

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

دکتر یحیی حساس یگانه*

مرتضی دلخوش**

چکیده

کانون توجه ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یکی از معیارهای اندازه‌گیری عملکرد، بر موضوعاتی مانند هزینه سرمایه و ارزش ایجاد شده برای سهامداران قرار دارد. از مبانی اساسی در مفهوم ارزش افزوده اقتصادی این است که مدیران، مسئول ایجاد ارزش و حداکثر کردن ثروت سهامداران هستند. لذا می‌توان از ارزش افزوده اقتصادی بعنوان معیاری برای اندازه‌گیری درجه تعهد و کارایی مدیران استفاده نمود و در واقع الگوی ارزش افزوده اقتصادی قادر است این پاسخ را به سهامداران بدهد که مدیریت تا چه اندازه در افزایش ثروت آنها دخیل بوده است. از آنجایی که می‌توان با معیار ارزش افزوده اقتصادی سود اقتصادی شرکت را به نحو درستی اندازه‌گیری کرد، بنابراین می‌تواند معیار مناسبی برای سنجش کارایی عملیاتی شرکت محسوب شود و آثار تصمیمات مدیریت بر قیمت سهام و سود تقسیمی شرکتها را با آن برآورد کرد. بنابراین، در این تحقیق رابطه سود نقدی و قیمت سهام با ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای

* استاد یار و عضو هیات علمی دانشگاه علامه طباطبایی

** کارشناس ارشد مدیریت مالی

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سالهای ۱۳۷۹ الی ۱۳۸۳ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از این تحقیق بیانگر آن است که بین ارزش افزوده اقتصادی و سود تقسیمی هر سهم هیچگونه رابطه معنی داری وجود ندارد، اما بین ارزش افزوده اقتصادی و قیمت سهام رابطه معنی داری مشاهده شده است. در نتیجه ارزش افزوده اقتصادی می تواند برآورد کننده بهتری برای قیمت سهام باشد.

واژه های کلیدی: ارزش افزوده اقتصادی، سود تقسیمی هر سهم، قیمت سهام، بورس اوراق بهادار.

مقدمه

ارائه اطلاعات اقتصادی، حسابداری و گزارشگری مالی اگر خوب باشد، به جامعه کمک می‌کند تا منابع اقتصادی خود را به کارآمدترین شکل تخصیص دهد. از طرف دیگر، حسابداری و گزارشگری نامناسب، ریخت و پاشها و کمبود کارایی را پنهان می‌سازد و در نتیجه، مانع از تخصیص منطقی اقتصادی می‌شود. اعتبار دادن به صورتهای مالی، به معنای ایجاد اطمینان از مطلوبیت ارائه و قابلیت اتکای آنهاست. (ارباب سلیمانی و نفری، ۱۳۷۱) سود حسابداری با رعایت مفهوم محافظه کاری و دید گذشته نگر، وضعیت مالی و وضعیت عملکرد گذشته شرکت را بیان می‌نماید درحالی که سود اقتصادی به انتظارات مربوط به آینده توجه اساسی خواهد داشت. به زعم اینکه استانداردها و اصول پذیرفته شده حسابداری هم رعایت شوند، ولی سود حسابداری و سود هر سهم قابلیت دستکاری فراوانی دارد و با استفاده از روش های مختلف حسابداری مالی و صنعتی می‌توان آنها را کم یا زیاد کرده به این منظور سرمایه گذاران و به خصوص سهامداران نیازمند معیارهایی هستند که بتوانند عملکرد مدیریت شرکت را به درستی بسنجند و آثار آن را در قیمت سهام شرکت مشاهده کنند. سرمایه گذاران همواره نیازمند اطلاعاتی هستند که بتواند در ارزیابی خود راجع به سرمایه گذاری از آنها بهره گیرند. انگیزه اصلی سرمایه گذارانی که در پی فرصت های جدید سرمایه گذاری هستند، کسب بازده سرمایه گذاری مورد انتظار است. در بسیاری از موارد، سرمایه گذاران وقتی از معقول بودن بازده آینده شرکتی اطمینان حاصل نکنند، یا اگر بازده مورد انتظار آیندهی شرکتی کم باشد، به جستجوی گزینه های دیگری برای سرمایه گذاری خواهند پرداخت. بدین ترتیب، می‌توان ادعا کرد که شرکت های زیان ده، یا شرکت هایی که سودآوری کمی دارند، هیچ جاذبه ای برای سرمایه گذاران بالقوه ای که در پی کسب بازده معقول از سرمایه گذاری شان هستند، ایجاد نخواهد کرد. بنابراین، مدیرانی که به دنبال جلب رضایت سرمایه گذارانند باید به منظور کسب حداقل بازده مورد انتظار آنان، به مدیریت بهای تمام شده، هزینه ها و ارزش اقتصادی

شرکت خود پردازند. از سوی دیگر، مدیران تعهد دارند که به منظور بیشینه سازی ثروت سهامداران کنونی شرکت، ارزش آفرینی کنند. در غیر اینصورت، نه تنها ثروت سهامداران افزایش نخواهد یافت بلکه زیان خواهند دید. پس باتوجه به موارد فوق، می توان نتیجه گرفت که تصمیم گیری های هوشمندانه تجاری، منوط به داشتن اطلاعات جامعی از بهای تمام شده و هزینه هاست (باقومیان، ۱۳۸۴، صص ۹-۸).

مدیران به ایزاری نیاز دارند که امکان مدیریت هم زمان هزینه های عملیاتی و هزینه سرمایه را فراهم آورد. در مقابل کانون توجه معیارهای دیگر اندازه گیری عملکرد، ارزش افزوده اقتصادی، بر موضوعاتی مانند هزینه سرمایه و ارزش ایجاد شده برای سهامداران قرار دارد. ارزش افزوده اقتصادی، مفهومی است که در بسیاری از شرکت های بزرگ و به منظور انگیزش مدیران در جهت ایجاد ارزش برای سهامداران، مورد استفاده قرار گرفته است (داد و چن، ۱۹۹۶). یکی از معیارهایی که امروزه مورد توجه مدیریت مالی و حسابداری مدیریت قرار گرفته، مفهوم ارزش افزوده اقتصادی است. از مبانی اساسی در مفهوم ارزش افزوده EVA^۱ این است که مدیران مسئول ایجاد ارزش و حداکثر کردن ثروت سهامداران هستند.

صدیقی (۱۳۸۳) تحقیقی تحت عنوان « بررسی وجود رابطه بین EVA و EPS^۲ در ارزیابی عملکرد شرکت ها » انجام داد. این پژوهشگر در این تحقیق به دنبال این موضوع بود که آیا EVA می تواند بعنوان جایگزین برای EPS در ارزیابی عملکرد شرکت ها به حساب آید یا نه؟ وی پس از بررسی به این نتیجه رسید که رابطه معنادار بین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و سود هر سهم (EPS) در ارزیابی عملکرد چنین شرکت هایی وجود ندارد. به عبارتی تصمیم گیری براساس EVA و EPS بعنوان معیارهایی جهت ارزیابی عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

1 Economic Value Added (EVA)

2 Earning Per Shaer (EPS)

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای... / ۵

تهران به نتایج مشابهی منجر نخواهند شد. در نتیجه وی پیشنهاد می کند که تصمیم گیری، براساس مزایا و معایب هر یک از این روش ها صورت گیرد.

شهریاری (۱۳۸۱) تحقیقی تحت عنوان " بررسی محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده در مقایسه با سود و وجه نقد حاصل از عملیات " انجام داد که نتایج حاصل از این تحقیق مبین سودمندی گزارشگری ارزش افزوده و تهیه صورت ارزش افزوده به همراه صورتهای مالی اساسی از دیدگاه تئوریک می باشد.

خلیلی (۱۳۸۱) به بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم در شرکت های پذیرفته شده (صنایع مواد غذایی) در بررسی اوراق بهادار تهران می پردازد وی معیار ارزش افزوده اقتصادی بعنوان معیاری که بازدهی دارایی های موجود را مورد توجه قرار می دهد و به منظور تعیین ارزش واقعی شرکت بکار می رود مورد ارزیابی قرار می دهد و در پایان به این نتیجه می رسد که بین ارزش افزوده اقتصادی و درآمد هر سهم هیچ همبستگی و ارتباط معنی داری وجود ندارد.

رضایی (۱۳۸۰) تحقیقی تحت عنوان "تاثیر وجود رابطه همبستگی بین بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در ارزیابی عملکرد شرکت های صنعت وسائط نقلیه بورس اوراق بهادار تهران" انجام داده است. این محقق پس از بررسی و تجزیه و تحلیل متغیرهای اصلی تحقیق خود به این نتیجه می رسد که بین ارزش افزوده اقتصادی و متغیر بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود ندارد. وی تأکید می کند که بالا بودن نرخ هزینه سرمایه، از آن جهت تاثیر گذار است که در نتیجه بالا رفتن این هزینه ارزش افزوده اقتصادی محاسبه شده برای شرکت ها، برابر یا بیشتر از سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات آنها می شود که این امر به نوبه خود منجر به صفر یا منفی شدن ارزش افزوده اقتصادی می گردد.

نظریه (۱۳۷۹) تحقیقی تحت عنوان " ارزیابی رابطه بین سود هر سهم و ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای محصولات کانی غیر فلزی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " انجام داده وی پس از بررسی دو عامل ارزش افزوده اقتصادی و سود هر

سهم در تحقیق خود به این نتیجه رسید که بسیاری از شرکتهای نمونه آماری علیرغم داشتن EPS مثبت، عملکردشان منجر به ارزش افزوده اقتصادی منفی شده که دلیل آن را بالا بودن هزینه سرمایه این شرکتهای عنوان می کند و در نتیجه هیچ گونه ارتباط معنی داری بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم نمی یابد.

جهانشاد (۱۳۷۹) پژوهشی تحت عنوان ” بررسی ضرورت تهیه صورت ارزش افزوده توسط شرکت ها برای تصمیم گیری استفاده کنندگان ” انجام داده است. این پژوهشگر نتیجه گیری می کند که تهیه ارزش افزوده توسط شرکت ها ضرورت دارد چرا که صورت ارزش افزوده و نسبت های وابسته به آن اطلاعات مفیدی را در جهت اهداف و مقاصد استفاده کنندگان در اختیارشان قرار می دهد. و با توجه به اینکه درصد بالایی از سرمایه گذاری ها در تولید و بخش های مختلف صنعت متعلق به دولت می باشد ضرورت تهیه این صورت برای دولت نسبت به سایر استفاده کنندگان بیشتر احساس می شود.

هاشمی (۱۳۷۷) تحقیقی تحت عنوان ” بررسی ضرورت تهیه و ارائه ارزش افزوده به وسیله سیستم اطلاعاتی حسابداری در ایران ” انجام داده است وی در این تحقیق به این نتیجه رسید که استفاده کنندگان اطلاعات مالی از صورت ارزش افزوده می توانند اطلاعات مفیدی را کسب نمایند از جمله ارزش افزوده می تواند به مراتب شاخص بهتری از فروش برای وجه تمایز بین تولید کنندگان واقعی از آنهایی که تنها با خرید و مونتاز کردن تولید می کنند باشد.

قربانی (۱۳۷۷) تحقیقی پیرامون ” تغییرات سود در قبال تغییرات ارزش افزوده در شرکت های تولیدی تابعه سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران ” داده است. او به بررسی تغییرات سود در سایه تغییرات ارزش افزوده پرداخته. در واقع سود خالص را می توان سهمی دانست که سهامداران (سرمایه گذاران) بعنوان صاحبان اصلی شرکت از ارزش افزوده حاصل در شرکت بدست می آورند با توجه به چگونگی و مراحل

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکت‌های... / ۷

محاسبه ارزش افزوده بدیهی است انتظار می رود هر چه ارزش افزوده بیشتر شود، سهم سهامداران نیز بیشتر شود.

بهرامی (۱۳۷۶) تحلیلی پیرامون "تاثیر اطلاعات صورت ارزش افزوده در تصمیم گیری استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری" انجام داد و پس از بررسی نسبت های مالی ایجاد شده براساس ارزش افزوده، پی برد که ارزش افزوده به عنوان مبنایی جهت پرداخت پاداش بهره وری می تواند مورد استفاده قرار گیرد.

سالهای مدیدی است که، اقتصاد دانان استدلال می کردند برای اینکه شرکتی ایجاد ارزش نماید و ثروت خود را افزایش دهد، باید بازده اش بیش از هزینه بدهی و حقوق صاحبان سهامش باشد. در رابطه با ارزش افزوده اقتصادی بعنوان یکی از بهترین معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت تحقیقی در سال ۲۰۰۰ توسط بلوکی و پاولیک^۱ انجام شده است، آنها معتقد هستند که اگر قرار است بین ساختار سرمایه و عملکرد، رابطه ای برقرار گردد لازم است کل بازده در نظر گرفته شود و نباید به بازده حسابداری محدود گردد. آنان با مطالعه بر روی یک نمونه از شرکت های آمریکایی، به رابطه ای با اهمیت، غیر خطی و غیر یکنواخت بین عملکرد مبتنی بر ارزش افزوده و ساختار مالکیت دست یافتند. عملکرد مبتنی بر ارزش افزوده تا رسیدن به یک نقطه عطف نزولی است و پس از آن به تناسب افزایش در معیارهای ساختار مالکیت افزایش می یابد. در سال ۲۰۰۲ توسط بلکویی و کاربیک پژوهشی درباره توانایی پیش بینی اطلاعات مبتنی بر ارزش افزوده انجام شد. در این تحقیق، آنان توانایی بیشتر معیار ارزش افزوده را برای تشریح نوسانات در بتاهای بازار بیش از آنچه که بوسیله معیارهای ریسک مبتنی بر سود و یا مبتنی بر گردش وجوه نقد فراهم می شود مورد بررسی قرار دادند و نتایج بدست آمده از نمونه انتخاب شده در شرکت هایی که در بورس اوراق بهادار نیویورک، توانایی بیشتر متغیرهای ارزش افزوده در تشریح نوسانات بتاهای بازار را نشان می دهد. تحقیقی دیگر در سال ۲۰۰۳ توسط بائو انجام شده است که مربوط به ویژگیهای اطلاعات

1 Buloki and Pavlik

حسابداری در ارتباط با سری های زمانی است. در این تحقیق، محقق با استفاده از سری های زمانی در چهار مدل تجزیه و تحلیل سری های زمانی، ویژگیهای مربوط به اطلاعات ارزش افزوده را مورد بررسی قرار می دهد، این مدلها عبارتند از: مدل معکوس میانگین ساده، مدل معکوس میانگین همراه با روند افزایشی، مدل گام تصادفی و مدل گام تصادفی با ضرائب ناپایداری. با استفاده از نتایج حاصل از شرکت های نمونه در بورس اوراق بهادار نیویورک، نشان داده شد که ارزش افزوده می تواند بعنوان یک فرایند گام تصادفی که کمترین خطای آزمون در ماتریس های دو خطائی ضریب همبستگی مطلق و آزمون قابلیت پیش بینی را در خود دارد، توصیف شود. این نتایج با نتایج حاصل از پژوهش در باره سود سالانه و قیمت سهام، هماهنگ می باشد. همچنین آریدوست بوش و سه محقق دیگر در تحقیقی با عنوان " آیا سود باقیمانده مبتنی بر ارزش بازار در مقایسه با سود باقیمانده مبتنی بر ارزش دفتری، معیار بهتری برای اندازه گیری عملکرد است؟ " که در کنگره حسابداری اروپا در سال ۲۰۰۳ ارائه گردید، به مطالعه سود باقیمانده مبتنی بر ارزش بازار و مقایسه آن با سود باقیمانده بر پایه ارزش دفتری پرداختند. نتایج حاصل از تحقیقات آنها نشان می دهد که REVA¹ می تواند منجر به سرمایه گذاری کمتر از حد در پروژه های با NPV² مثبت یا سرمایه گذاری بیشتر از حد در پروژه های با NPV³ منفی گردد. آنها اثبات کردند که در یک افق زمانی نامحدود، اهداف و نتایج حاصل از بکار گیری EVA و MVA³ و REVA یکسان است. همچنین استورات در سال ۱۹۹۴ طی تحقیقی با عنوان « EVA: واقعیت و خیال پردازی⁴ » نشان داد که EVA از میان سایر معیارهای معاصر خودش بعنوان بهترین معیار ایجاد ثروت در نظر گرفته شده است و اغلب در 50 درصد موارد، بهتر از معیارهای حسابداری تغییرات در ثروت سهامداران را توصیف می کند.

1 Residual Economic Value Added (REVA)

2 Net Present Value (NPV)

3 Market Value Added (MVA)

4 EVA: Fact and Fantasy

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکت‌های... / ۹

ملبورن و همکاران (۱۹۹۷) در تحقیقی تحت عنوان « در جستجوی بهترین معیار عملکرد مالی»، رابطه همبستگی بین دو معیار EVA و REVA را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که توانایی معیار ERVA در پیش بینی ایجاد ارزش، بیشتر از معیار EVA می باشد. بنابراین، در این تحقیق برآنیم که معنی دار بودن معیار ارزش افزوده اقتصادی را با قیمت سهام و سود تقسیمی هر سهم بررسی و در صورت معنی دار بودن روابط، میزان و شدت آن برآورد شود. به عبارت دیگر پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخی درباره این پرسش است که :

آیا بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معنی داری وجود دارد یا نه ؟

روش شناسی تحقیق

در این تحقیق از رویکرد قیاسی- استقرایی استفاده شده است. در روش قیاسی اقدام به مطالعات نظری راجع به متغیرهای تحقیق شده تا بر اساس روشهای مناسب مقادیر متغیرهای مورد نظر محاسبه شود و پس از آن در روش استقرایی به بررسی معنی دار بودن ارتباط بین این متغیرها یعنی ارزش افزوده اقتصادی به عنوان متغیر مستقل و سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام به عنوان متغیرهای وابسته، پرداخته می شود.

از طریق مطالعه کتابخانه ای مبانی نظری و تئوریک تحقیق و همچنین ادبیات تحقیق گردآوری شده و برای یافتن تحقیقات خارجی انجام شده مرتبط با موضوع تحقیق از طریق اینترنت و مجلات و نشریات خارجی اقدام به جستجو شده همچنین تحقیقات مرتبط با موضوع از طریق مجلات و مقالات و پایان نامه های داخلی نیز مورد بررسی قرار گرفته است. اطلاعات مالی شرکت ها نیز از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای یک دوره پنج ساله مربوط به سالهای ۷۹، ۸۰، ۸۱، ۸۲، ۸۳ استخراج شده است.

یادداشت‌های همراه صورتهای مالی برای انجام تعدیلات مربوط به سود حسابداری و حقوق صاحبان سهام جهت رسیدن به NOPAT و CAPITAL مورد استفاده قرار گرفته است. این داده‌ها شامل مانده پایان دوره و افزایش و کاهش ادواری ذخایر معادل سرمایه (ذخیره کاهش ارزش سرمایه گذاریها، ذخیره کاهش ارزش موجودیها، ذخیره مطالبات مشکوک الوصول، ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان و ذخیره های معوق) می باشد. برای تعیین قیمت هر سهم از قیمت‌های پایان دوره مالی استفاده شده است.

همچنین برای سود تقسیمی هر سهم، و تعداد سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس از اطلاعات صورتهای مالی پنج ساله استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل روابط، ابتدا باید مناسبترین نوع مدل رگرسیونی یک متغیره که آیا از نوع خطی، درجه دو یا معکوس و... باشد، تعیین گردد. برای این کار با استفاده از نرم‌افزارهای SPSS، داده‌ها بررسی شده اند تا مدل مناسب بر اساس ضریب تعیین و سطح معنی‌داری بهینه مشخص شود. پس از تعیین نوع معادله، برای برآورد مدلی که بتوان بر اساس آن برای کل قلمروی زمانی پنج ساله، روابط بین متغیرهای وابسته با متغیر مستقل را مشخص نمود، از روش Panel Data استفاده خواهد شد که در آن داده‌های پنج سال با هم ترکیب می‌شوند (برای برآورد این مدل از نرم افزار Eviews استفاده شده است).

بنابراین روش تحقیق از نوع همبستگی و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی (از طریق استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد. جامعه آماری مورد نظر در این تحقیق دربرگیرنده کلیه شرکتهایی است که در طی قلمروی زمانی این تحقیق، نام آنها در فهرست شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار درج شده و سهام آنها بصورت فعال مورد معامله قرار گرفته است. بنابراین، شرکتهایی که نماد معاملاتی آنها متوقف بوده و یا بنا به هر دلیلی در سالهای مورد بررسی (سالهای ۷۹ الی ۸۳) سهام آنها مورد معامله قرار نگرفته باشد، از جامعه مورد نظر حذف شده و در نتیجه ۲۸۴ شرکت به عنوان جامعه مورد نظر مشخص گردید. در هر تحقیق سئوالی که مطرح می‌شود آن است که اندازه نمونه چقدر باید باشد. انتخاب نمونه‌ای بزرگتر از حد نیاز

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای... / ۱۱

برای حصول نتایج مورد نظر سبب اتلاف منابع می شود. در عین حال که انتخاب نمونه های خیلی کوچک، اغلب پژوهشگر را به نتایجی سوق می دهند که فاقد استفاده علمی است. از این رو تعیین اندازه نمونه مورد نیاز دارای اهمیت می باشد. بطور کلی تعیین اندازه نمونه به مقیاس داده ها مربوط می شود، به شکلی که آنها را برحسب کمی و کیفی تقسیم و به کمک تخمین میانگین و نسبت موفقیت، از روشهای مختلفی برای تعیین اندازه نمونه استفاده می شود.

داده هایی که دارای مقیاس نسبی و فاصله ای هستند از نوع داده های میانگین پذیرند. در این نوع داده ها برای تعیین اندازه نمونه از تخمین فاصله ای میانگین استفاده می شود. هرگاه نمونه گیری بدون جایگذاری از یک جامعه محدود انجام شود تعداد نمونه از فرمول زیر بدست می آید: (آذر و مومنی، ۱۳۸۳)

$$n = \frac{N \cdot Z \frac{\alpha}{2} \cdot \delta_x^2}{\epsilon^2 (N - 1) + Z \frac{\alpha}{2} \cdot \delta_x^2}$$

که در آن: N : اندازه جامعه آماری، n : اندازه نمونه، δ_x^2 : واریانس جامعه،

ϵ^2 : خطای برآورد، $Z \frac{\alpha}{2}$:

مقدار توضیح نرمال در سطح خطای α می باشد. مقدار N مساوی با ۲۸۴

شرکت، $Z \frac{\alpha}{2}$ خطای برآورد ۵٪ می باشد که برابر با ۱٫۹۶ است. آگاهی از مقدار

δ_x^2 برای جایگزین نمودن در فرمول اجتناب ناپذیر است. برای محاسبه δ_x^2 از بین

روشهای موجود، اقدام به انتخاب نمونه ای مقدماتی از جامعه آماری گردید و با استفاده

از انحراف معیارهای محاسبه شده برای شرکتهای نمونه انتخابی که در اطلاعات لوح

فشرده بورس وجود داشت، واریانس نمونه مقدماتی توسط نرم افزار اکسل محاسبه شد

تا به عنوان برآوردی از δ_x^2 بکار رود که عدد $(20.794)^2$ بدست آمد. با وارد نمودن ارقام در فرمول تعداد نمونه به شرح زیر مشخص شد :

$$v = \frac{284 \times (1.96)^2 \times (20.794)^2}{(284 - 1)(5)^2 + (1.96)^2 \times (20.794)^2} = 53.99 \approx 54$$

در این تحقیق ۵۶ شرکت، از شرکتهای پذیرفته شده در بورس انتخاب گردید. برای انتخاب نمونه از روش نمونه گیری طبقه ای و تصادفی ساده (بدون جایگذاری) استفاده شد. به این ترتیب که شرکتهایی پذیرفته شده در بورس به طبقات مشخصی تقسیم شده و از میان هر طبقه شرکتهای بطور تصادفی انتخاب گردید. قلمرو موضوعی تحقیق، بررسی وجود رابطه معنی دار بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، و دوره زمانی این تحقیق ۵ ساله و از ابتدای سال ۱۳۷۹ تا پایان سال ۱۳۸۳ بوده است. از ابزارهای چهارگانه جمع آوری داده ها و اطلاعات، ابزار اندازه گیری مورد استفاده در تحقیق حاضر از ابزار مراجعه به اسناد و مدارک (از قبیل نرم افزارهای بورس، CD اطلاعات شرکت خدمات بورس، اینترنت، مجلات) استفاده شده است. برای بررسی معنی دار بودن رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام از مدل رگرسیون یک متغیره استفاده شده است.

نتایج

آزمون فرضیات با استفاده از روش Panel data

آزمون سنجش نرمال بودن داده ها : یکی از فرضیات اساسی در رگرسیون آن است که متغیر وابسته نرمال باشد. بنابراین قبل از برآورد رگرسیونی لازم است این فرض بر روی این متغیرها بررسی شود. آزمون k-S (کلموگروف- اسمیرنوف) از معروفترین

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکت‌های... / ۱۳

آزمونهای سنجش نرمال بودن داده‌ها است. در این آزمون فرض H_0 و H_1 به شکل زیر است:

H_0 : داده‌ها نرمالند: H_1 : داده‌ها نرمال نیستند

هرگاه سطح معنی دار (sig.) این آزمون بالاتر از $\alpha = 5\%$ باشد گوئیم فرض H_0 تائید شده یعنی اینکه داده‌ها نرمالند. همان طور که در جدول شماره ۱ مشاهده می‌شود. (sig.) برای قیمت (p) فقط در سال ۷۹ بالای ۰.۵٪ می‌باشد و برای بقیه سالها کمتر از ۰.۵٪ است. در نتیجه فرض H_0 فقط در سال ۷۹ رد نشده ولی برای بقیه سالها رد می‌شود (یعنی این که داده‌ها فقط در سال ۷۹ نرمالند برای بقیه سالها غیر نرمالند). حال با توجه به اینکه قیمت سهام توزیع نرمال ندارد، یکی از روشهای نرمال کردن داده‌ها استفاده از تبدیلات مختلف بر روی متغیر غیر نرمال است. برای مثال جذر گرفتن، تبدیل لگاریتمی و... از این قبیل هستند برای داده‌های این تحقیق از لگاریتم قیمت استفاده شده زیرا همانگونه که در آزمون کلموگروف-اسمیرنوف دیده شده با استفاده از تبدیل لگاریتمی قیمت نرمال شده است (سطح معنی داری قیمت بزرگتر از ۰.۵٪ شده است بنابراین H_0 رد نشده است). و همچنین برای سود تقسیمی هر سهم (DPS) چون سطح معنی داری آنها در سالهای مختلف بزرگتر از ۰.۵٪ است بنابراین فرض H_0 رد نشده و داده‌ها نرمالند.

جدول شماره ۱ - آزمون کلموگروف

سال		P	DPS	Ln(P)
1379	تعداد	56	55	56
	پارامترهای نرمال a,b	7630.95	979.24	8.6257
	انحراف معیار	5936.911	958.824	.83984
	بالاترین حد	.135	.154	.076
	تفاوتها	.135	.124	.062
	میزان Z اسمیرنف -	-.132	-.154	-.076
1380	تعداد	56	56	56
	پارامترهای نرمال a,b	9107.73	1092.00	8.6563
	انحراف معیار	9501.516	1077.843	.98391
	بالاترین حد	.228	.155	.067
	تفاوتها	.228	.105	.056
	میزان Z اسمیرنف -	-.197	-.155	-.067
1381	تعداد	56	56	56
	پارامترهای نرمال a,b	9772.48	1245.34	8.4307
	انحراف معیار	15316.323	1346.785	1.15529
	بالاترین حد	.297	.178	.125
	تفاوتها	.297	.176	.125
	میزان Z اسمیرنف -	-.272	-.178	-.076
1382	تعداد	56	56	56
	پارامترهای نرمال a,b	10898.48	919.73	8.4678
	انحراف معیار	19519.543	991.758	1.17124
	بالاترین حد	.324	.177	.112
	تفاوتها	.324	.146	.112
	میزان Z اسمیرنف -	-.297	-.177	-.074
1383	تعداد	56	56	56
	پارامترهای نرمال a,b	6357.79	704.80	8.1080
	انحراف معیار	10531.602	856.056	1.01956
	بالاترین حد	.333	.205	.102
	تفاوتها	.333	.171	.093
	میزان Z اسمیرنف -	-.288	-.205	-.102
	کلموگروف	2.491	1.014	.761
		.000	.256	.609

الف) توزیع آزمون نرمال است.

محاسبه شده از داده ها

به منظور تعیین نوع معادله رگرسیونی برای برآورد مدل‌های روابط (خطی، لگاریتمی، معکوس، درجه 2 و 3 و...) اقدام به بررسی معادلات با نرم‌افزار SPSS گردید. در انتخاب هر مدل به معیارهایی از قبیل:

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای... / ۱۵

(۱) سادگی مدل (۲) میزان R^2 بالا (۳) میزان F بالا یا sig.F پائین توجه شده است، که جدول شماره ۲ خلاصه مدل های برآورد شده را برای رگرسیون بین متغیرهای ارزش افزوده اقتصادی با قیمت سهام و سود تقسیمی نشان می دهد:

جدول شماره ۲

متغیر

معادله	خلاصه مدل					برآوردهای پارامتر			
	ضریب تعیین	F	درجه آزادی	درجه آزادی	سطح معنی داری	مقدار ثابت	b1	b2	b3
مدل خطی	.031	6.049	1	273	.011	8.425	2.37E-004		
معکوس	.016	4.553	1	273	.034	8.455	-43.252		
درجه ۲	.010	1.381	2	272	.253	8.425	2.36E-008	8.17E-018	
مرکب	.019	1.717	3	271	.164	8.454	1.62E-004	1.09E-011	5.51E-021
	.011	3.089	1	273	.080	8.360	1.000		
	.022	2.319	1	273	.015	2.127	-5.805		
	.011	b	1	273	.080	2.123	2.92E-009		

متغیر مستقل EVA است.

با توجه به مقادیر محاسبه شده از جدول $\ln(p)$ می توان چنین نتیجه گرفت که از میان مدل های مختلف، این مدل خطی (Linear) است که دارای کمترین سطح معنی داری (sig.)، بیشترین F و بیشترین ضریب تعیین ($R.\text{Square}$) می باشد.

جدول شماره ۳

متغیر

معادله	خلاصه مدل					برآوردهای پارامتر			
	ضریب تعیین	F	درجه آزادی	درجه آزادی	سطح معنی داری	مقدار ثابت	b1	b2	b3
مدل خطی	.020	.967	1	270	.043	966.549	-6.25E-006		
معکوس	.003	.687	1	270	.408	964.748	-16361.541		
درجه ۲	.006	.782	2	269	.459	987.719	-9.85E-006	-1.54E-012	
	.011	.235	3	268	.410	977.129	2.19E-005	-2.92E-012	-1.56E-019

متغیر مستقل EVA است.

با توجه به مقادیر محاسبه شده در جدول شماره ۳ (DPS) می توان چنین نتیجه گرفت که از میان مدل های مختلف این مدل خطی (Linear) است که دارای کمترین سطح معنی داری (sig.)، بیشترین F و بیشترین ضریب تعیین ($R.\text{Square}$) می باشد. بنابراین از میان مدل های ارائه شده برای لگاریتم قیمت و سود تقسیمی هر سهم، مدل خطی انتخاب شد.

آزمون فرضیات

آزمون فرضیه اول

پس از مشخص شدن نوع معادله و نرمال بودن توزیع، با استفاده از روش panel data به کمک نرم افزار Eviews آزمون معنی دار بودن رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و سود تقسیمی هر سهم انجام شد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات با استفاده از روش پنل دیتا (panel data) که در آن داده‌های سالهای مختلف را با هم ترکیب و سپس به برآورد ضرایب برای کل دوره می‌پردازد، در جدول شماره ۴ ارائه شده است:

جدول شماره ۴

DPS? متغیر وابسته				
روش: Pooled Least Squares				
نمونه: 1379-1383				
5 : مشاهدات دیده شده				
Total panel (unbalanced) observations 272				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
متغیر	ضریب بتا	خطای استاندارد	تی استیودنت	سطح معنی داری
مقدار ثابت	966.5486	62.12284	15.55867	0.0000
ارزش افزوده اقتصادی	-6025E-06	۱1.۰۲E-05	-0.61251	0.5407
ضریب تعیین	0.000432	میانگین متغیر وابسته		961.7353
ضریب تعیین تعدیل شده	0.00327	انحراف معیار متغیر وابسته		1016.7070
S.E. of regression	1018.368	جمع مربعات باقیمانده		280000000
F آماده	0.11665	دور بین واتسون		0.4757
F احتمال آماد	0.732963			

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای... / ۱۷

از آنجائیکه در جدول فوق سطح معنی داری بزرگتر از ۰.۰۵ (0.5407) است (یعنی عدم یک رابطه معنی دار بین سود تقسیمی هر سهم و ارزش افزوده اقتصادی) و چون ضریب بتای (coefficient) آن منفی (-6.25×10^{-6}) است، بیانگر یک رابطه منفی بین ارزش افزوده اقتصادی و سود تقسیمی هر سهم می باشد. بنابراین نتایج بدست آمده بیانگر عدم وجود رابطه معنی داری بین سود تقسیمی هر سهم و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد. از آنجائیکه مقدار دوربین واتسون این جدول 0.4757 است و از حد مطلوب خود (1.5-2.5) فاصله زیادی دارد برای رفع خود همبستگی این آزمون از مدل اتو رگرسیون (AR) استفاده می کنیم. در جدول شماره ۵ با استفاده از مدل AR مشاهده می شود که مقدار دوربین واتسون به حد مطلوب خود نزدیک می شود. ولی باتوجه به سطح معنی داری (0.5932) و ضریب بتای (-4.96×10^{-6}) بدست آمده از این جدول هیچگونه رابطه ای بین ارزش افزوده اقتصادی و سود تقسیمی هر سهم، ارائه نمی دهد.

جدول شماره ۵

DPS?: متغیر وابسته				
روش: Pooled Least Squares				
نمونه: 1379-1383				
5 : مشاهدات دیده شده				
Total panel (unbalanced) observations 213				
Convergence achieved after 3 iteration(s)				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Cross sections without valid observations dropped				
				سطح معنی داری
متغیر	ضریب بتا	خطای استاندارد	تی استیودنت	
مقدار ثابت	736.0126	158.3712	4.647388	0.0000
ارزش افزوده اقتصادی	-4.96E-06	9.28E-06	-0.53503	0.5932

اتو رگرسیون	0.775191	0.073405	10.56053	0.0000
ضریب تعیین	0.575564	میانگین متغیر وابسته		937.1174
ضریب تعیین تعدیل شده	0.571522	انحراف معیار متغیر وابسته		1018.9460
S.E. of regression	666.984	جمع مربعات باقیمانده		93422212
F آماده	142.3872	دور بین واتسون		1.9751
احتمال آماد F	0.0000			

آزمون فرضیه دوم

با استفاده از روش پنل دیتا (panel data)، به کمک نرم افزار Eviews رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و قیمت سهام که در آن داده‌های سالهای مختلف با هم ترکیب شده و سپس برآورد ضرایب برای کل دوره انجام شد، نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل اطلاعات در جدول شماره ۶ ارائه شده است:

جدول شماره ۶

LNP? : متغیر وابسته				
روش: Pooled Least Squares				
نمونه : 1379-1383				
5 : تعداد مشاهدات				
Total panel (unbalanced) observations 275				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
متغیر	ضریب بتا	خطای استاندارد	تی استیودنت	سطح معنی داری
مقدار ثابت	8.424939	0.06481	129.9942	0.0000
ارزش افزوده اقتصادی	2.37E-06	8.93E-09	2.653749	0.0084
ضریب تعیین	0.100019	میانگین متغیر وابسته		8.4475
ضریب تعیین تعدیل شده	0.093930	انحراف معیار متغیر وابسته		1.0517

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای... / ۱۹

S.E. of regression	1.048331	جمع مربعات باقیمانده	300.0265
F آماده	2.762985	دور بین واتسون	0.3565
F احتمال آماده	0.097616		

جدول فوق بیانگر آزمون رابطه بین قیمت سهام و ارزش افزوده اقتصادی (با EVA) شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد. در این آزمون چون سطح معنی داری آن 0.0084 می باشد و کمتر از 5٪ می باشد بیانگر رابطه معنی داری است و چون ضریب بتای (coefficient) آن 2.37×10^{-6} و مثبت است، بیانگر رابطه مثبت بین ارزش افزوده اقتصادی و قیمت سهام می باشد و از آنجائیکه مقدار دوربین واتسون این جدول 0.3565 است و از حد مطلوب خود (1.5-2.5) فاصله زیادی دارد برای رفع خود همبستگی این آزمون از مدل اتو رگرسیون (AR) استفاده می کنیم. در جدول پایین با استفاده از مدل AR مشاهده می نمایم که مقدار دوربین واتسون به حد مطلوب خود نزدیک می شود. با این حال نیز مشاهده می شود که رابطه معنی داری بین قیمت و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد، بدین شکل که سطح معنی داری آن کمتر از 5٪ (یعنی 0.0066) می باشد و ضریب بتای (3.96×10^{-6}) بدست آمده می باشد.

جدول شماره ۷

LNP?: متغیر وابسته
Pooled Least Squares: روش
1379 1383: نمونه
5: تعداد مشاهدات
Total panel (unbalanced) observations 217
Convergence achieved after 4 iteration(s)
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance
Cross sections without valid observations dropped

متغیر	ضریب بتا	خطای استاندارد	تی استیودنت	سطح معنی داری
مقدار ثابت	7.439575	0.400958	18.55452	0.0000
ارزش افزوده اقتصادی	3.96E-06	1.44E-08	2.745714	0.0066
اتو رگرسیون	0.876014	0.050248	17.43368	0.0000
ضریب تعیین	0.700527	میانگین متغیر وابسته		8.3876
ضریب تعیین تعدیل شده	0.697728	انحراف معیار متغیر وابسته		1.0887
S.E. of regression	0.598573	جمع مربعات باقیمانده		76.6739
F آماده	250.294	دور بین واتسون		2.1743
F احتمال آماده	0.0000			

بنابراین، مدل رگرسیون خطی یک متغیره $Y_{it} = \alpha_1 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it}$ بصورت زیر تعیین می شود:

$$\text{ارزش افزوده اقتصادی} = 8.42 + 0.00000237 \text{ Lnp(سهام)}$$

مدل فوق بیانگر آن است که به ازای یک واحد تغییر در EVA قیمت سهام نیز به اندازه 2.37×10^{-8} تغییر می نماید.

آزمون فرضیه سوم

در فرضیه سوم آزمون فرض به شکل زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : r_2 \leq r_1 \\ H_1 : r_2 > r_1 \end{cases}$$

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای... / ۲۱

r_1 (ضریب همبستگی مدل اول)، r_2 (ضریب همبستگی مدل دوم). آماره آزمون

این فرض به صورت زیر است :

$$Z_1 = \frac{1}{2} \log\left(\frac{1+r_1}{1-r_1}\right)$$

$$\text{Var}(Z_1) = \frac{1}{n_1 - 3}$$

$$Z_2 = \frac{1}{2} \log\left(\frac{1+r_2}{1-r_2}\right)$$

$$\text{Var}(Z_2) = \frac{1}{n_2 - 3}$$

$$Z^* = \frac{Z_2 - Z_1}{\sqrt{\frac{1}{n_1 - 3} + \frac{1}{n_2 - 3}}}$$

با توجه به دو مدل بدست آمده از آزمون فرضیات اول و دوم ضریب تعیین آنها به

شکل زیر است :

$$r_1^2 = 0/000432$$

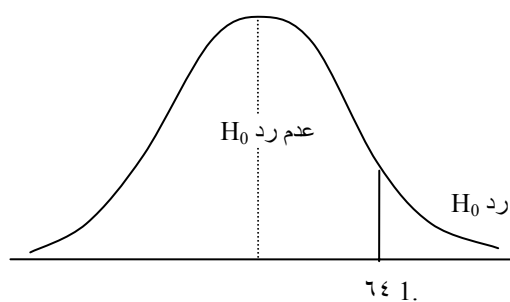
$$n_1 = 273$$

$$r_2^2 = 0/10019$$

$$n_2 = 276$$

$$Z^* = \frac{0/31 - (-0/0207)}{\sqrt{\frac{1}{273} + \frac{1}{276}}} = 3/44$$

$$Z_1 = -0/0207, Z_2 = +0/3165$$



از آنجائیکه آزمون فرضیه سوم ما عدد $3/44$ را نشان می دهد یعنی در ناحیه رد H_0 قرار دارد بنابراین H_0 رد و H_1 مورد قبول است. پس میزان همبستگی در مدل دوم بصورت معناداری بزرگتر از مدل اول است. در نتیجه آزمون فرضیه سوم « در بررسی تاثیر ارزش افزوده اقتصادی بر عناصر بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، تاثیر ارزش افزوده اقتصادی بر قیمت سهام نسبت به سود تقسیمی هر سهم بیشتر است»، تایید می شود.

بحث و نتیجه گیری

تاثیر بورس اوراق بهادار در توسعه اقتصادی کشورها انکار ناپذیر است. وظیفه اصلی این بازار سرمایه به حرکت در انداختن مؤثر سرمایه ها و تخصیص بهینه این منابع می باشد، به همین دلیل ضرورت وجود یک بازار کارا احساس می شود. از شرایط لازم برای ایجاد چنین بازاری این است که تمام اطلاعات موجود از جمله اطلاعات حسابداری که دارای دو ویژگی مربوط بودن و قابلیت اعتماد می باشند، بدون هزینه و بطور مساوی در دسترس تمام سرمایه گذاران و اعتباردهندگان قرار گیرد. در کشورهایی که بورس اوراق بهادار کارایی دارند، تمام اطلاعات موجود از جمله اطلاعات حسابداری که دارای دو ویژگی مربوط بودن و قابلیت اعتماد می باشند، بدون هزینه و بطور مساوی در دسترس تمام سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان قرار می گیرد. در کشورهایی که بورس اوراق بهادار کارایی دارند، تمام اطلاعات مربوط به اوراق بهادار در قیمت بازار این اوراق منعکس است. در این بازار، امکان دستیابی به بازده غیر عادی وجود ندارد و بازده سرمایه گذاری متناسب با ریسک مربوط به آن است. اما در کشورهایی که بازار کارای سرمایه ندارند، قیمت بازار اوراق بهادار با قیمت واقعی آن تفاوت قابل ملاحظه ای دارد. بنابراین، شخص سرمایه گذار باید تجزیه و تحلیل وسیعی جهت خرید سهام مورد نظر انجام دهد. یک بخش عمده از این تجزیه و تحلیلها به بررسی عملکرد واحد تجاری مربوط می شود. در این تحقیق معیاری بنام ارزش افزوده،

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای... / ۲۳

به عنوان یکی از اطلاعات سود مند در ارزیابی شرکت ها، بررسی شد. این معیار که به ایجاد ارزش توجه دارد، زمانی که با سود نقدی همراه شود، می تواند سه روشی را که شرکت به کمک آنها ایجاد ارزش می کند اندازه گیری نماید (استوارت و بنت، ۱۹۹۹، ۱۷۸ - ۱۷۷).

۱- افزایش کارایی عملیات جاری

۲- رسیدن به رشد سود آوری

۳- کنار گذاشتن فعالیتهای غیر اقتصادی

اهمیت دیگر EVA، آن است که وقتی به ارزش جاری تنزیل می شود، معرف خالص ارزش جاری کلیه طرحهای سرمایه ای شرکت خواهد بود. بنابراین، پایه ریزی هدف داخلی حداکثر کردن EVA و رشد آن، به عنوان نتیجه خارجی صرفی در ارزش شرکت ببار می آورد. با توجه به سودمندی معیار ارزش افزوده، در این تحقیق میزان همبستگی بین ارزش افزوده اقتصادی و سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام مورد آزمون قرار گرفت. از تحقیقات مشابهی که در این زمینه می توان یافت باید به تحقیق زهرا نظریه در سال ۱۳۷۹ تحت عنوان « ارزیابی رابطه بین سود هر سهم و ارزش افزوده اقتصادی در شرکتهای محصولات کانی غیر فلزی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران »، تحقیق غلامرضا رضایی در سال ۱۳۸۰ تحت عنوان « تاثیر وجود رابطه همبستگی بین بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در ارزیابی عملکرد شرکت های صنعت وسائط نقلیه بورس اوراق بهادار تهران »، تحقیق یوسف علی خلیلی در سال ۱۳۸۱ تحت عنوان « بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم در شرکت های پذیرفته شده (صنایع مواد غذایی) در بررسی اوراق بهادار تهران »، تحقیق روح اله صدیقی در سال ۱۳۸۳ تحت عنوان « بررسی وجود رابطه همبستگی بین EVA و EPS در ارزیابی عملکرد شرکت ها » اشاره کرد. نتایج حاصل از این تحقیقات نشان می دهد که ارزش افزوده اقتصادی برای شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یک معیار ناکارآمد جهت شناسایی ارزش ایجاد

بازار و فاقد رابطه معنی دار با بازده سهام می باشد. همانطور که این تحقیق نا کارآمدی ارزش افزوده اقتصادی را در بورس اوراق بهادار تهران به اثبات می رساند. یکی از علت هایی مهمی که می تواند در زمینه عدم کارایی ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران نام برد، عدم کارایی بازار است. عدم کارایی بورس اوراق بهادار یعنی اینکه هزینه سرمایه بعنوان یک عامل تاثیر گذار در تصمیمات سرمایه گذاری دیده نمی شود. به عبارت دیگر مجموع بازار نمی تواند بطور دقیق و درست ریسک پورتنوی بازار سهام را اندازه گیری کرده و بر اساس آن صرف بازده مورد انتظار خود را تعیین کند. در نتیجه قیمت واقعی سهام قابل لمس نخواهد بود. نبود شرایط بازار کارا یکی دیگر از عوامل مهم در عدم ارتباط قوی بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام است. در ایران بعلت نبودن موسسات تخصصی سرمایه گذاری، سازمان بورس اوراق بهادار تهران بر اساس مدلهای حسابداری قیمت گذاری، قیمت پایه سهام را تعیین می کند. هر چند که استفاده از اعداد و ارقام حسابداری برای اهداف ارزش گذاری روی سهام عملی است اما اساساً اندازه های حسابداری برای آن طراحی نشده است و فقط به دلیل نداشتن اطلاعات شفاف که مستلزم بازار کارا می باشد به اطلاعات حسابداری که قابل دستکاری و تحریف است، اتکا می شود. علاوه بر موارد ذکر شده توجه به شرایط تورمی از جایگاه ویژه ای برخوردار است. رشد تورم و نقدینگی منجر به رشد شاخص های بورس و قیمت سهام در بازار خواهد شد و بخشی از افزایش بازده سهام ناشی از افزایش تورم در جامعه است.

پیشنهادات

پیشنهادات کاربردی

پیشنهادات زیر می تواند در ارتباط با موضوع تحقیق در بازار سرمایه ایران کاربرد داشته و مفید باشد. به علت اینکه اطلاعات حسابداری جهت تصمیم گیری کافی نمی

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای... / ۲۵

باشد، بنابراین مدیران شرکت ها حتی الامکان اطلاعاتی را ارائه نمایند که مبنای تصمیمات صحیح اقتصادی باشد. (مثل ارزش افزوده اقتصادی).

پیشنهادات تحقیقاتی

پیشنهادات زیر می تواند زمینه ساز تحقیقات آتی در ارتباط با موضوع تحقیق باشد.

1- استفاده از معیار ارزش افزوده اقتصادی (EVA) به عنوان معیار پاداش مدیران و تاثیر آن بر عملکرد مدیران شرکت ها.

2- مقایسه ارزش افزوده اقتصادی شرکت ها با توجه به نوع مالکیت (دولتی و غیر دولتی).

3- بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA).

4- بررسی رابطه بین بازده شرکت و ارزش شرکت بطوری که برای اندازه گیری بازده شرکت از شاخص بازده سهام و برای اندازه گیری ارزش شرکت از معیار EVA استفاده شود.

5- بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و نسبت P/E. در این مورد توصیه می شود که شرکت های مورد بررسی فقط از یک نوع صنعت انتخاب شوند.

6- بررسی رابطه EVA با نرخ بازده دارایی ها (ROA) بطوریکه محاسبه EVA با استفاده از رویکرد عملیاتی صورت بگیرد.

7- بررسی رابطه بین FCF (Free Cash Flow) و بازده شرکت بطوری که بازده شرکت برابر با بازده سهام و FCF برابر با سود خالص عملیاتی بعد از مالیات (NOPAT) منهای سرمایه گذاری های جدید (۱) باشد.

8- در تحقیق حاضر سه دلیل برای افزایش EVA مطرح شده است پیشنهاد می شود که میزان تاثیر یا عدم تاثیر این سه عامل در شرکت های خودروسازی با EVA بررسی شود.

9- تاثیر بکارگیری EVA با ابزارهای دیگر مانند هزینه یابی بر مبنای فعالیت (ABC) و ارزیابی متوازن (Balanced Score Card) در افزایش ارزش شرکتها.

منابع و مأخذ

- آذر، عادل و مومنی (۱۳۸۱) «آمارو کاربرد آن در مدیریت» جلد دوم، تهران، انتشارات سمت.
- احمد، احمدپور و محمود، یحیی زاده فر (۱۳۸۴) «مدیریت مالی» جلد اول، انتشارات دانشگاه مازندران.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و افشین، فتح الهی (۱۳۸۳) «ارزش افزوده اقتصادی و سه بازی مدیران» مجله حسابداری، شماره ۱۶۱.
- ارباب سلیمانی، عباس و محمود، نفری (۱۳۷۱) «اصول حسابرسی» انتشارات سازمان حسابرسی، نشریه ۸۷.
- ایزدی نیا، ناصر (۱۳۸۲) «ارزشیابی واحدهای تجاری از مدل ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و جریانهای آزاد نقدی (FCF) و تعیین شکاف قیمت و ارزش سهام» رساله دوره دکترا، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده حسابداری و مدیریت.
- باغومیان، رافیک (۱۳۸۴) «نظام یکپارچه ی مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی و هزینه یابی فعالیت» مجله حسابداری، شماره ۱.
- بهرامی، علی (۱۳۷۶) «تاثیر اطلاعات صورت ارزش افزوده در تصمیم گیری استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری» پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی.

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکتهای... / ۲۷

پناهیان، حسین (۱۳۸۴) « کاربرد ارزش افزوده اقتصادی در تصمیم گیری مالی »
مجله سرمایه، شماره ۳۷.

جهانخانی، علی و اصغر، سجادی (۱۳۷۴) « کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی
در تصمیمات مالی » انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، فصلنامه علمی و
پژوهشی تحقیقاتی مالی، شماره ۵ و ۶.

جهانخانی، علی و احمد، ظریف فرد (۱۳۷۴) « آیا مدیران و سهامداران از
معیارهای مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند » انتشارات دانشکده
مدیریت دانشگاه تهران، فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، سال دوم، شماره ۷
و ۸.

جهانخانی، علی و علی، پارسائیان (۱۳۷۹) « مدیریت مالی »، انتشارات سمت، جلد
دوم، چاپ پنجم، صفحه ۳۱۷.

جهانخانی، علی و فرهاد، عبدالله زاده (۱۳۷۲) « نقدی بر چگونگی قیمت گذاری
سهام در بورس اوراق بهادار تهران » فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، شماره
۱.

جهانشاد، آزیتا (۱۳۷۹) « بررسی ضرورت تهیه ارزش افزوده توسط شرکتهای برای
تصمیم گیری استفاده کنندگان » پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد
واحد تهران مرکز، دانشکده اقتصاد و حسابداری.

خلیلی، یوسف (۱۳۸۱) « بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر
سهم در شرکت های پذیرفته شده (در صنایع غذایی) در بورس اوراق بهادار تهران »
پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.

دستگیر، محسن (۱۳۷۳) « مبانی مدیریت مالی » جلد دوم، تهران، انتشارات
نوپردازان.

- رضایی، غلامرضا (۱۳۸۰) « تاثیر وود رابطه همبستگی بین EVA و ROE در ارزیابی عملکرد شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران » پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده حسابداری و مدیریت.
- شباهنگ، رضا « مدیریت مالی » جلد دوم، انتشارات سازمان حسابرس، نشریه شماره ۱۲۰.
- شباهنگ، رضا (۱۳۷۱) « راهنمای بکارگیری اصول پذیرفته شده حسابداری » انتشارات سازمان حسابرس، نشریه شماره ۸۹.
- شهریاری، علی اکبر (۱۳۸۱) « بررسی محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده در مقایسه با سود و وجه نقد حاصل از عملیات » دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، دانشکده اقتصاد و حسابداری.
- صدیقی، روح اله (۱۳۸۳) « بررسی وجود رابط همبستگی بین EVA و EPS در ارزیابی عملکرد شرکت ها » دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، دانشکده اقتصاد و حسابداری.
- فردرستون، جی و ایکن، بریگام، ترجمه شریعت پناهی، سید مجید (۱۳۷۶) « مدیریت مالی » انتشارات جهان نو، جلد دوم، صفحه ۲۳۱ - ۲۲۸.
- فرشادفر، عزت اله (۱۳۸۰) « اصول روشهای پیشرفته آماری (تجزیه و تحلیل رگرسیون) » انتشارات طاق بستان، ص ۶۷۳.
- قربانی، سعید (۱۳۷۷) « تغییرات سود در قبال تغییرات ارزش افزوده در شرکت های تولیدی تابعه سازمان گسترش و نوسازی صنایع ایران » پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی.
- گجراتی، دامودار، ترجمه ابراشمی، حمید (۱۳۸۳) « مبانی اقتصاد سنجی » جلد اول، انتشارات دانشگاه تهران، چاپ چهارم، فصل هفتم.
- مدرس، احمد و عبدالله زاده، فرهاد (۱۳۷۸) « مدیریت مالی » جلد دوم، چاپ و نشر بازرگانی.

رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی با سود تقسیمی هر سهم و قیمت سهام در شرکت‌های... / ۲۹

نظریه، زهرا (۱۳۷۹) « ارزیابی رابطه بین سود هر سهم و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه، دانشکده حسابداری و مدیریت.

هاشمی، محمدحسین (۱۳۷۷) « بررسی ضرورت تهیه و ارائه ارزش افزوده به وسیله سیستم اطلاعاتی حسابداری در ایران » پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده علوم اداری.

Aridveas, B (۲۰۰۳) "*EVA, MVA and CEO Compensation*", American Business Review.

Bao, G, (۲۰۰۳) "*ccounting Information Relation in Time* " Journal of Financial Accounting , ۶۸ , ۱۰

Belkaoui,d, and Karpik,s.(۲۰۰۲) "Foresight Ableti Information Basic of Economic Value Added" Journal of Financial, ۸۴ , ۱۲

Bluki, G, and Pavlik, j (۲۰۰۰) " Relation between Capital Structure and Performance Managerial" Journal of Cost Management, ۵۱ , ۴

Dodd j.L, and sChen, " EVA: A New Panacea ? " B&E Review, July-Sept. ۱۹۹۶, pp. ۲۶ - ۲۸.

Melbourne T.T (۲۰۰۲) "The Search for the Best Financial Performance Measure" Financial Analysis Journal,pp ۱۱ - ۲۰.

Stewart G. Bennett (۱۹۹۹)"The Quest for Value" Harper Collins Publish, Inc.