & Tiwari, R. (2005). Valuation of entrepreneurial Firms, Academy of Entrepreneurial Finance, USA, www.aofef.org/papers/2003/venkateshwarlu.pdf.
- Vymura, D.G. Kantor, C. C., & Pettit, J, M. (1996). EVA for Banker Value Creation Risk Management and Profitability Measurement, *Journal of Applied Corporate Finance* , Vol. 9, No. 2, pp.94-108.
- Wortington, A.C., & West, T. (2001). Economic value added: a review of the theoretical and empirical literature, *Asian Review and accounting*, Vol. 28, No. 1, pp.67-86.