

## رابطه شاخص‌های ارزیابی عملکرد با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی

تاریخ دریافت: ۹۰/۴/۲۰

تاریخ پذیرش: ۹۰/۷/۱

دنیا احدیان پور پروین<sup>۱</sup>

### چکیده

هدف این مقاله بررسی رابطه بین شاخص‌های مختلف ارزیابی عملکرد در رابطه با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی با توجه به اندازه شرکت‌ها در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۸ در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج آزمون فرضیات مقاله بیانگر این امر است که در شرکت‌های رشدی ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (۶۶٪) و در شرکت‌های ارزشی ارزش افزوده بازار (۳۸٪) دارای بیشترین توان توضیح دهندگی تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران می‌باشند. همچنین با بررسی معیارهای ارزیابی عملکرد در سطح اندازه شرکت‌ها می‌توان به این نتیجه رسید که در سطح شرکت‌های رشدی متوسط ارزش افزوده بازار (۱۶٪)، بزرگ ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (۶۶٪) و در سطح شرکت‌های ارزشی کوچک ارزش افزوده بازار (۲۲٪) و متوسط ارزش افزوده بازار (۳۲٪) قادر به توضیح دهندگی ارزش ایجاد شده سهامداران می‌باشند و در سطح شرکت‌های رشدی کوچک و ارزشی بزرگ هیچ یک از معیارهای مورد بررسی قادر به توضیح ارزش ایجاد شده سهامداران نمی‌باشند.

**واژه‌های کلیدی:** سهام رشدی، سهام ارزشی، معیارهای ارزیابی عملکرد، ارزش ایجاد شده سهامداران.

۱- عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه گروه حسابداری donyaahadiyan@yahoo.com

## مقدمه

تجاری می‌باشد و هدف این مقاله نیز بررسی

ارزش آفرینی اقتصادی می‌باشد. {۱۴}

جستجوهای اولیه جهت دستیابی به معیارهای ارزیابی عملکرد منجر به استفاده از اعداد و اطلاعات حسابداری از قبیل سود یا سود هر سهم شد. با گذشت زمان مدیران به منظور حفظ سطح پاداش و بهبود آن به مدیریت سود با تحریف اعداد حسابداری پرداختند.

به گفته پیترو دراکر چیزی را که معمولا سود می‌نامیم پولی است که برای کیفیت خدمات باقی می‌ماند و معمولا سود نیست و تا زمانی که یک شرکت بازدهی بیش از هزینه سرمایه ایجاد نکند زیان‌ده است. این امر باعث شد علیرغم آن که برخی از شرکت‌ها از نظر اعداد حسابداری و معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر مدل‌های حسابداری دارای وضعیت مالی مطلوبی بودند با بحران‌های مالی از جمله کمبود نقدینگی مواجه شوند. بنابراین معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر مدل‌های حسابداری و طرح‌های پاداش مبتنی بر آنها نتوانستند در جهت منافع سهامداران و سایر گروه‌های برون سازمانی حرکت کنند و موجب تعدیل تضاد منافع شوند.

با پیشرفت صنعت و به تبع آن گسترش بازارهای سرمایه، ساز و کارهای تامین مالی شرکت‌ها نیز توسعه یافت و موجب پیچیده تر شدن روابط مالی و در نتیجه دشواری تجزیه و تحلیل شرایط شرکت‌ها و بازار توسط سرمایه‌گذاران و تحلیلگران شد، بنابراین پژوهشگران حسابداری و علوم مالی از جمله توبین ۱۹۶۸، هاکس ۱۹۸۹، استیوارت ۱۹۹۱، باسیدور ۱۹۹۷، باش ۲۰۰۳ و... نیز با پیشرفت و گسترش بازار سرمایه به پژوهش‌های خود در جهت کشف روابط بین

جهانی شدن بازار سرمایه و تغییر نگرش عمومی نسبت به پس انداز و سرمایه گذاری و توسعه مؤسسات سرمایه گذاری موجب تاثیر گرفتن منافع گروه کثیری از آحاد جامعه از نتایج عملکرد شرکت‌ها شده است، از طرف دیگر با توجه به چالش‌های ناشی از مسئله نمایندگی و تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران همواره در جستجوی شاخصی به موقع و قابل اتکا برای اندازه‌گیری توانایی خلق ثروت در واحد تجاری می‌باشند.

با توجه به این امر که ثروت عبارت است از حفظ و افزایش قدرت خرید و سرمایه گذاری در بلندمدت و ارزش عبارتست از خلق ثروت و از آنجا که سهامداران آخرین ذینفعان شرکت می‌باشند و در صورت افزایش نیافتن ثروت ایشان منافع سایر ذینفعان نیز در معرض خطر قرار خواهد گرفت، بنابراین می‌توان بیان نمود که مهم‌ترین جنبه‌ای که در ارزیابی عملکرد توسط ذینفعان مورد توجه قرار می‌گیرد اینست که آیا ارزش سرمایه گذاری سهامداران در نتیجه عملکرد مدیریت افزایش پیدا کرده است یا نه؟ یا به عبارتی دیگر آیا عملکرد مدیر قادر به ایجاد ارزش برای سهامداران شده است یا نه؟ تعامل ارزش و ارزش آفرینی، هم افزایی را ایجاد می‌نماید که بر تمامی فرآیندهای ارزش و مدیریت مبتنی بر ارزش تاثیر خواهد گذاشت، ارزش‌ها می‌توانند اقتصادی و یا اجتماعی باشند. ارزش‌های اجتماعی موجب تداوم فعالیت واحد تجاری می‌شود و در ارزش آفرینی اقتصادی نیز ثروت آفرینی ایجاد می‌شود که هدف نهایی واحد

می‌رسد در مقایسه با سایر معیارها از مطلوبیت بیشتری برخوردار است و یا در بین استفاده کنندگان شناخته شده‌تر است استفاده شود بنابراین از بین شاخص‌های سنتی {۲،۱۵،۴} (EPS, EBIT, P/E) و از بین شاخص‌های مبتنی بر سود باقی مانده {۲۰،۵،۱،۲} (RI, REVAEVA) و از بین شاخص‌های مبتنی بر بازار {۶،۱۹} (q-tobin, MVA) و از بین شاخص‌های مبتنی بر نقد {۲۰،۴} (CVA) انتخاب شده است، تا در مقابل ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی با لحاظ نمودن اندازه شرکت‌ها مورد آزمون قرارگیرند به گونه‌ای که در نهایت منجر به ارائه معیار مطلوب‌تر جهت ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران شود.

#### مبانی نظری و پیشینه تحقیق

در گذشته هدف واحدهای تجاری حداکثر نمودن سود بود ولی با توجه به این امر که سود یک مفهوم کوتاه مدت می‌باشد و ارزش زمانی پول را در نظر نمی‌گیرد و از طرف دیگر ممکن است شرکت با سرمایه‌گذاری در فعالیت‌ها و طرح‌های مخاطره‌آمیز سود شرکت را افزایش دهد و چه بسا این عمل باعث از بین رفتن ارزش شود و دیگر اینکه شرکت‌ها می‌توانند از طریق افزایش سرمایه یا استقراض، اقدام به سرمایه‌گذاری‌هایی بکنند که موجب توسعه شرکت و افزایش فروش و سود آن شود ولی نرخ بازده این سرمایه‌گذاری‌ها کمتر از هزینه منابع مالی بکار رفته باشد. که در آن صورت سود

متغیرهای مختلف بازار سرمایه و همچنین متغیرهای تاثیر گذار بر آن‌ها سرعت بخشیدند تا معیارهای جدیدی از ارزیابی عملکرد ارائه کنند که نارسایی‌های معیارهای قبلی را نداشته باشد.

امروزه می‌توان با استفاده از فنون تحلیل ارزش برای سهامداران، اطلاعات و معیارهایی در اختیار ذینفعان قرار داد که بر اساس آن قادر به بررسی وضعیت جریان‌های نقدی فعلی و آتی واحد تجاری، توان درآمدزایی و بررسی عملکرد مدیران باشند.

با این حال ادبیات تجربی تاکنون مجموعه‌ای از معیارهای مختلف را مورد بررسی قرار نداده است تا مشخص نماید کدام مقیاس نسبت به سایر مقیاس‌ها قادر به تشریح قابل‌اتکاتر تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌هایی با سهام ارزشی و شرکت‌هایی با سهام رشدی می‌باشد، تا به وسیله چنین ابزاری سرمایه‌گذاران قادر به تعیین مکان و زمان افزایش یا کاهش قیمت و اعتباردهندگان قادر به تعیین درجه امنیت وامشان و مدیران قادر به نمایش سودآوری فاکتورها و رتبه بندی شرکت‌ها باشند. این تحقیق به دنبال پاسخگویی به این سوال است که آیا معیارهای ارزیابی عملکرد دارای محتوای اطلاعاتی در رابطه با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی با لحاظ نمودن سائز شرکت‌ها می‌باشند یا خیر؟

هدف مقاله فوق بررسی مقایسه‌ای میزان توانایی انواع معیارها ارزیابی عملکرد در بیان ارزش ایجاد شده سرمایه‌گذاران می‌باشد و با توجه به تنوع روش‌های پیشنهادی توسط محققان مالی در این مقاله سعی شده از معیارهای ارزیابی که با توجه به بررسی تحقیقات پیشین به نظر

هر سهم و در نتیجه ارزش شرکت کاهش پیدا خواهد کرد.

هدفی که در حال حاضر شرکت‌ها در پیش رو دارند حداکثر کردن ارزش شرکت در دراز مدت است که می‌توان این هدف را تحت عنوان حداکثر کردن ثروت و خلق ارزش بیان نمود. البته منظور از ثروت، خالص ارزش فعلی شرکت می‌باشد. در حقیقت به جای تاکید مستقیم بر سود به عنوان یک هدف تاکید بر سود حاصل از ارزش شرکت مدنظر می‌باشد؛ طبیعتاً یک ارتباط متقابل بین ارزش فعلی شرکت و ارزش آن در بلند مدت وجود دارد.

سهامداران همواره به دنبال کسب بازدهی بیشتری باشند؛ لذا به همین منظور با قبول ریسک سرمایه گذاری در سهام شرکت‌ها اقدام به سرمایه گذاری در آنها می‌کنند که طی آن جهت کسب امکان مصرف بیشتر در آینده مصرف فعلی را به تعویق می‌اندازد و چنانچه نرخ بازده یک سرمایه گذار بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد ارزش ایجاد شده وی افزایش پیدا خواهد کرد که این افزایش در ثروت را «ارزش ایجاد شده ایجاد شده برای سهامدار» می‌نامند {۱۴}

### رویکردهای ارزیابی عملکرد

ارزیابی عملکرد فرایندی است که در آن کارایی و اثر بخشی مدیر در استفاده از منابع و امکانات تعیین میگردد، به عبارت دیگر تعیین میزان استفاده بهینه مدیریت از منابع و امکانات با توجه به شاخص‌های معین را ارزیابی عملکرد می‌نامند. برای ارزیابی عملکرد و اندازه گیری

ارزش ایجاد شده سهامداران، رویکردهای مختلفی ارائه شده است که هر یک توانایی‌های و کمبودهایی دارند.

معیارهای ارزیابی عملکرد را می‌توان در چهار گروه کلی زیر دسته بندی کرد: {۳}

(۱) رویکرد حسابداری: روش‌هایی که در آنها از اطلاعات حسابداری مانند فروش، سود، سود تقسیمی، سود هر سهم جریان‌های نقدی، بازده دارایی‌های شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و... برای ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود.

(۲) رویکرد تلفیقی: روش‌هایی که ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار را برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد، مانند نسخه‌های مختلف Q توین، نسبت P/E، نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری آنها.

(۳) رویکرد مدیریت مالی: نسبت‌هایی که با استفاده از داده‌های مدیریت مالی مورد استفاده قرار می‌گیرند مانند بازدهی هر سهم و بازده اضافی هر سهم.

(۴) رویکرد اقتصادی: در این رویکرد که از مفاهیم اقتصادی استفاده می‌شود عملکرد واحد تجاری با تاکید بر قدرت سودآوری دارایی‌های شرکت و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه به کار گرفته شده است مورد ارزیابی قرار می‌گیرد مانند

EVA و REVA و MVA

### سهام رشدی و ارزشی

سهام رشدی سهامی می‌باشد که هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در آن استفاده از

سهام رشدی و ارزشی سهام‌هایی می‌باشند که از نظر تاثیر عوامل اساسی در بازار سرمایه نظیر ریسک، بازده، رونق و رکود بازار، افق زمانی، اندازه شرکت و ... تفاوت‌های بسیاری دارند و تصمیم‌گیری برای انتخاب آنها و تشکیل پرتفوی سودآور جزو دغدغه‌های همیشگی سرمایه‌گذاران می‌باشد. {۱۱}

#### پیشینه تحقیقات

##### پژوهش‌های انجام شده در خارج از ایران

وی مورا (۱۹۹۶) مطالعه‌ای در جهت تعیین ارتباط ارزش بازار شرکت و ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای حسابداری انجام دادند و به این نتیجه رسید که ارزش افزوده اقتصادی دارای بیشترین همبستگی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران است. {۱۳}

بیدل و همکاران (۱۹۹۷) محتوای اطلاعاتی EVA, RI و سود و جریان نقد عملیاتی را مورد بررسی قرار دادند و ارتباط EVA و سود حسابداری را با بازده سهام شرکت مورد مقایسه قرار دادند نتایج نشان دهنده این بود که سود حسابداری سالانه دو برابر EVA قادر به توضیح تغییرات بازده سالانه می‌باشد. همچنین در بازده زمانی ۵ ساله نیز سود حسابداری توضیحات بهتری نسبت به تغییرات بازده سهام بیان می‌نمود. {۲۵}

باسیدور و همکاران (۱۹۹۷) در تحقیقی رابطه بین EVA و REVA را با بازده غیرعادی سهام مورد بررسی قراردادند اولین سوالی که در این تحقیق به آن پرداخته شد این بود که REVA و EVA چگونه با خلق ارزش برای سهامدار

رشد آینده سودهای شرکت می‌باشد و در واقع این نوع سهام متعلق به شرکت‌هایی می‌باشد که هنوز به مرحله بلوغ نرسیده‌اند و انتظار می‌رود از برنامه‌های توسعه‌ای فراوانی در آینده برخوردار شوند و بنابراین رشد بالایی در سود و یا میزان فروش خود تجربه نمایند بنابراین انتظار از سهام رشدی این است که قیمت‌ش نسبت به جریان‌های نقدی، عایدی، سود تقسیمی و ارزش دفتری فعلی آن بالاتر از میانگین باشد. در نتیجه این واکنش بیش از حد، در بلندمدت سهامگران یعنی سهام رشدی پازدهی کمی برای سرمایه‌گذاران خواهد داشت که آنها را در قیمت‌های بالا خریداری کرده‌اند و سهام رشدی ریسکی تر می‌باشد.

در حالی که سهام ارزشی سهامی می‌باشند که در آن سرمایه‌گذاران به دنبال شرکت‌هایی می‌باشند که وضعیت مطلوبی دارند ولی بازار آنها را به طور موقت زیر قیمت ذاتی ارزش‌گذاری کرده است و بنابراین به سهام ارزان معروف می‌باشد و بازدهی بیشتری برای سرمایه‌گذارانی خواهد داشت که آنها را در قیمت‌های پایین‌تری خریداری کرده‌اند و بنابراین سرمایه‌گذاری در این سهام از حاشیه اطمینان بالاتری نسبت به سرمایه‌گذاری رشدی برخوردار است.

طبق تحقیقات صورت گرفته سهام ارزشی دارای ریسک پایین‌تری از سهام رشدی می‌باشد و بنابراین بازده بیشتری نیز از آن انتظار می‌رود در مقابل سهام ارزشی دارای بازده دوره‌ای ثابت‌تری می‌باشد، بنابراین یک سرمایه‌گذار در حالت رونق بازار با خرید سهام رشدی نسبت به خرید سهام ارزشی به صرف ریسک بالاتری دست پیدا خواهد کرد.

بیشتری نسبت به سود عملیاتی است بنابراین در نظر گرفتن هزینه تامین مالی از طریق صاحبان سهام در محاسبه سود عاملی موثر در افزایش ارزش است. محتوای فزاینده اطلاعاتی EVA بیش از سود باقی مانده و سود عملیاتی است. {۲۴}

هال و برومر (۲۰۰۱) رابطه بین MVA, REVA, EVA و ارزش افزوده اقتصادی تزیل شده و بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم و سود تقسیمی هر سهم و نسبت جاری و اهرم مالی و اهرم عملیاتی را بررسی کردند، نتیجه نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی تزیل شده دارای بالاترین همبستگی با MVA می باشد و بعد از آن EVA و بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام سود تقسیمی هر سهم به ترتیب دارای بیشترین ارتباط با MVA می باشند و ارتباط بقیه معیارهای ارزیابی عملکرد داخلی با MVA معنادار نبود همچنین نتایج پژوهش آنان ثابت کرد که MVA برابر با ارزش فعلی ارزش افزوده اقتصادی آتی است. {۲۹}

فرنادز (۲۰۰۲) تحقیقی در رابطه با ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و ثروت سهامداران انجام داد و بیان نمود که ارزش افزوده اقتصادی توان اندازه گیری ثروت سهامداران را ندارد. {۲۷}

پیکسوتو (۲۰۰۲) محتوای اطلاعاتی EVA را در توضیح تغییرات MVA را بر روی محتوای اطلاعاتی سود خالص و سود عملیاتی مقایسه کرد نتیجه نشان داد که سود خالص نسبت به بقیه متغیرها توانایی بیشتری در توضیح تغییرات

ارتباط دارد نتیجه تحقیق نشان داد که EVA, REVA هر دو دارای رابطه مثبتی با بازده غیر عادی هستند که این رابطه در سطح ۱٪ معنادار است و نتیجه کلی تحقیق این بود که REVA در زمینه توضیح تغییرات بازده غیرعادی و پیش بینی آن بهتر از EVA عمل میکند {۲۶}

هال و برومر (۱۹۹۹) در تحقیقی تحت عنوان «رابطه بین ارزش بازار شرکت و معیار های عملکردی داخلی» به این نتیجه رسیدند ضریب همبستگی ارزش افزوده اقتصادی برای داده هایی با نرخ تورم تعدیل شده در مقایسه با معیار های سنتی عملکرد (نرخ بازده دارایی ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، سود هر سهم و سود تقسیمی) بیشتر است. {۲۶}

اوبیرن (۱۹۹۹) به بررسی قدرت تبیین ارزش افزوده اقتصادی سرمایه ای، سود عملیاتی پس از کسر مالیات و جریان نقدی آزاد در رابطه با ارزش بازار تقسیم بر سرمایه به کارگرفته شده پرداخت. یافته های وی نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی تقریباً ۳۱٪ واریانس ارزش های بازار را توضیح می دهد. در حالی که ضریب تبیین سود عملیاتی پس از کسر مالیات صرفاً ۱۷٪ می باشد. {۲۸}

پیکسوتو (۱۹۹۹) بیان کرد که به ترتیب سود خالص، سود عملیاتی و EVA دارای قدرت توضیح دهندگی ارزش بازار می باشند. {۲۲}

چن و داد (۲۰۰۱) طی تحقیقی رابطه بین سود عملیاتی، سود باقیمانده و EVA با بازده سهام را بررسی کردند نتیجه تحقیق نشان داد که سود عملیاتی دارای بیشترین همبستگی با بازده سهام است، این تحقیق همچنین نشان داد که سود باقیمانده دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی

انگلیس پرداخت و در نتیجه بیان نمود که سود عملیاتی پس از کسر مالیات و سود خالص در بیان بازده سهام نسبت به ارزش افزوده اقتصادی و سود باقیمانده کارایی بهتری دارد. {۲۲}

تسوجی (۲۰۰۶) در بازار سرمایه ژاپن به بررسی رابطه ارزش افزوده اقتصادی و جریان نقدی عملیاتی و سود عملیاتی و سود خالص با ارزش بازار پرداخت و در نتیجه بیان نمود که رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و سایر سودهای تعهدی با ارزش بازار شرکت بیش از رابطه بین این فاکتور با ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. {۲۲}

ردی ایرالا (۲۰۰۷) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای حسابداری از جمله سود هر سهم و نرخ بازده سرمایه به کار گرفته شده را انجام داد و دریافت که ارزش افزوده اقتصادی نسبت به معیارهای حسابداری از همبستگی با اهمیت تری با ارزش افزوده بازار برخوردار است. {۲۶}

مادی تینوس و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی معیارهای ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار و سود هر سهم و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام در ارتباط با بازده سهام شرکت‌ها پرداختند و در نتیجه بیان نمودند که ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم قابلیت تبیین بیشتری دارند و اگر در مدل هر دو عامل وارد شود نتیجه بهتری حاصل می‌شود. {۲۲}

#### پژوهش‌های انجام شده در ایران

انواری رستمی و دیگران (۱۳۸۳) در تحقیقی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات، جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی

MVA دارد هر چند که رابطه بین EVA, MVA معنادار است. {۳۱}

وست و وریتنگتون (۲۰۰۴) محتوای اطلاعاتی EVA را با محتوای اطلاعاتی RI و جریان نقدی عملیاتی و سود قبل از اقلام غیر مترقبه مقایسه کردند. نتایج تحقیق نشان داد که در زمینه توضیح تغییرات بازده سهام، سود قبل از اقلام غیر مترقبه بهتر از سایر معیارها عمل میکند در این تحقیق سود قبل از اقلام غیر مترقبه و EVA به ترتیب دارای بیشترین و کمترین ارتباط با بازده سهام بود و همچنین EVA دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی بیشتری نسبت به سود باقیمانده و جریان نقدی عملیاتی است. {۳۱}

وت (۲۰۰۵) در تحقیقی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای سنتی (جریان نقدی عملیاتی، سود هر سهم، سود تقسیمی و...) را با ارزش افزوده بازار برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس آفریقای جنوبی بررسی نمود. نتایج این بررسی بیانگر آن است که ارزش افزوده اقتصادی معیار برتری نسبت به معیارهای سنتی عملکرد نمی‌باشد.

رامانا (۲۰۰۵) با استفاده از تحلیل رگرسیون رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را در شرکت‌های هندی آزمون کرد و با معیارهای متداول حسابداری (سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات، سود قبل از بهره و مالیات و...) مقایسه نمود. نتیجه این نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی نسبت به معیارهای متداول حسابداری برتری ندارد. {۲۲}

اسماعیل (۲۰۰۶) در بازار سرمایه انگلیس به بررسی مقایسه‌ای ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام نسبت به سود حسابداری در بازار سرمایه

در مقایسه با ارزش افزوده اقتصادی و وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی در ارتباط با ارزش بازار سهام شرکت‌ها معیار موثرتری می‌باشد. {۱۴}

کریمی (۱۳۸۵) به بررسی رابطه تغییرات ارزش افزوده بازار با ارزش افزوده اقتصادی و  $Q$  توپین در شرکت‌ها پرداخت. نتیجه تحقیقات وی بیانگر این امر بود که ارزش افزوده اقتصادی و  $Q$  توپین قادر به توضیح تغییرات بازار می‌باشند ولی تغییرات ارزش افزوده اقتصادی قابلیت توضیح دهندگی ارزش افزوده اقتصادی را دارا نیست و ارزش گذاری بازار بر روی شرکت‌ها لزوماً بیانگر و نشان دهنده عملکرد داخلی و واقعی شرکت نبوده و در مواردی بازار بورس اوراق بهادار تهران در قیمت گذاری اشتباه کرده است. {۱۸}

دلشاد (۱۳۸۸) به بررسی مقایسه‌ای معیارهای ارزیابی عملکرد نوین و سنتی در بیان عملکرد اقتصادی شرکت‌های تولیدی پرداخت متغیر نماینده عملکرد اقتصادی در پژوهش وی نرخ بازیافت جریان نقد و نرخ بازیافت جریان نقد عملیاتی و معیارهای عملکرد شامل نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده فروش، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار بوده است. نتایج تحقیق وی حاکی از وجود رابطه معنی دار بین ارزش افزوده بازار نرخ بازده دارایی‌ها نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده فروش با عملکرد و عدم وجود رابطه معنی دار ارزش افزوده اقتصادی با عملکرد می‌باشد. {۱۹}

با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این بررسی سود قبل از بهره و مالیات همبستگی بیشتری نسبت به ارزش افزوده اقتصادی با ارزش بازار سهام دارد. {۴}

نوروش، صالحی و کرمی (۱۳۸۳) به بررسی رابطه جریان‌های نقدی عملیاتی، سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران پرداختند، نتایج این بررسی بیانگر آن است که ارزش افزوده اقتصادی شاخص بهتری برای پیش بینی ثروت ایجاد شده برای سهامداران بوده و قادر است به سهامداران نشان دهد مدیریت تا چه حد در ثروت آنها دخیل بوده است. {۲۰}

نوروش و مشایخی (۱۳۸۳) به بررسی تحلیلی محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات در شرکت‌های تولیدی پرداختند. یافته‌های آنان نشان می‌دهد سود حسابداری دارای بیشترین ارتباط با بازده سهام است. ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی دارای رابطه معنادار با بازده سهام و در برخی موارد دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی هستند و وجوه نقد حاصل از عملیات نه رابطه معنادار و نه محتوای اطلاعاتی دارد. {۱۹}

سراجی (۱۳۸۴) به بررسی رابطه ارزش افزوده اقتصادی، وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی و سود قبل از بهره و مالیات با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج این پژوهش حاکی از این است که سود قبل از بهره و مالیات



### فرضیه تحقیق

پژوهش حاضر ضمن بررسی معیارهای ارزیابی عملکرد به تبیین ارتباط میان آنها می‌پردازد. با توجه به مبانی نظری بیان شده و ماهیت متغیرهای مورد مطالعه می‌توان فرضیه‌های زیر را مطرح نمود:

**فرضیه اصلی:** معیارهای ارزیابی عملکرد دارای محتوای اطلاعاتی در رابطه با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی با لحاظ نمودن سائز شرکت‌ها می‌باشند.

### فرضیه‌های فرعی:

(۱) بین تغییرات  $EVA^2$  و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران (CSV)<sup>۳</sup> در شرکت‌های رشدی و ارزشی رابطه معناداری وجود دارد.

(۲) بین تغییرات  $REVA^4$  و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی رابطه معناداری وجود دارد.

(۳) بین تغییرات  $Q^5$  تویینو تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی رابطه معناداری وجود دارد.

(۴) بین تغییرات  $P/E^6$  و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی رابطه معناداری وجود دارد.

(۵) بین تغییرات  $EPS^7$  و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های

رشدی و ارزشی رابطه معناداری وجود دارد.

(۶) بین تغییرات  $RI^8$  و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی رابطه معناداری وجود دارد.

(۷) بین تغییرات  $EBIT^9$  و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی رابطه معناداری وجود دارد.

(۸) بین تغییرات  $CVA^{10}$  و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی رابطه معناداری وجود دارد.

(۹) بین تغییرات  $MVA^{11}$  و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی رابطه معناداری وجود دارد.

لازم به ذکر است که کلیه فرضیات فرعی در سطح شرکت‌های رشدی و ارزشی و با لحاظ نمودن اندازه شرکت‌ها مورد آزمون قرار گرفته است.

### روش‌شناسی و نحوه اجرای تحقیق

قلمرو مکانی پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دلیل این امر قابلیت اتکای بیشتر اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تهیه صورت‌های مالی حسابرسی شده توسط این شرکت‌ها و امکان دسترسی به اطلاعات آنها و همچنین مستند بودن اطلاعات می‌باشد، همچنین

نسبت سود به قیمت سهام در اوراق بهادار که در دانشگاه علامه طباطبایی توسط فرمان خسروی و مجید شریعت پناهی اجرا شده است بیان شده است که نسبت B/M با بازده سهام دارای رابطه مثبت و معنی داری در سطح ۹۹٪ می باشد.

سپس آزمون فرضیات در سطح شرکت های ارزشی و رشدی به تفکیک انجام شده است و پس از آن با توجه به اینکه اندازه شرکت یکی از عوامل درونی شرکت ها می باشد که می تواند بر بازده و سودآوری آنها موثر واقع شود جهت در نظر گرفتن این معیار نیز بر روی معیارهای مختلف عملکرد، مجددا شرکت ها را بر اساس ارزش بازار آنها به سه گروه کوچک و بزرگ و متوسط مرتب نمودیم و از ترکیب این دو دسته اندازه و نوع سهام ۶ پرتفوی ایجاد شد و نهایتاً این شش پرتفوی جهت بررسی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزش ایجاد شده برای سهامداران مورد آزمون قرار گرفته است.

رشدی	ارزشی	اندازه شرکت نوع شرکت
پرتفوی ۲	پرتفوی ۱	کوچک
پرتفوی ۴	پرتفوی ۳	متوسط
پرتفوی ۶	پرتفوی ۵	بزرگ

سپس جهت آزمون فرضیات با توجه به اینکه داده ها از نوع Panel Data می باشند تحلیل داده ها با استفاده از نرم افزار E-views انجام شده است.

قلمرو زمانی پژوهش فوق بین سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ می باشد.

در انتخاب شرکت های نمونه موارد زیر مورد نظر قرار می گیرد:

- در طبقه شرکت های تولیدی باشند.
- سال مالی شرکت پایان اسفندماه هر سال باشد و اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

در نهایت با روش نمونه گیری حذف سیستماتیک نمونه مورد بررسی شامل ۶۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده و اطلاعات مالی آنها از طریق مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار و اخذ صورتهای مالی و یادداشت های همراه کسب و متغیرهای مورد نیاز بر اساس مدل های محاسباتی برای دوره زمانی شش ساله و به تفکیک ۶۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در نرم افزار Excel محاسبه شده است و سپس به دو گروه ارزشی و رشدی بر اساس نسبت P/B مرتب شده است، دلایل انتخاب نسبت P/B نیز به عنوان نسبت طبقه بندی شرکت های ارزشی و رشدی نیز به شرح زیر می باشد:

(۱) در اکثر تحقیقات خارج از ایران از این نسبت استفاده شده است و جوامع دانشگاهی این نسبت را به طور گسترده استفاده می نمایند. (از قبیل تحقیقات روزنبرگ، رید و لانستین در ۱۹۸۴ و کاپول، رولی و شارپ در سال ۱۹۹۳ و گروت و گسپر در سال ۲۰۰۲ و جانسن و ورسچور در سال ۲۰۰۴).

(۲) در مقاله ای تحت عنوان رابطه بازدهی سهام با اندازه شرکت نسبت ارزش دفتری و

## متغیرهای مورد مطالعه تحقیق

### • متغیر وابسته

متغیر وابسته ارزش ایجاد شده برای سهامداران می‌باشد، که از فرمول محاسباتی ارائه شده توسط فرناندز (۲۰۰۱) محاسبه شده است:

$$R_j = R_f + (R_m - R_f) \times \beta_j$$

ارزش ایجاد شده سهامدار = ارزش افزوده سهامدار - (ارزش بازار سرمایه در پایان سال \* بازده مورد انتظار)

Rj: نرخ بازده مورد انتظار سهامداران

Rf: نرخ بازده بدون ریسک

Rm: نرخ بازده بازار

$\beta_j$ : بتا

که در این مدل جهت محاسبه Rf از نرخ سود اوراق مشارکت مصوب بانک مرکزی به تفکیک در سال‌های مورد بررسی استفاده شده است و جهت محاسبه Rm نیز از درصد شاخص کل بازار بورس اوراق بهادار تهران به شرح زیر استفاده شده است:

$$R_m = \frac{\text{شاخص کل سال مورد بررسی} - \text{شاخص کل سال قبل}}{\text{شاخص کل سال قبل}}$$

### متغیرهای مستقل:

متغیرهای مستقل این تحقیق به چهار طبقه شاخص‌های سنتی شاخص‌های مبتنی بر سود باقیمانده و شاخص‌های مبتنی بر بازار و شاخص‌های مبتنی بر نقد قابل تقسیم می‌باشد.

### (۱) شاخص‌های سنتی:

#### • نسبت B/M

این نسبت بیانگر رابطه بین ارزش دفتری و ارزش بازار سرمایه شرکت می‌باشد که از تقسیم آخرین ارزش دفتری سرمایه به آخرین ارزش بازار سهام به دست آمده است و به عنوان

لازم به توضیح است که ارزش بازار سرمایه ارزش جاری حقوق شرکت می‌باشد که از ضرب قیمت هر سهم در پایان سال در تعداد سهام به دست می‌آید و ارزش افزوده سهامدار نیز از طریق فرمول محاسباتی زیر محاسبه شده است. ارزش افزوده سهام = افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام + سود سهام پرداخت شده در طول سال - حق تقدم افزایش سرمایه + توزیع نقدی سود به سهامداران

از طرف دیگر بازده مورد انتظار سرمایه یا هزینه سهم بازدهی است که سهامداران انتظار دستیابی به آن را برای این که احساس کنند به اندازه کافی پاداش دریافت نموده اند دارند:

بازده مورد انتظار = نرخ بازده بدون ریسک + ( $\beta$  \* صرف ریسک سهام)

و جهت محاسبه بتای شرکت نیز از روش تاریخی طبق مدل زیر استفاده شده است:

$$\beta_j = \frac{\text{cov}(R_m, R_j)}{\text{var}(R_m)}$$

با توجه به داده های در دسترس جهت محاسبه نرخ بازده مورد انتظار سهامدار در تحقیق فوق از مدل قیمت گذاری دارایی با توجه به داده

شرکت را مد نظر قرار می‌دهد، به عبارت دیگر ارزش افزوده اقتصادی مثبت نشان‌دهنده تخصیص بهینه منابع، ایجاد ارزش در شرکت و افزایش ارزش ایجاد شده سهامداران است از طرفی ارزش افزوده اقتصادی منفی بیانگر اتلاف منابع و تخصیص غیر بهینه و نا کارآمد منابع شرکت و به تبع آن کاهش ارزش ایجاد شده سهامداران می‌شود و از فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$EVA_T = NOPAT_T - WACC(CAPITAL_{T-1})$$

- سود خالص ناشی از عملیات عادی شرکت (NOPAT): عبارت است از سود خالص ناشی از عملیات عادی شرکت به علاوه معادل های سرمایه که در این تحقیق برای محاسبه آن از رویکرد عملیاتی استفاده شده است.

- سرمایه: مفهوم سرمایه در مدل های محاسباتی EVA, REVA بیشتر مفهومی اقتصادی است و با آنچه در حسابداری تحت عنوان سرمایه تعریف می‌شود، تفاوت دارد. در تعریف مدل EVA سرمایه شامل مجموعه تمام بدهی های بهره دار و حقوق صاحبان سهام (منابع سرمایه شرکت) موجود در ترازنامه ابتدای دوره به علاوه معادل های سرمایه، می‌باشد. در حالی که در REVA منظور از سرمایه ارزش بازار مجموع سهام شرکت به علاوه ارزش بازار کلیه بدهی های بهره دار شرکت میباشد که با توجه به عدم وجود بازار خرید و فروش رسمی بدهی های بهره دار در تحقیق حاضر

معیاری جهت طبقه بندی دو نوع سهام رشدی و ارزشی مورد استفاده قرار گرفته است.

#### • نسبت P/E

این نسبت بیانگر قیمت هر سهم به سود هر سهم می‌باشد که در این مقاله در پایان هر سال محاسبه شده است.

#### • سود حسابداری قبل از کسر بهره و

#### مالیات EBIT

EBIT در واقع تفاوت بین درآمد تحقق یافته و هزینه های واقع شده طی یک دوره مالی می‌باشد که بر طبق استانداردهای حسابداری محاسبه شده است و از متن صورت سود و زیان شرکتها استخراج شده است.

#### • نسبت EPS

این نسبت بیانگر سود هر سهم می‌باشد و در این تحقیق در پایان هر سال از طریق مدل محاسباتی زیر محاسبه شده است.

$$EPS = \frac{\text{سود خالص}}{\text{تعداد سهام}}$$

#### ۲) شاخص های مبتنی بر سود باقیمانده

#### • سود باقیمانده RI

سود باقیمانده در واقع سودی می‌باشد که در محاسبه آن هزینه سرمایه در نظر گرفته شده است ولی مانند ارزش افزوده اقتصادی در آن تعدیلات حسابداری صورت نگرفته است و از طریق فرمول محاسباتی زیر محاسبه شده است:

$$RI = WACC * \text{ارزش دفتری سرمایه} - \text{سود پس از کسر مالیات}$$

#### • ارزش افزوده اقتصادی

ارزش افزوده اقتصادی معیاری است که هزینه فرصت همه منابع به کار گرفته شده در

مشکوک الوصول / ذخیره کاهش ارزش موجودی کالا / هزینه تبلیغات و بازاریابی / هزینه تحقیق و توسعه / هزینه آموزش نیروی انسانی / هزینه مالی / بدهی بلندمدت / تسهیلات مالی می‌باشد. {۵}

#### • ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده

محاسبه متغیر فوق نیز مانند ارزش افزوده اقتصادی صورت پذیرفته است با این تفاوت که در ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده به جای استفاده از ارزش دفتری سرمایه از ارزش بازار آن استفاده شده است و بنابراین نیازی به تعدیل سرمایه وجود ندارد.

ارزش بازار یک شرکت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی، بدهی‌ها و سهام ممتاز می‌باشد. با توجه به اینکه قیمت سهام به آسانی در دسترس است، محاسبه ارزش بازار سهام شرکت آسان می‌باشد، اما با توجه به عدم وجود بازار خرید و فروش بدهی در تحقیق فوق از ارزش دفتری آن به عنوان برآورد ارزش بازار آن استفاده شده است. {۱۶}

ارزش بازار = بدهی‌های بلندمدت + تسهیلات مالی

دریافتی + ارزش بازار سهام شرکت

#### ۳) شاخص‌های مبتنی بر بازار

##### • Q توبین

برای محاسبه نسبت Q روش‌ها و نسخه‌های مختلفی وجود دارد که در این تحقیق به دلایل زیر از نسخه ساده آن استفاده شده است:

۱- محاسبه سایر نسخه‌ها مستلزم محاسبه ارزش بازار بدهی‌ها و ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت می‌باشد که با توجه به اطلاعات

به جای استفاده از ارزش روز بدهی‌ها از ارزش دفتری آن استفاده شده است.

- هزینه سرمایه: هزینه سرمایه یک شرکت، عبارت است از هزینه فرصت سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری در آن شرکت. تخمین میانگین موزون هزینه سرمایه در شرکت، تلاشی در جهت کمی کردن بازده متوسط مورد انتظار کلیه سرمایه‌گذاران در شرکت (شامل: بدهی‌ها، سهامداران ممتاز، و سهامداران عادی) با توجه به ریسک می‌باشد. هزینه سرمایه شرکت به صورت میانگین موزون محاسبه می‌شود که وزن‌های آن برحسب ارزش‌های منابع مختلف سرمایه تعیین می‌شوند.

که در این تحقیق جهت محاسبه NOPAT (سود پس از کسر مالیات) از رویکرد عملیاتی و جهت محاسبه CAPITAL (سرمایه) از رویکرد مالی استفاده شده است و WACC (هزینه سرمایه) بر اساس وزن‌هایی بر مبنای ارزش بازار محاسبه گردیده است و با توجه به اینکه بدهی‌ها دارای بازار خرید و فروش نمی‌باشند از ارزش دفتری آنها به عنوان ارزش بازار استفاده گردیده است و همچنین نرخ بازده مورد انتظار سهامدار نیز با استفاده از روش CAPM و بتای مورد استفاده در آن نیز بتای تاریخی است که براساس مطالعات نرخ بازده سهام و بازده بازار سهام از سال ۷۷-۸۶ محاسبه گردیده است. همچنین متغیرهای به کار رفته در مدل‌ها به عنوان معادل‌های حقوق صاحبان سهام با توجه به صورت‌های مالی شرکت‌های مورد مطالعه شامل ذخیره بازخرید خدمت کارکنان / ذخیره مطالبات

حقوق صاحبان سهام) می‌باشد و جهت محاسبه سرمایه تعدیل شده از رویکرد مالی استفاده شده است.

#### ۴) شاخص‌های مبتنی بر نقد

##### • وجوه نقد عملیاتی

شامل جریان‌های نقدی ورودی و خروجی ناشی از فعالیت‌های اصلی و مستمر مولد درآمد عملیاتی واحد تجاری است و مبلغ آن از متن صورت جریان وجوه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است.

##### نتایج آزمون فرضیات تحقیق

**فرض صفر:** بین تغییرات معیارهای ارزیابی عملکرد و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران شرکت‌های رشدی و ارزشی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود ندارد.

**فرض یک:** بین تغییرات معیارهای ارزیابی عملکرد و تغییرات ارزش ایجاد شده سهامداران شرکت‌های رشدی و ارزشی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

ابتدا جهت بررسی فرضیه فوق باید مدل مورد استفاده را با استفاده از آزمون‌های چاو و هاسمن تعیین نماییم:

فرضیه فوق جهت بررسی به ۹ فرضیه فرعی در قالب دو طبقه شرکت‌های رشدی و ارزشی تقسیم شده است که در دو جداول زیر نتایج هر طبقه خلاصه شده است.

موجود در صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با توجه به موانع و محدودیت‌های موجود خصوصاً در ارتباط با دسترسی به اطلاعات مورد نیاز محاسبه ارزش بازا بدهی‌ها و ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت‌های بورس تهران مشکل و در اغلب موارد غیر ممکن است.

۲- در تحقیقی که توسط لیندنبرگ و راس ۱۹۸۱ و استیون و کنیث ۱۹۹۴ و همچنین صالحی بر روی نسخه‌های مختلف توین در ارزیابی عملکرد شرکت‌های بورس تهران به این نتیجه رسید که با احتمال ۹۹ درصد بین نسخه ساده و نسخه لیندنبرگ و راس که پیچیده‌ترین نسخه می‌باشد همبستگی معنی داری وجود دارد.

{۱۹و۱۸و۱۲}

بنابراین شاخص Q با استفاده از رابطه زیر محاسبه شده است:

$$Q = \frac{\text{ارزش دفتری پایان سال بدهی‌ها} + \text{ارزش بازار پایان سال سهام عادی}}{\text{ارزش دفتری پایان سال کل دارایی‌های شرکت}}$$

##### • ارزش افزوده بازار MVA

ثروت سهامداران از طریق حد اکثر نمودن تفاوت بین ارزش بازار سهام شرکت و مقدار سرمایه تامین شده توسط سهامداران به حد اکثر می‌رسد. این تفاوت، ارزش افزوده بازار (MVA) می‌باشد که از مدل محاسباتی زیر استخراج شده است.

$$\text{ارزش افزوده بازار} = \text{بدهی‌های بلندمدت} + \text{تسهیلات مالی دریافتی} + \text{ارزش بازار سهام شرکت} - \text{سرمایه تعدیل شده}$$

لازم به ذکر است که در تحقیق فوق منظور از سرمایه کلیه منابع مالی واحد اقتصادی (بدهی و

### تعیین نوع مدل

شرح	آزمون چاو	آزمون هاسمن	نوع مدل
EVA,CSV	۰.۰۰	۰.۶۹	اثرات تصادفی
REVA,CSV	0.00	0.09	اثرات تصادفی
Q,CSV	۰.۰۰	0.21	اثرات تصادفی
P/E,CSV	0.00	0.94	اثرات تصادفی
EPS,CSV	0.00	0.01	اثرات ثابت
RI,CSV	0,00	0.01	اثرات ثابت
EBIT,CSV	0,00	0/35	اثرات تصادفی
CVA,CSV	0,00	0/88	اثرات تصادفی
MVA,CSV	0.00	0.12	اثرات تصادفی

### آزمون در سطح شرکت‌های رشدی

شرح	وجود مدل معنی دار	ضریب تعیین	آماره دوربین واتسون	مدل
EVA,CSV	عدم	٪۰.۵-	۱.۶۵	----
REVA,CSV	وجود	٪۶۶	۲.۲۱۷	$Y=46194.4+2.33REVA$
Q,CSV	عدم	٪۱	۱.۵۸۲	----
P/E,CSV	عدم	٪۷-	۱.۸۷۲	----
EPS,CSV	عدم	٪۱.۵	۱.۶۲	----
RI,CSV	وجود	٪۲.۸	۱.۶	$Y=-04395+0.913CVA$
EBIT,CSV	وجود	٪۳.۷	۱.۷۳۷	$Y=-42410-0.429EBIT$
CVA,CSV	عدم	٪۰.۴	۱.۶۹	----
MVA,CSV	وجود	٪۲۲	۲.۱۷	$Y=-193976.4-0.31MVA$

### آزمون در سطح شرکت‌های ارزشی

شرح	سطح معنی داری	وجود مدل معنی دار	ضریب تعیین	آماره دوربین واتسون	مدل
EVA,CSV	۰/۱۲	وجود	٪۲۱	۲.۰۳۳	$Y=-49228-.205EVA$
REVA,CSV	۰.۰۰	عدم	٪۴	۱.۷۱۳	----
Q,CSV	0/1	وجود	٪۴.۷	۱.۸۱۴	$Y=-00942+16031.4Q$
P/E,CSV	0/87	عدم	٪۰.۱	۱.۷۸۶	----
EPS,CSV	۰/۷	وجود	٪۳.۸	۱.۹۱	$Y=-46675-39125EPS$
RI,CSV	0/4	عدم	٪۰.۳-	۱.۷۹۶	----
EBIT,CSV	۰.۰۰	وجود	٪۲۰	۲	$Y=-4899-.943EBIT$
CVA,CSV	0.00	وجود	٪۱۶.۷	۱.۹۴	$Y=-34562.9-.709CVA$
MVA,CSV	۰.۰۰	وجود	٪۳۷	۱.۹۶۴	$Y=-40089-.108MVA$

تحلیل رگرسیونی به تفکیک رشدی یا ارزشی بودن و اندازه شرکت

عرض از مبدا		شیب		دوربین واتسون	ضریب تعیین	اندازه	رشدی یا ارزشی بودن	متغیرها
سطح معناداری t	مقادیر برآورد	سطح معناداری t	مقادیر برآورد					
0/44	-6428	0/47	0/75	2/04	0/03	S	رشدی	EVA
0/01	-58817	0/52	0/28	1/84	0/01	M		
0/05	-528229	0/58	0/41	1/75	0/01	L		
0/00	-13242	0/62	0/10	1/90	0/00	S		
0/00	-67637	0/03	0/55	2/27	0/08	M		
0/06	-370511	0/71	0/06	2/15	0/03	L	ارزشی	EVA
0/98	-222	0/84	-0/05	2/11	0/00	S		
0/97	-805	0/00	-0/21	1/93	0/16	M		
0/00	757476	0/00	-0/51	2/36	0/33	L		
0/00	-10388	0/00	-0/32	1/65	0/22	S		
0/00	-46923	0/00	-0/40	1/69	0/32	M	رشدی	MVA
0/16	-295994	0/90	-0/01	1/81	0/00	L		
0/56	-2961	0/32	1/03	2/22	0/06	S		
0/03	-36597	0/01	0/87	1/90	0/15	M		
0/31	120450	0/00	2/39	2/23	0/66	L		
0/00	-12049	0/18	0/25	1/85	0/03	S	ارزشی	REVA
0/00	-54020	0/00	0/95	2/07	0/27	M		
0/00	-343770	0/28	0/11	1/93	0/23	L		
0/40	-8127	0/44	847/58	1/87	0/04	S		
0/13	-45149	0/82	-735/07	1/90	0/00	M		
0/04	-864335	0/22	47676/42	1/53	0/02	L	رشدی	P/E
0/00	-13227	0/69	-154/31	1/91	0/00	S		
0/00	-60726	0/36	-1721/07	2/34	0/01	M		
0/02	-469471	0/25	32453/08	1/60	0/25	L		
0/79	3277	0/66	-0/52	2/12	0/01	S		
0/44	-24975	0/35	-0/53	1/97	0/02	M	رشدی	EBIT
0/56	-179375	0/34	-0/70	1/77	0/01	L		
0/00	-12057	0/02	-0/41	2/03	0/08	S		
0/00	-83166	0/23	0/35	2/28	0/02	M		
0/05	-296215	0/80	-0/06	1/90	0/01	L		
0/86	1979	0/72	-4479/58	2/08	0/01	S	رشدی	EPS
0/07	-59588	0/74	7326/15	1/88	0/00	M		
0/00	-900457	0/04	248141/74	1/79	0/07	L		
0/00	-13063	0/20	-6192/33	1/91	0/03	S		
0/00	-84952	0/20	35025/11	2/25	0/03	M		
0/26	-239287	0/67	-81856/80	1/67	0/04	L	ارزشی	EPS



متغیرها	رشدی یا ارزشی بودن	اندازه	ضریب تعیین	دوربین واتسون	شیب		عرض از مبدا	
					مقادیر برآورد	سطح معناداری t	مقادیر برآورد	سطح معناداری t
Q-TOBIN	رشدی	S	0/18	2/44	-58144/75	0/07	66017	0/08
		M	0/04	1/94	144099/65	0/18	-231486	0/09
		L	0/04	1/58	-2376688/29	0/15	2279195	0/22
	ارزشی	S	0/03	1/93	2046/62	0/21	-20904	0/00
		M	0/00	2/38	7415/57	0/68	-87918	0/03
		L	0/05	1/77	61270/43	0/62	-436681	0/12
CVA	رشدی	S	0/08	2/50	-0/43	0/25	4430	0/54
		M	0/10	1/98	-0/60	0/02	-24840	0/21
		L	0/00	1/74	-0/06	0/92	-398880	0/12
	ارزشی	S	0/06	2/14	-0/21	0/05	-10026	0/00
		M	0/02	2/37	-0/23	0/27	-63449	0/00
		L	0/16	1/49	-0/45	0/37	-265138	0/03
RI	رشدی	S	0/03	2/11	0/83	0/49	-4891	0/47
		M	0/00	1/90	-0/11	0/83	-48792	0/01
		L	0/08	1/74	1/48	0/02	-669099	0/00
	ارزشی	S	0/01	1/89	-0/10	0/56	-15207	0/00
		M	0/07	2/25	0/61	0/04	-52700	0/00
		L	0/22	1/69	-0/09	0/29	-349376	0/00

#### ارتباط متغیرها با ارزش افزوده ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی

شرح	EVA	MVA	REVA	P/E	EBIT	EPS	Q-TOBIN	CVA	RI
رشدی	----	با ارتباط	با ارتباط	----	با ارتباط	----	----	----	با ارتباط
ارزشی	با ارتباط	با ارتباط	----	----	با ارتباط	با ارتباط	با ارتباط	با ارتباط	----

#### شدت ارتباط متغیرها با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی

شرح	EVA	MVA	REVA	P/E	EBIT	EPS	Q-TOBIN	CVA	RI
رشدی	---	%۲۳	%۶۶	----	%۳٫۷	----	---	----	%۲٫۸
ارزشی	%۲۱٫۵	%۳۸	----	----	%۲۰	%۳٫۸	%۴٫۷	%۱۶٫۷	----

#### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پالایش شده و در سطح شرکت‌های ارزشی ارزش افزوده بازار دارای بیشترین توان توضیح دهندگی ارزش ایجاد شده سهامداران می‌باشند. که این امر می‌تواند موکد این باشد که، سرمایه‌گذارانی که در سهام رشدی سرمایه‌گذاری می‌نمایند، خلق ارزش را در رشد سودهای آتی شرکت می‌یابند و بنابراین شرکتی

هدف مقاله فوق بررسی قدرت توضیح دهندگی معیارهای ارزیابی عملکرد در ارتباط با ارزش ایجاد شده سهامداران در دو طبقه شرکت‌های ارزشی و رشدی می‌باشد که همان گونه که در جداول مشاهده می‌شود در سطح شرکت‌های رشدی ارزش افزوده اقتصادی

می‌شود می‌توان به این نتیجه رسید که در سطح شرکت‌های رشدی متوسط ارزش افزوده بازار (۱۶٪)، بزرگ ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (۶۶٪) و در سطح شرکت‌های ارزشی کوچک ارزش افزوده بازار (۲۲٪) و متوسط ارزش افزوده بازار (۳۲٪) قادر به توضیح دهندگی ارزش ایجاد شده سهامداران می‌باشند و در سطح شرکت‌های رشدی کوچک و ارزشی بزرگ هیچ یک از معیارهای مورد بررسی قادر به توضیح ارزش ایجاد شده سهامداران نمی‌باشند، بنابراین می‌توان بیان نمود که معیارهای ارزیابی عملکرد با توجه به اندازه شرکت می‌تواند متفاوت باشد.

را مناسب می‌دانند که قادر به کسب عوایدی بیش از هزینه سرمایه ناشی از سرمایه گذاری باشد (REVA) در واقع این نوع سهام متعلق به شرکت‌هایی می‌باشد که هنوز به مرحله بلوغ نرسیده‌اند و انتظار می‌رود از برنامه‌های توسعه‌ای فراوانی در آینده برخوردار شوند.

در حالی که سهام ارزشی سهامی می‌باشد که در آن سرمایه‌گذاران، خلق ارزش را در حداکثر نمودن تفاوت بین ارزش بازار سهام شرکت و مقدار سرمایه تامین شده می‌یابند (MVA)، بنابراین می‌توان بیان نمود که معیارهای ارزیابی عملکرد با توجه به نوع شرکت (ارزشی یا رشدی بودن) می‌تواند متفاوت باشد.

همچنین با دخیل نمودن اندازه شرکتها در آزمون فرضیات همانگونه که در جداول مشاهده

ارتباط متغیرها با ارزش افزوده ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی با دخیل نمودن اندازه

RI	CVA	Q-TOBIN	EPS	EBIT	P/E	REVA	MVA	EVA	اندازه	نوع شرکت
----	----	----	----	----	----	----	----	----	کوچک	رشدی
----	با ارتباط	----	----	----	----	با ارتباط	با ارتباط	----	متوسط	
----	----	----	با ارتباط	----	----	با ارتباط	با ارتباط	----	بزرگ	
----	----	----	----	با ارتباط	----	----	با ارتباط	----	کوچک	ارزشی
----	----	----	----	----	----	با ارتباط	با ارتباط	با ارتباط	متوسط	
----	----	----	----	----	----	----	----	----	بزرگ	

شدت ارتباط متغیرها با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی با دخیل نمودن اندازه

RI	CVA	Q-TOBIN	EPS	EBIT	P/E	REVA	MVA	EVA	اندازه	نوع شرکت
----	----	----	----	----	----	----	----	----	کوچک	رشدی
----	۱۰٪	----	----	----	----	۱۵٪	۱۶٪	----	متوسط	
۸٪	----	----	۷٪	----	----	۶۶٪	۳۳٪	----	بزرگ	
----	۶٪	----	----	۸٪	----	----	۲۲٪	----	کوچک	ارزشی
----	----	----	----	----	----	۲۷٪	۳۲٪	۸٪	متوسط	
----	----	----	----	----	----	----	----	----	بزرگ	

8. Remiend Income
9. Earning Before Intrest and Tax
10. Cash....
11. Market Value Added

### فهرست منابع

- (۱) آزاد، محمد، (۱۳۸۶)، «سود باقیمانده و روش های ارزشیابی سهام، مجله دانش و پژوهش حسابداری»، سال سوم شماره ۹
- (۲) احمدپور، احمد، ملکیان، اسفندیار، ظهیری، محمد، (۱۳۸۶)، «بررسی ارتباط بین EVA, EPS, MV»، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه مازندران.
- (۳) انصاری، عبدالمهدی، کریمی، محسن، (۱۳۸۷)، «بررسی معیارهای مالی ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران با تاکید بر معیارهای اقتصادی»، مجله حسابداری، سال بیست و سوم شماره ۲۰۰
- (۴) انواری رستمی، علی اصغر، سراجی، حسن، (۱۳۸۳)، «بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و سود عملیاتی و جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی با ارزش بازار سهام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی های حسابداری و حسابرسی سال یازدهم، شماره ۳۷
- (۵) ایزدی نیا، ناصر، (۱۳۸۱)، «نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و پیشنهاد معیارهای ارزش افزوده اقتصادی و جریان های آزاد نقدی برای گزارشگری ارزش‌های واحد تجاری»، مجله دانشکده

با توجه به تایید شدن سودمندی استفاده از REVA و MVA در ارزیابی ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی و مزایای به کارگیری آن پیشنهاد می‌شود که در بورس تهران و سایر شهرهای ایران از این مدل برای ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شود و نتایج آن در هر دو طبقه شرکت‌های رشدی و ارزشی با توجه به اندازه شرکت‌ها به اطلاع استفاده کنندگان صورت‌های مالی برسد.

از طرف دیگر با توجه به اینکه معیارهای ارزش ایجاد شده سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده و ارزش افزوده بازار و انواع شرکت‌ها (رشدی و ارزشی) هنوز به درستی برای سهامداران شناخته شده نیست پیشنهاد می‌شود تا در سمینارهای آموزشی آنها را معرفی و نحوه استفاده از آن برای سرمایه‌گذاران بیان شود.

با توجه به اینکه نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه با اهمیتی میان ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده و ارزش افزوده بازار یک شرکت به عنوان یک معیار داخلی ارزیابی عملکرد با ارزش ایجاد شده سهامدارانمی باشد انتظار می‌رود که بتوان از این معیار به عنوان ابزاری جهت ارزیابی ارزش آفرینی مدیریت برای سهامداران و در نهایت پاداش مدیریت استفاده نمود.

### یادداشت‌ها

1. CREATED SHAREHOLDER VALUE
2. Economic Value Added
3. Created Shareholder Value
4. Refiend Economic Value Added
5. Q-Tobin
6. Price/earning per share
7. Earning Per Share



- ۱۴) رهنمای رودپشتی، فریدون، «مدیریت مالی راهبردی»، انتشارات بنیاد صنعت و توسعه ایرانیان.
- ۱۵) سراجی، حسن، (۱۳۸۴)، «رابطه بین EVA و وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی و EBIT با ارزش بازار سهام»، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تربیت مدرس
- ۱۶) شریعت پناهی، سیدمجید، بادآورنده‌ی، یوسف، (۱۳۸۴)، «ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده و بازده سهام تعدیل شده بر اساس ریسک»، فصلنامه مطالعات حسابداری شماره ۷
- ۱۷) فتح الهی، افشین، (۱۳۸۳)، «بررسی رابطه بین EVA و بازده واقعی سهام در شرکت‌های گروه وسایط نقلیه»، پایان نامه دانشگاه تهران
- ۱۸) کاشانی پور، محمد، رسائیان، امیر، (۱۳۸۸)، «رابطه بین Q توبین و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها در ایران»، فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره ۳
- ۱۹) نمازی، محمد، زراعت گری، رامین، (۱۳۸۸)، «بررسی کاربرد نسبت Q توبین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز، شماره اول
- ۲۰) نوروش، ایرج، مشایخی، بیتا، (۱۳۸۳)، «محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری و وجوه نقد حاصل از عملیات»، تحقیقات مالی، شماره ۱۷
- علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال هفدهم
- ۶) برزیده، (۱۳۸۲)، «رابطه بین رویکردهای مالی مختلف در اندازه گیری عملکرد مالی شرکت‌ها در شرکت‌های صنعت وسایل نقلیه»، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه علامه طباطبائی
- ۷) جلیلی، محمد، (۱۳۸۱)، «کاربرد اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی در ارزیابی عملکرد مالی شرکتها»، پایان نامه دانشگاه امام صادق
- ۸) جهانخانی، سجادی، (۱۳۷۴)، «کاربرد مفهوم EVA در تصمیمات مالی»، مجله تحقیقات مالی ش ۶۵
- ۹) حسن زاده، عابدین زاده، بابایی، «ارزش افزوده اقتصادی نگرشی نوین در ارزیابی عملکرد»، <http://audit.blogfa.com/>
- ۱۰) حجازی، رضوان، حسینی، عارفه، (۱۳۸۵)، «مقایسه رابطه ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی»، پژوهشنامه اقتصادی ۲۴۷
- ۱۱) حجازی، رضوان، فاطمی، محبوبه، (۱۳۸۷)، «سهام رشدی و ارزشی»، مجله حسابرس، شماره ۵۴
- ۱۲) حیدر پور، فرزانه، مستوفی، حمید، (۱۳۸۸)، «بررسی رابطه بین نسبت Q توبین و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره ۱
- ۱۳) حنیفه، مسعود، (۱۳۷۶)، «بررسی نقش EVA بر قیمت بازار آنها»، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران مرکز

- 31) Karam .pal.Jasvir.Sura.(2007),”Economic value added and traditional performance measures :A review of academic and empirical literature”.journal business strategy .A journal of Amity Business School.vol.1(2).pp110-120
- 32) Locanandha Reddy Irala.Performance Evaluation,(2006),”Economic Value and Managerial Behaviour”.PES Business Review.vol01no1.
- 33) Problo.Fernandez.(2001),”EVA and Cash value do not measure shareholder value creation”.ssrn.com.
- 34) Prof Santanuray.(2003),”In Search of Measuring Corporate Success:EVA as an choice not an panacea”.ssrn.com.
- 35) Stewart G.Bennrtt.Stewart Stern,(2004).”Closing the GAP :fix accounting by reporting economic profit”
- 36) Vymura,D.G.Kantor,C.C..M.Pettit”E VA for Banks:Value Creation,Risk Management,Profitability Measurement “Journal of Applied Corporate Finance,vol9,No2,pp94-111
- ۲۱) نورو، ایرج، صالحی، فایق، کرمی، غلامرضا، (۱۳۸۳)، «بررسی رابطه جریانهای نقد عملیاتی و سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۷
- ۲۲) معین‌الدین، محمود، نایب‌زاده، شهناز، منصور، ابراهیم، (۱۳۸۹)، «مقایسه توان تبیین معیارهای سنتی و نوین در ارزیابی عملکرد»، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۶
- ۲۳) یعقوب‌نژاد، احمد، عکاف، علیرضا، (۱۳۸۶)، «رابطه بین شاخص‌های سنجش عملکرد و ارزش افزوده بازار در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، مجله اقتصاد و مدیریت، شماره ۷۵
- 24) Benton E Gup,( Octobr 2004),”Residual Income and Stock Valueation Techniques”.University of Alabama.
- 25) Biddle,G.C.R.Bowen and J.S.Wallace ,(1997).”Does EVA beat Earning ?Evidenceon Associations with stock Return and Firm value”.journal of Accounting and Economics.vol 24.no
- 26) Fernandez,Pablo&Reinoso.(2002),”Shareholder value creators an shareholder value Destroyers in USA”.ssrn.com.
- 27) Franandez ,Pablo(2001).”A Defination of shareholder value creation”.ssrn.com.
- 28) Hall J.H& Brummer L.M .”The relationship Between the market value of company and performance measurements”. At www.ssrn.com
- 29) John D Martin.(2003),”An analysis of EVA and other measures of Firm Performance Based on Residual Income”.ssrn.com.
- 30) Johnston.J.and J.Dinardo.(1997),”Economic Methods”,New York.McGraw Hill.