

## ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار

مینا یزدان جو<sup>1</sup> - دکتر مهناز ربیعی<sup>2</sup>

1- دانشجوی کارشناسی ارشد رشته حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب

2- عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب

Email: minayazdanjoo@gmail.com

## چکیده:

با توجه به متون علمی به نظر می رسد که داده ها و اطلاعات تاریخی توانایی تعیین ارزش یک دارایی را نداشته باشند. اما شواهد نشان میدهد که در بازار، سرمایه گذاران بر اساس گزارش های مالی و اطلاعات مندرج در آن، تصمیمات سرمایه گذاری خود را شکل می دهند. سرمایه گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در به کار گیری از سرمایه ی آنها آگاهی یابند. ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت از مهمترین اهداف شرکت ها محسوب می شود و سیستم های ارزیابی عملکرد ابزارهایی مفید برای ارزیابی عملکرد مدیران به شمار می رود.

سنجش عملکرد در فرآیند تصمیم گیری با توجه به توسعه و اهمیت نقش بازار سرمایه از مهمترین موضوعات حوزه مالی و اقتصادی است، ارزش افزوده اقتصادی بازار از معیار های سنجش عملکرد مدیریت است، بنابراین آزمون کارکرد معیار های مالی جهت ارزیابی عملکرد بنگاه نظیر  $ROI^1$ ،  $RI^2$ ،  $ROS^3$ ،  $EVA^4$ ،  $MVA^5$  یک ضرورت به شمار می آید. در همین حال استوارت<sup>6</sup> ادعا می کند که مدل ارزش افزوده اقتصادی که بر مبنای داده های تاریخی محاسبه می شود ممکن است به درستی ارزش خلق شده در بازار را شناسایی کند، در این صورت باید سایر معیار ها مانند سود حسابداری را رها کرد. یکی از جدید ترین معیار های ارزیابی عملکرد شرکت ها معیار ارزش افزوده اقتصادی است. بر اساس این معیار، ارزش یک شرکت به دو عامل بستگی دارد: 1- بازده سرمایه به کار گرفته شده شرکت و 2- هزینه سرمایه به کار گرفته شده شرکت. بنابر این تفاوت بین ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیار های ارزیابی عملکرد در این است که تلاش می شود تا هزینه کلیه منابع تامین مالی در نظر گرفته می شود.

امروزه از ارزش افزوده اقتصادی به عنوان برترین شاخص ارزیابی عملکرد داخلی- که شاخصی از افزایش ارزش سهامدار است- یاد میکنند. این شاخص رابطه نزدیکی با شاخص ارزش افزوده بازار دارد؛ تحقیقات متعددی در سطح بین المللی انجام شده که با این نظر که ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با سایر معیار های ارزیابی عملکرد و سنتی بیشترین همبستگی را با ارزش های بازار دارد، موافق می باشند. مهمترین هدف مطالعه حاضر، ضمن تبیین تئوریک شاخص های سنجش، عملکرد آزمون این شاخص ها و ارائه شواهد لازم به منظور کمک به فعالان بازار سرمایه و ارزیابی منطقی عملکرد بنگاه ها برای اتخاذ تصمیم است. نتایج مطالعه نشان می دهد که بین ارزش افزوده اقتصادی با متغیر های مالی مورد مطالعه  $EPS^7$ ،  $P^8$  و  $ROI$  رابطه وجود دارد. همچنین وجود رابطه  $MVA$  با  $ROI$ ،  $ROS$  و  $RI$  نیز تایید گردیده است و نتایج نظیر

مطالعه نشان می دهد که میزان رابطه  $EVA$  با متغیر ها در مقایسه با  $MVA$  با متغیر ها بیشتر است. بنابراین پیشنهاد میشود از معیار ارزش افزوده اقتصادی به عنوان شاخص ارزیابی داخلی و خارجی به علت رابطه قوی آن با ارزش افزود بازار استفاده شود.

کلمات کلیدی: ارزش افزوده اقتصادی ( $EVA$ )، ارزش افزوده بازار ( $MVA$ )، ارزیابی عملکرد، سود حسابداری، روش های سنجش عملکرد.

## 1- مقدمه :

در بازار رقابتی امروز ایجاد ارزش و خلق ثروت یکی از اهداف اصلی هر فرد و بنگاه سرمایه گذار یا سرمایه پذیر است. آنها به دنبال این موضوع هستند که بدانند کدام یک از فرصت های سرمایه گذاری، بیشتر از سایر موارد برای آنها ایجاد ارزش می کند و ثروت آنها را افزایش می دهد. آنان برای نیل به این مقصد نیاز به ابزارها و معیارهایی برای شناسایی و اندازه گیری ارزش بالقوه موجود در هر یک از فرصت های سرمایه گذاری دارند. این معیارها باید به اندازه ی کافی قابل اتکا باشند تا سرمایه گذاران بتوانند بر اساس آنها تصمیم گیری کرده و سرمایه ی خود را در فعالیت های تجاری استفاده کنند. در اینجاست که دانش مدیریت مالی و حسابداری به کمک سرمایه گذاران می آید تا آنها را در تصمیماتشان یاری کند. کارشناسان و متخصصین مالی و حسابداری تا کنون بررسی های فراوانی را در این زمینه به انجام رسانده و معیارهای مختلفی را ارائه کرده اند. البته، این معیارها، آینده را به طور قطع پیش بینی نمیکنند بلکه صرفا اطلاعات و توصیه هایی را در اختیار سرمایه گذاران قرار می دهند تا آنها را در تصمیم گیری های اقتصادی شان یاری کنند. به همین خاطر هنوز مطالعات و بررسی های بیشتری در خصوص معیارهای مناسب ارزشیابی و توان هر یک برای دست یابی به معیارهای بهتر مورد نیاز است. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای اندازه گیری عملکرد و ارزش سهام یک شرکت سبب می شود که ارزش شرکت به سمت ارزش واقعی سوق پیدا نکند و در نتیجه موجب ضرر و زیان یک گروه از خریداران سهام و سود سرشار گروه دیگر می شود (حسین پناهیان).

میتوان مهمترین رویکرد های مختلف ارائه شده برای ارزیابی عملکرد بنگاه ها و اندازه گیری ثروت سهامداران گروه کلی زیر دسته بندی کرد:

- 1- رویکرد حسابداری: در این رویکرد از ارقام مندرج در صورت های مالی مانند بازده فروش (ROS)، باقی مانده سود (RI)، بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و... استفاده می شود.
  - 2- رویکرد مدیری مالی: در این رویکرد از مدل های مطرح در مدیریت مالی مانند مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و مدل آربیتراژ استفاده می شود.
  - 3- رویکرد تلفیقی: در این رویکرد سعی می شود تا با تلفیق ارقام صورت های مالی و ارزش های بازار دارایی ها به ارزش دفتری آنها و... برای تجزیه و تحلیل استفاده شود.
  - 4- رویکرد اقتصادی: در این رویکرد از مفاهیم اقتصادی استفاده می شود، عملکرد واحد تجاری با تاکید بر قدرت سود آوری دارایی های شرکت و با توجه به نرخ بازده سرمایه گذاری (ROI) و هزینه سرمایه به کار گرفته شده شرکت مورد ارزیابی قرار می گیرد. از مهمترین معیارهای این رویکرد میتوان به ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده اشاره کرد.
- چنانکه «بریگام و کپیگی»<sup>9</sup> چنین اظهار میدارند که منطق زیر ساخت ارزش افزوده اقتصادی و مفهوم مشابه آن، یعنی ارزش افزوده بازار سالهاست که وجود داشته و در سنجش عملکرد اقتصادی نیز کارکرد بالایی دارد و آنگونه که امروز از این شاخص استفاده می شود، به وسیله ژوئل استرن استوارت و شرکت مشاوره ای آنها توسعه یافته و متداول شده است. استوارت معتقد است که سایر معیارهای اندازه گیری و ارزیابی عملکرد از قبیل سود، سود هر سهم و تقسیم سود شاخص های اندازه گیری کاملی نیستند و ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با آنها کامل تر و عملی تر میباشد چرا که ارزش افزوده اقتصادی به دلیل ارتباطی که با تغییرات ایجاد شده در ثروت سهامداران دارد معیار مناسب تری جهت ارزیابی عملکرد شرکت می باشد.
- در اینجا دو معیار ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار از میان معیارهای مطرح در رویکرد اقتصادی ارزیابی عملکرد- که مورد توجه مدیران، مشاوران مالی، سرمایه گذاران و پژوهشگران قرار گرفته است- مورد بررسی قرار می گیرد.
- ارزیابی منطقی عملکرد، به شناخت، تبیین و به کارگیری شاخص های مالی و غیر مالی بستگی دارد. از جمله شاخص های مالی با اهمیت، ارزش افزوده اقتصادی است. اهمیت این شاخص، به با اهمیت بودن مفهوم ارزش مرتبط است. ارزش برای سهامداران، عملا از طریق ایجاد ارزش برای سایر ذینفعان شرکت ایجاد می شود. بنابر این این ارزش آفرینی برای تمامی ذینفعان شرکت حائز اهمیت است. در فرآیند کسب و کار، هدف کوتاه مدت بنگاه های اقتصادی کسب سود، و هدف بلند مدت آنها، افزایش ثروت سهامداران است. تحقق هدف بلند مدت، بستگی معنا داری با افزایش ارزش بنگاه دارد؛ بنابراین مفهوم ارزش، از جایگاه ویژه ای جهت حل مسائل فرا روی برخوردار شده است.

Management, Economics, Accounting and Humanities  
at the Beginning of Third Millennium

ارزش افزوده بازار یک شرکت برابر است با تمامی ارزش افزوده های اقتصادی شرکت که انتظار می رود در آینده ایجاد شود. به عبارت دیگر ارزش افزوده بازار بیانگر ارزش فعلی تمام ارزش افزوده های اقتصادی مورد نظر آتی است و میتواند به عنوان ارزش فعلی خالص شرکت تلقی شود که نشان دهنده ی ارتباط این دو معیار عملکردی می باشد. روش ارزش افزوده اقتصادی را می توان به عنوان روش جدید و قابل اتکا برای سنجش عملکرد، به منظور تعیین تغییرات ثروت سهامداران استفاده نموده و شواهد لازم برای میزان افزایش در ارزش را ارائه داد. از لحاظ تئوری ارزش آفرینی واحد های تجاری، شاخص ارزش افزوده اقتصادی از مبانی اساسی شکل دهی قضاو بازار سرمایه بوده و ارزش افزوده بازار که شاخص ثروت آفرینی برای طبقه سهامدار است تحت تاثیر قضاوت نسبت به ارزش افزوده اقتصادی قرار می گیرد. بنابراین این مطالعه به دنبال پاسخ به سوال های زیر است:

آیا بین ارزش افزوده اقتصادی با متغیر های مالی رابطه معناداری وجود دارد؟

آیا بین ارزش افزوده بازار با متغیر های مالی رابطه معناداری وجود دارد؟

آیا از ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار میتوان جهت سنجش عملکرد اقتصادی استفاده نمود؟

آیا ارزش افزوده اقتصادی میتواند معیار مناسبی برای توصیف عملکرد شرکت ها در کنار سایر معیار ها باشد یا خیر؟

آیا ارزش افزوده اقتصادی، ارزش بازار سهام شرکت ها را بهتر توصیف میکند یا خیر؟

آیا ارزش افزوده اقتصادی توانایی تعیین و اندازه گیری افزایش و یا کاهش ارزش در واحد های تجاری را دارا است یا خیر؟

آیا می توان از ارزش افزوده اقتصادی به عنوان شاخصی از ارزش سهامدار و معیاری مناسب و جایگزین معیار های سنتی حسابداری استفاده نمود؟

چه رابطه ای میان ارزش افزوده بازار با ارزش افزوده اقتصادی و بازده حقوق صاحبان سرمایه و بازده سرمایه گذاری و رشد سود هر سهم وجود دارد؟

## 2- مبانی نظری:

اقتصاددانان معتقداند برای این که شرکتی ایجاد ارزش نماید و ثروت خود را افزایش دهد باید بازده اش از هزینه بدهی و حقوق صاحبان سهام بیشتر باشد. این موضوع در قرن بیستم تحت عناوینی شامل سود غیرعادی (ولت من واولسون<sup>10</sup> 1995) سود مازاد (کنینگ<sup>11</sup> 1929 و پرین ریچ<sup>12</sup> 1936 و 1937 و 1938) درآمد مازاد (کی<sup>13</sup> 1976 و پنسل<sup>14</sup> 1981 و 1982) سود مازاد قابل تحقق (ادوارد بل<sup>15</sup> 1961) و سود محض (ادبی<sup>16</sup> 1957) مورد توجه اندیشمندان قرار گرفت. به دلیل توجهات و تأکیدات مکرر، سود باقی مانده به عنوان معیار داخلی ارزیابی عملکرد شرکت (سولمان<sup>17</sup> 1965) و همچنین به عنوان معیار خارجی ارزیابی عملکرد برای اهداف گزارشگری مالی (آنتونی<sup>18</sup> 1972 و 1982b و 1982a) معرفی شد. شرکت جنرال موتورز این مفهوم در دهه 1920 به کار گرفت و جنرال الکتریک «سود باقی مانده» را در دهه 1950 ابداع کرد و در عمل از آن برای عملکرد بخش های غیرمتمرکزش استفاده نمود.

در اواخر دهه 1980 شرکت استون استوارت تبلیغات گسترده ای را برای معرفی ارزش افزوده اقتصادی به کار گرفت تا به حال بیش از 300 شرکت از جمله شرکت های بزرگ و بین المللی نظیر کولاکولا و زیمنس از این سیستم در عمل بهره گرفته اند و از این معیار به عنوان معیار ارزیابی داخلی و خارجی، به جای سود یا جریان های نقدی عملیاتی، استفاده به عمل آمده است. مؤسسه «استون استوارت» یک شرکت مطالعاتی مشورتی است که در نیویورک در زمینه «سیستم مدیریت مالی، ارزش افزوده اقتصادی» به فعالیت می پردازد.

ارزش افزوده اقتصادی مفهوم جدیدی نیست. یکی از معیارهای عملکرد حسابداری، سود باقی مانده است که به عنوان سود عملیاتی پس از کسرمخارج سرمایه تعریف شده و ارزش افزوده اقتصادی در واقع نسخه تغییر یافته ای از سود باقی مانده به همراه تعدیلاتی است که بر سود و سرمایه انجام میشود (آندرسون 2004<sup>19</sup>).

در دهه 1970 و قبل از آن سود باقی مانده شهرت و استفاده چندانی نداشت. با وجود این ارزش افزوده اقتصادی در عمل، مفهومی مشابه با نامی متفاوت است که استفاده از آن در حال گسترش می باشد و روز به روز بر تعداد شرکت هایی که از آن استفاده می کنند نیز افزوده می شود. فقط می توان حدس زد که چرا سود باقی مانده هرگز چنین شهرتی کسب نکرد. یکی از دلایل ممکن این است که ارزش افزوده اقتصادی با مفهوم ارزش افزوده بازار عرضه می شود. این مفهوم به لحاظ تئوریک اتصال منطقی با ارزشیابی های بازار دارد و در زمانی که سرمایه گذاران می خواهند بر ارزش سهام دار تمرکز کنند، معیار مناسبی محسوب می شود (مکلاین<sup>20</sup> 1998).

Management, Economics, Accounting and Humanities  
at the Beginning of Third Millennium

طرفداران مفهوم ارزش افزوده اقتصادی ادعا می‌کنند که این شاخص، برترین معیار عملکرد محسوب می‌شود (آندرسن و وینبرگر<sup>21</sup>، 2003)؛ زیرا به‌عنوان یک معیار ارزیابی، هزینه فرصت صاحبان سهام و ارزش زمانی پول را در نظر گرفته و تحریف ناشی از به‌کارگیری اصول حسابداری را برطرف می‌سازد. برخلاف معیارهای متداول سودآوری، ارزش افزوده اقتصادی در درک هزینه سرمایه‌ی صاحبان سهام به مدیریت کمک می‌کند و شاخص واقعی موفقیت شرکت در ارزش‌آفرینی یا زایل شدن ارزش به شمار می‌رود (اوی و لیو<sup>22</sup>، 2002). ارزش بازار یک شرکت برابر است تا مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه و ارزش بازار دیون آن، به‌لحاظ تئوریک، این مقدار چیزی است که می‌توان در هر لحظه معین از بازار به دست آورد. ارزش افزوده بازار اختلاف بین کل ارزش بازار واحد تجاری و سرمایه اقتصادی آن است (منوهار<sup>23</sup>، 1999).

تاکنون تحقیقات تجربی متعددی راجع به دو معیار ارزش افزوده اقتصادی و ارزش بازار توسط پژوهشگران در کشورهای و بازارهای سهام مختلف انجام شده است. برخی از این پژوهش‌ها، این ادعا را دارند که از ارزش افزوده اقتصادی می‌توان برترین معیار عملکرد داخلی استفاده نمود که بیشترین همبستگی را با ارزش افزوده بازار دارد. برخی از پژوهشگران نیز طی تحقیقاتشان این دو معیار را مورد انتقاد قرار داده و نظریه مذکور را رد می‌کنند.

ارزش افزوده اقتصادی و بازار ارزش ذاتی یک قلم دارایی را به صورت مجموع ارزش فعلی جریان نقدی آتی حاصل از آن دارایی بر مبنای نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار تعریف می‌کند (نوو، ریموندی<sup>24</sup>، 1986)؛ از این‌رو، ارزش سرمایه‌ای یا فعلی یک دارایی، تابعی است از چهار عامل زیر (ریاحی - بلکاوی<sup>25</sup>، 2001):

- 1/ میزان جریان نقدی مورد انتظار که ممکن است از استفاده یا واگذاری دارایی حاصل شود؛
- 2/ زمان بندی جریان نقدی مورد انتظار؛
- 3/ عمر باقی مانده‌ی دارایی (طول مدت جریان نقدی)؛
- 4/ نرخ تنزیل مناسب.

به بیان دیگر، ارزش یک شرکت یا افزایش ارزش آن طی یک دوره زمانی معین تابعی از میزان جریان نقدی آتی حاصل از آن برای سهام‌داران و ریسک شرکت و تغییرات این دو عامل می‌باشد (تغییر در ریسک منجر به تغییر نرخ تنزیل جریان نقدی می‌شود).

در همین حال اطلاعات و داده‌های حسابداری، که اغلب مبنای تصمیم‌گیری‌های آتی در خصوص ارزش دارایی‌ها هستند، صرفاً نمایانگر گذشته شرکت می‌باشند. به‌عنوان مثال، سرمایه‌گذاران اغلب سود گذشته شرکت را برای مقاصدی مانند: کمک به ارزیابی، قدرت سودآوری، پیش‌بینی سود آتی و ریسک اعطای وام به واحد تجاری مورد استفاده قرار می‌دهند (هندرکسون<sup>26</sup>، 1982). ترازنامه، وضعیت دارایی‌ها و بدهی‌های شرکت را در تاریخ معین منعکس می‌سازد و صورت سود و زیان، عملکرد تاریخی شرکت را برای دوره‌ای معین در گذشته نشان می‌دهد. از این‌رو، صورت‌های مالی و معیارهای مبتنی بر این اطلاعات (مانند سود حسابداری و ارزش افزوده اقتصادی) که غالباً به‌عنوان مبنای تصمیم‌گیری برای آینده هستند، منعکس‌کننده‌ی گذشته شرکت بوده و انتظار می‌رود که قدرت شناسایی و اندازه‌گیری ارزش ایجاد را نداشته باشند. با این وجود، استوارت معتقد است که:

ارزش افزوده اقتصادی معیاری است که به درستی ایجاد ارزش در شرکت و از بین رفتن آن را نشان می‌دهد؛ ارزش افزوده اقتصادی تنها شاخصی است که جواب صحیح را ارائه می‌کند. در حالی که شاخص‌ها دیگری مانند سود عملیاتی، رشد سود، نرخ بازده سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها ممکن است اشتباه و گمراه‌کننده باشند؛ و یا ارزش افزوده اقتصادی پارامتری است که با خلق ثروت برای سهام‌دار در طول زمان رابطه‌ی مستقیم دارد.

از سوی دیگر، بیدل و همکارانش<sup>27</sup> معتقداند که سود حسابداری معیار کارتری برای نشان دادن ارزش خلق شده برای سهام‌داران نسبت به ارزش افزوده اقتصادی است. با این وجود، ارزش افزوده اقتصادی معیاری است که به‌طور گسترده برای اندازه‌گیری افزایش یا کاهش ارزش در واحدهای تجاری استفاده می‌شود (کوپر و اسپیندلر<sup>28</sup>، 1998).

ارزش افزوده اقتصادی به‌عنوان معیار مالی سنجش عملکرد مبتنی بر ارزش افزوده است که در حوزه‌ی اقتصادی کاربرد آن آشکار شده است. آلفرد مارشال، اقتصاددان انگلیسی، درباره ارزش افزوده اقتصادی عنوان می‌کند که بعد از کسر هزینه‌ی بهره، آنچه که از عایدی باقی می‌ماند را می‌توان درآمدی تلقی کرد که نتیجه کارکرد و عملکرد مدیریت است که بیان دیگر از درآمد باقیمانده می‌باشد.

Management, Economics, Accounting and Humanities  
at the Beginning of Third Millennium

آقای دکتر کارل<sup>29</sup> رییس هیئت سرپرستی سایمون می‌گوید: «ارزش افزوده اقتصادی ابهام شاخص‌های برنامه‌ریزی چندگانه موجود را برطرف نموده و زبان مشترکی را برای همه (از کارمند ساده تا مدیرعالی) به وجود می‌آورد» وی از این طریق، معیار دقیق‌تری برای سنجش عملکرد ارائه می‌دهد.

کاربردهای ارزش افزوده اقتصادی را می‌توان به صورت زیر خلاصه کرد:

الف) کاربردهای داخلی: ابزار مدیریتی سنجش عملکرد (چو<sup>30</sup> 1997) و معیار بهره‌وری جامع (پیتر دراکر<sup>31</sup>). ابزار تعیین رابطه مالکیت با مدیریت شرکت (راجرسون<sup>32</sup>). ابزار تطبیق هزینه‌ها با درآمد (لفکوتیس<sup>33</sup> 1999).

ب) کاربردهای خارجی: ابزار برای سرمایه‌گذاری (تولی<sup>34</sup> 1998) و لفکوتیس<sup>35</sup> (1999). معیار پیش‌بینی قیمت سهام (تیتل بام<sup>35</sup> 1997)، ابزار سنجش خلق ارزش (استرن - استوارت، 2001). چارچوبی برای مدیریت مالی (مورس<sup>36</sup> 2001). تکنیک ارزشیابی و تعیین ارزش شرکت (سلیمانی، 1381) معیار بودجه بندی سرمایه‌ای.

با توجه به گسترش کاربرد ارزش افزوده اقتصادی و مفهوم مشابه آن در بازار؛ یعنی ارزش افزوده بازار که نقصان‌های ارزشیابی دارایی مالی در بازار سرمایه را برطرف می‌نماید، به اختصار به تبیین این دو متغیر اشاره می‌شود.

ارزش افزوده اقتصادی ایجادکننده ارزش افزوده بازار است؛ زیرا ارزش فعلی  $EVA$ ‌های آتی است که مبنای ارزیابی و ارزش‌گذاری شرکت در بازار می‌باشد. اگر  $EVA$  آتی مثبت باشد، فروش سهام شرکت در بازار به صرف قیمتی بالاتر از ارزش اسمی فروخته خواهد شد؛ ولی اگر  $EVA$  آتی منفی باشد سهام شرکت به کسر کمتر از ارزش اسمی فروخته خواهد شد؛ از آنجاکه  $MVA$  نشان دهنده ارزشیابی جامعه سرمایه‌گذار از فعالیت شرکت است، تنها نمی‌تواند از عملکرد یک سال شرکت متأثر شود؛ بلکه متأثر از عملکرد پیش‌بینی شده شرکت در سال‌های آتی نیز هست. به این ترتیب نتیجه می‌گیریم که هدف عمده مدیران بایستی ایجاد ارزش افزوده اقتصادی مثبت ولی مداوم باشد. امروزه ارزش افزوده اقتصادی ابزاری مهم برای اندازه‌گیری عملکرد و مدیریت در دورترین نقاط دنیا مورد توجه قرار گرفت. هنوز نظریه‌های مختلفی در مورد برتری ارزش افزوده اقتصادی نسبت به ابزار اندازه‌گیری عملکرد سنتی وجود دارد. استفاده از مفهوم ارزش افزوده اقتصادی و کاربرد عملی آن‌ها به عنوان یک سیستم کنترل مدیریت برای اندازه‌گیری عملکرد در سازمان‌ها تأکید می‌شود (دسای و فری<sup>37</sup> 2006).

### 3- پیشینه پژوهش:

#### 3-1 پژوهش خارجی:

وت<sup>38</sup> (2005)، 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 نسبت به معیارهای سنتی برتری ندارد.

جنیس و همکارانش<sup>39</sup> (2005)، در مطالعه خود رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار و تأثیر تولید ناخالص داخلی به عنوان متغیر اقتصاد را در شرکت‌های آمریکایی طی سال‌های 1997-1988 بررسی نمودند. نتایج تحقیق بیانگر رابطه مثبت و معنی‌داری میان ارزش افزوده اقتصادی و تولید ناخالص داخلی با ارزش افزوده بازار است.

رمانا<sup>40</sup> (2005)، با استفاده از تحلیل رگرسیون رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را در شرکت‌های هندی آزمون کرد و با معیارهای متداول حسابداری (سودخالص عملیاتی پس از کسر مالیات، سود قبل از بهره و مالیات و...) مقایسه نمود. نتیجه این بررسی نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی نسبت به معیارهای متداول حسابداری برتری ندارد.

دیویت<sup>41</sup> (2005)، مطالعه خود را بین 89 شرکت صنعتی موجود در فاصله‌ی زمانی 1995-2004 انجام داده است. در این مطالعه از ارزش افزوده بازار به عنوان نماد ارزش سهام‌داران استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که ضریب همبستگی بین ارزش افزوده بازار و جریان نقدی عملیاتی 38٪ تخمین زده شد و همچنین بیان کرده که همبستگی بسیار پایینی بین ارزش افزوده بازار و سود هر سهم و نیز بین ارزش افزوده بازار و سود تقسیمی هر سهم وجود دارد. همبستگی بین ارزش افزوده بازار و نرخ بازده دارایی‌ها در حدود 15٪ و همبستگی بین ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی 8٪ بوده است.

Management, Economics, Accounting and Humanities  
at the Beginning of Third Millennium

جیمز کازیم<sup>42</sup>(2005)، رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را به همراه تأثیر اقتصادی بازار بر روی صد شرکت استون و استوارت آزمون نمود و به این نتیجه رسید که معیار GDP تنها 1/4٪ واریانس ارزش افزوده بازار را توضیح می‌دهد و علاوه بر آن، نتیجه گرفت که 43٪ واریانس بازار توسط مدلی توضیح داده می‌شد که در نتیجه ترکیبی از تصمیمات مدیریت (EVA) و سطح اقتصاد (GDP) به دست آمده است. تفاوت 1/4٪ از 43٪؛ یعنی 41/6٪ نشانگر ارزش افزوده اقتصادی ناشی از تصمیمات مدیریت است.

فراناندز<sup>43</sup>(2003)، مطالعه‌های دیگری وجود دارد که ادعا می‌شود معیارهای سنتی دارای هماهنگی بیشتری با ارزش افزوده بازار وجود دارد. فراناندز همبستگی بین ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی را برای 582 شرکت آمریکایی برای دوره 1983-1997 مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نشان دادند که برای 296 شرکت در نمونه آماری، تغییرات سود عملیاتی خالص پس از کسر مالیات با تغییرات در ارزش افزوده بازار نسبت به تغییرات آن با تغییرات در ارزش افزوده اقتصادی دارای همبستگی بیشتری است، در حالی که همبستگی بین ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی برای 210 شرکت منفی بوده است.

لواتا و کوچران<sup>44</sup>(2002)، تلاش کردند تا مقایسه‌ای بین شرکت‌هایی که از ارزش افزوده اقتصادی به‌عنوان یک معیار ارزیابی عملکرد استفاده می‌کنند با شرکت‌هایی که از این معیار استفاده نمی‌کنند، انجام دهند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که درصد مالکیت فردی پایینی دارند بیشتر سرمایه آن‌ها از طریق سرمایه‌گذاران نهادی تأمین شده‌اند، تلاش می‌کنند تا از معیار ارزش افزوده اقتصادی استفاده کنند.

فراناندز(2002) تحقیقی را جهت بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ثروت ایجاد شده برای سهام‌داران انجام داد. وی نتیجه گرفت که ارزش افزوده اقتصادی توان اندازه‌گیری ثروت ایجاد شده برای سهام‌داران را ندارد.

کرامر و پیترز<sup>45</sup>(2001) در پژوهش خود همبستگی بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار و همبستگی بین سود عملیاتی خالص بعد از کسر مالیات و ارزش افزوده بازار را بین 53 صنعت در فاصله زمانی 1978-1996 مورد مقایسه قرار داده‌اند. آن‌ها نتیجه گرفتند که از بین 53 صنعت فقط در 11 صنعت همبستگی بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار بهتر از همبستگی بین سود عملیاتی خالص بعد از کسر مالیات و ارزش افزوده بازار بوده است. در بقیه‌ی موارد همبستگی بین سود عملیاتی خالص بعد از کسر مالیات و ارزش افزوده بازار بهتر بوده است.

قنبری و مور<sup>46</sup>(2001)، رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را در صنعت اتومبیل در کشور هندوستان مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها نتیجه گرفتند که شواهد قوی برای تأیید ادعا استوارت وجود دارد.

پابلوفراندز(2001)، به آنالیز 582 شرکت آمریکایی با استفاده از داده‌های EVA و MVA و NOPAT (سود عملیاتی پس از کسر مالیات) و WACC (میانگین هزینه حقوق صاحبان سرمایه) فراهم شده توسط استرن استوارت پرداخت. برای هر یک از شرکت‌ها همبستگی ده ساله ما بین رشد MVA با EVA، NOPAT و WACC سالیانه محاسبه شد. در پایان وی به این نتیجه رسید که نمی‌توان حتماً، EVA را به‌عنوان برترین شاخص عملکرد و نماینده‌ای از MVA معرفی نمود؛ بلکه در این رابطه NOPAT نتایج بهتری را ارائه می‌دهد.

فابوزی و گرانت<sup>47</sup>(2000)، پنجاه شرکت برتر از لحاظ ارزش افزوده اقتصادی نسبت به بازار در سال 1998 (متغیر وابسته) و نسبت ارزش افزوده اقتصادی به سرمایه به‌کارگرفته شده به عنوان متغیر مستقل انتخاب نمودند. نتایج رگرسیون مؤید ارتباط و همبستگی بین نسبت‌های مذکور بود.

کلیمان<sup>48</sup>(1999)، این تحقیق را انجام داد تا تعیین کند آیا شرکت‌هایی که ارزش افزوده اقتصادی را به‌عنوان یک معیار عملکرد می‌پذیرند، در مقایسه با شرکت‌های رقیب ارزش آفرینی بیشتری برای سهام‌داران دارند؟ وی دامنه تحقیقش را محدود به شرکت‌هایی نمود که عملاً ارزش افزوده اقتصادی را اجرا می‌کردند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های پذیرنده ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با رقبای صنعت خود (در سطح متوسط)، طی چهار سال، بازدهی مازادی بالغ بر 28/8٪ کسب نموده‌اند.

لیمان<sup>49</sup>(1999)، در تحقیق خود دریافت که شرکت‌های پذیرنده ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با رقبای صنعتی خود، طی چهار سال بازدهی مازاد بر 28/8٪ کسب نموده‌اند.

بیدل، بوون و والس<sup>50</sup>(1999)، پژوهشی درباره‌ی چهل شرکت که از ارزش افزوده اقتصادی، سود اقتصادی و یا ارزش افزوده نقد (CVA) به-عنوان پارامترهای تعیین پاداش مدیران استفاده می‌کردند؛ انجام دادند و دریافتند که تفاوت معنی‌داری بین این شرکت‌ها با شرکت‌هایی که از این شاخص استفاده نمی‌نمایند، وجود دارد.

Management, Economics, Accounting and Humanities  
at the Beginning of Third Millennium

هال<sup>51</sup>(1998) ارتباط بین ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی و همچنین ارتباط بین ارزش افزوده بازار با دیگر معیارهای مالی مثل بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم را در آفریقای جنوبی مورد بررسی قرار داده است. او در مطالعه‌ی خود به ضرایب همبستگی پایینی رسید، اما ارزش افزوده اقتصادی همبستگی بهتری با ارزش افزوده بازار نسبت به سایر معیارها نشان داد.

باکیدور و همکارانش<sup>52</sup>(1997)، تلاش کردند تا میزان همبستگی و قدرت توضیحی معیار ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده را در پیش‌بینی و ایجاد ارزش برای سهامداران مورد بررسی قرار دهند. آن‌ها اطلاعات خود را از بانک اطلاعاتی 1000 شرکت تهیه شده توسط مؤسسه استرن و استوارت استخراج کردند. نمونه مورد استفاده‌ی آن‌ها شامل 600 شرکت در سال‌های 1982-1992 است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده در پیش‌بینی ارزش بازار دارای همبستگی و توانایی بیشتری نسبت به ارزش افزوده اقتصادی است.

بایدل و والانس<sup>53</sup>(1997)، تغییرات ایجاد شده در شرکت‌ها را به واسطه‌ی به‌کارگیری ارزش افزوده اقتصادی مورد بررسی قرار داده است. او عملکرد شرکت‌هایی را که از معیار ارزش افزوده اقتصادی استفاده کردند با عملکرد یک گروه کنترل مقایسه کرده است. این گروه کنترل شامل شرکت‌هایی بوده است که از معیار ارزش افزوده اقتصادی استفاده نمی‌کردند. والانس معتقد است که استفاده از معیار ارزش افزوده اقتصادی باعث ایجاد تغییرات در تصمیمات مربوط به تأمین مالی، عملیاتی و سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. همچنین استفاده از معیار ارزش افزوده اقتصادی سود باقی‌مانده و ثروت سهامداران را نیز افزایش می‌دهد.

مولبورن و همکاران<sup>54</sup>(1997)، در تحقیقی تحت عنوان «در جستجوی بهترین معیار ارزیابی عملکرد مالی» رابطه همبستگی بین دو معیار ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که توانایی معیار ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده در پیش‌بینی ایجاد ارزش بیشتر از معیار ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. یومورا در تحقیقی همبستگی بین پنج شاخص ارزیابی عملکرد شامل سود هر سهم، سودخالص، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده اقتصادی و بازده دارایی‌ها را با ارزش بازار شرکت‌ها بررسی کرد. پیکوستو در تحقیقی رابطه بین سود عملیاتی و سود خالص و ارزش افزوده اقتصادی را با ارزش بازار شرکت‌ها مورد آزمون قرار داد.

دویلرز<sup>55</sup>(1997)، اثرات تورم بر ارزش افزوده اقتصادی را مطالعه کرد. طبق ادعای وی یکی از نقایص ارزش افزوده اقتصادی این است که این معیار مبتنی بر سود حسابداری است؛ زیرا سود حسابداری شاخص ضعیفی برای سود اقتصادی به‌شمار می‌رود و تورم نیز موجب افزایش این شکاف و در نهایت منجر به محاسبه نادرست ارزش افزوده اقتصادی می‌شود. وی جهت کاهش اختلاف و استفاده از AEVA (ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده) را پیشنهاد می‌کند.

کرامر و پاشنر<sup>56</sup>(1997)، شدت رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را با استفاده از اطلاعات هزار شرکت استرن و استوارت، طی سال‌های 1982-1992 آزمودند. طی چنین پژوهشی، محققان دریافتند که در کلیه موارد سود عملیاتی پس از کسرمالیات بیش از ارزش افزوده اقتصادی، انحراف ارزش بازار را توضیح می‌دهد.

اوبیرن<sup>57</sup>(1996)، اطلاعات ده ساله از سال 1985 لغایت 1994 شرکت‌های مندرج در عملکرد 1000 را مورد استفاده قرار داد تا قدرت تبیین ارزش افزوده اقتصادی سرمایه‌ای (یعنی EVA تقسیم بر هزینه سرمایه)، سود عملیاتی پس از کسرمالیات (NOPAT) و جریان نقدآزاد (FCF)<sup>58</sup> را در رابطه با ارزش بازار تقسیم بر سرمایه‌گذاری شده (IC) بیازماید. یافته‌های وی نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی تقریباً 31٪ واریانس ارزش‌های بازار را توضیح می‌دهد. در حالی که ضریب تبیین NOPAT صرفاً 17٪ می‌باشد. اوبیرن نتیجه گرفت که EVA برخلاف NOPAT با سایر معیارهای سوددهی به صورت قانون‌مندی، به ارزش بازار متصل است.

یمورا و همکاران<sup>59</sup>(1996)، اطلاعات صد بانک بزرگ ایالات متحده‌ی آمریکا را در تحقیق خود استفاده نمودند و به این نتیجه رسیدند که همبستگی ارزش افزوده اقتصادی با سودخالص، EPS و ROE و ROA در مقایسه با ارزش افزوده بازار بیشتر است.

لین و ماکیجا<sup>60</sup>(1996)، به بررسی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار به عنوان معیارهای سنجش عملکرد و علائمی برای شناسایی تحولات استراتژیک پرداختند. نتایج به دست آمده نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار با بازدهی سهام، ارتباط معنی‌دار دارند و این معیارها، در مقایسه با معیارهای سنتی نظیر ROE، ROS با بازده سهام، شواهد کامل‌تری را ارائه می‌دهد.

گران (1996)، رابطه‌ی بین ارزش افزوده بازار تعدیل شده توسط سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده توسط سرمایه را برای 983 شرکت انتخاب شده از بانک اطلاعاتی 1000 شرکت عضو مؤسسه‌ی استرن و استوارت برای دوره زمانی 1993-1994 مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار همبستگی مثبت بالا وجود دارد.

استوارت (1994)، طی تحقیقاتی نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی از میان سایر معیارهای هم عصر خودش بهترین معیار برای ثروت است. در مجله فورچون<sup>61</sup> نیز در مورد ارزش افزوده اقتصادی عناوینی نظیر «راه‌حل واقعی ایجاد ارزش» (سال 1993) «یک راه تازه برای یافتن مشتری» (سال 1996) و طبقه‌بندی سالانه شرکت‌ها تحت عنوان «عملکرد 1000» که اطلاعات آن از مؤسسه استرن و استوارت استخراج شده است (سال‌های 1997 تا 1993) به چاپ رسیده است. همچنین بر اساس تحقیقات انجام شده در آوریل 1995 پیش‌بینی شده است که ارزش افزوده اقتصادی در آینده جایگزین EPS جهت گزارشگری عملکرد در بازارهای مالی خواهد شد.

اوبیرن (1994)، اطلاعات ده‌ساله (از سال 1985 تا 1994) یک هزار شرکت را برای قدرت تبیین ارزش افزوده اقتصادی نسبت به سرمایه (ارزش افزوده اقتصادی تقسیم بر هزینه سرمایه) و سود عملیاتی پس از کسرمالیات و جریان نقدی آزاد و رابطه آن با ارزش بازار تقسیم بر سرمایه به کار گرفته شده را مورد آزمون قرار داد. این تحقیق نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی برخلاف سود عملیاتی پس از کسرمالیات یا سایر معیارهای سوددهی به صورت قانون‌مندی به ارزش بازار متصل است.

گران (1993)، نتایج حاصل از پژوهش وی نشان‌دهنده‌ی ضریب تبیین 33٪ برای کلیه شرکت‌ها، ضریب تبیین 83٪ برای پنجاه شرکت برتر که ثروت‌آفرینی می‌نمودند و ضریب تبیین 3٪ برای پنجاه شرکتی بود که بیش از همه ارزش را زایل می‌کردند. در آزمون دیگری وی از مقادیر استاندارد شده متغیرها به جای مقادیر مطلق آن‌ها استفاده نمود و به نتایجی مشابه دست یافت.

استوارت (1991)، وی ششصد و سیزده شرکت را از هزار شرکت برتر آمریکایی را برحسب میانگین ارزش افزوده اقتصادی، طی سال‌های 1987 و 1988 رتبه‌بندی و آن‌ها را به 25 گروه تقسیم نمود. این تحقیق مبتنی بر میانگین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار برای هر یک از 25 گروه و نیز براساس تغییرات آن‌ها بود، نتیجه این بود که در شرکت‌ها با ارزش افزوده اقتصادی مثبت، همبستگی بسیار بالایی بین مقدار این دو معیار، میانگین آن‌ها و نیز تغییرات آن‌ها وجود دارد. در حالی که در شرکت‌های با ارزش افزوده اقتصادی منفی، همبستگی این دو معیار چندان جالب نبود.

فینگان<sup>62</sup> (1993)، آنالیز بحث شده در قسمت فوق را توسعه داد تا سایر شاخص‌ها را نیز لحاظ کند. نتایج رگرسیون ارزش افزوده بازار در مقابل ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارها، نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با سایر معیارهای مورد بررسی قدرت ضریب تبیین را داراست. وی تغییر در ارزش افزوده بازار را نیز تحلیل کرد و مجدداً دریافت که ارزش افزوده اقتصادی برتر از سایر معیارهاست. اناند و همکارانش<sup>63</sup> (1991)، در مطالعه‌ای با عنوان «ارزش‌آفرینی و پاداش مدیران» ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را به عنوان معیارهای اصلی پاداش مدیران اجرایی برشمردند و نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که بین پاداش مدیران رده‌های بالا و ارزش افزوده بازار رابطه وجود دارد.

### 3-2 پژوهش داخلی:

ظهیری (1386)، ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 83-79 را با انتخاب 55 شرکت از صنایع مختلف مورد بررسی قرار داد. نتایج این بررسی حاکی از همبستگی بیشتر ارزش افزوده اقتصادی نسبت به سود هر سهم با ارزش بازار سهام است.

شیدا مهرزاده (1384)، به بررسی و تبیین میزان ارتباط شاخص‌های عملکرد (ROI/ROS/RI/EVA) و ارزش افزوده بازار (MVA) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صنایع شیمیایی پرداخت و نتیجه گرفت که اولاً بین متغیرها، رابطه معنی‌دار وجود دارد؛ ثانیاً ارتباط MVA با ROS، EVA با MVA، ROI، MVA و RI و MVA از همبستگی بالایی برخوردار است؛ ثالثاً در صنعت شیمیایی، ارتباط بین ROS با MVA در مقایسه با دیگر متغیرها، بیشتر در ارتباط است.

انواری رستمی و دیگران (1383)، در تحقیقی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی و سود قبل از بهره و مالیات، جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این بررسی مشخص شد سود قبل از بهره و مالیات همبستگی بیشتری نسبت به ارزش افزوده اقتصادی با ارزش بازار سهام دارد.



Management, Economics, Accounting and Humanities  
at the Beginning of Third Millennium

نوروش و دیگران (1383)، 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 پیش‌بینی ثروت ایجاد شده برای سهامداران بوده و توانایی مدیریت را در ایجاد افزایش ارزش شرکت (ثروت سهامداران) نشان دهد.

نوروش و مشایخی (1383)، سودمندی ارزش افزوده اقتصادی را در پیش‌بینی سود حسابداری در شرکت‌های تولیدی در بازه‌ی زمانی 1381-1375 مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها اعلام نمودند که ارتباط معناداری بین تغییرات سود حسابداری و تغییرات ارزش افزوده اقتصادی در این شرکت‌ها وجود دارد.

علیرضا کاووسی (1382)، تحقیقی با عنوان «ارتباط بین نسبت ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داد. نتایج بیانگر آن است که بین نسبت  $Q$  توبین و ارزش افزوده اقتصادی همبستگی معناداری وجود دارد و می‌توان معیار ارزش افزوده اقتصادی را جایگزینی مناسب برای نسبت  $Q$  توبین در نظر گرفت.

ناصر ایزدی‌نیا (1382)، تحقیقی توسط وی با عنوان «ارزشیابی واحدهای تجاری با استفاده از مدل‌های ارزش اقتصادی و جریان‌های نقدی آزاد و تعیین شکاف قیمت و ارزش سهام» انجام شد. نتایج تحقیق بیانگر آن است که در بازار سرمایه ایران، قیمت‌های سهام، ارزش بازار شرکت‌ها و ارزش افزوده بازار با عوامل ارزش‌آفرینی از قبیل ارزش افزوده اقتصادی و جریان‌های نقدی آزاد ارتباط معنی‌داری وجود دارند.

عباس قنبری (1381)، تحقیقی توسط وی با عنوان «بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و نسبت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام شد. نتایج تحقیق بیانگر آن است که بین 16 نسبت مالی مطرح شده در تحقیق (نسبت سود به سرمایه، نسبت سود به فروش و...) با ارزش افزوده اقتصادی همبستگی معناداری وجود دارد.

غلامرضا رضایی (1380)، تحقیقی توسط وی با عنوان «تأثیر وجود رابطه همبستگی بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده حقوق صاحبان سهام در ارزیابی عملکرد شرکت‌های صنعت و سائط نقلیه بورس اوراق بهادار تهران» به اجرا درآمد. نتایج این تحقیق بیانگر عدم وجود رابطه‌ای معنادار میان ارزش افزوده اقتصادی و بازده حقوق صاحبان سهام است.

زهره نظریه (1379)، تحقیقی توسط وی با عنوان «ارزشیابی رابطه بین سود سهم و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های محصولات کانی غیرفلزی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سالهای 1372-1377» صورت گرفت. نتایج تحقیق وی بیانگر آن است که بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم رابطه همبستگی معناداری وجود ندارد و معیار ارزش افزوده اقتصادی از نظر اثربخشی برای بررسی عملکرد شرکت‌های کانی غیرفلزی مناسب‌تر از سود هر سهم است. این محقق، عواملی چون کارا نبودن بازار سرمایه، هزینه سرمایه بالا نسبت به بازده کسب شده، (ارزش افزوده اقتصادی منفی) را علیرغم وجود سود هر سهم مثبت موجب عدم همبستگی بین ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم به شمار آورد.

#### 4- نتیجه‌گیری و پیشنهادات:

ارزش افزوده اقتصادی از سوی ارائه‌کننده‌ی آن یعنی آقای استوارت همواره به عنوان یک معیار ارزشیابی مهم و کارا و همبسته با ارزش بازار مطرح بوده است. تحقیقات متنوع و متعددی توسط محققان مختلف در خصوص تعیین توانایی این معیار در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و همبستگی آن با ارزش بازار صورت گرفته است. استوارت ادعا نمود که ارزش افزوده اقتصادی معیاری قوی‌تر از جریان‌های نقدی عملیاتی و سود قبل از بهره و مالیات است. از طرفی دیگر نیز، بیدل با آزمون این فرضیات به این نتیجه رسید که ارزش افزوده اقتصادی در ارتباط با ارزش بازار و در مقایسه با جریان‌های نقدی عملیاتی معیاری برتر ولی در مقایسه با سود قبل از بهره و مالیات معیاری ضعیف‌تر است. آقای بیدل ادعا میکند که بر خلاف نظر استوارت، سود حسابداری هنوز معیار قوی‌تری نسبت به ارزش افزوده اقتصادی است. سود قبل از بهره و مالیات در مقایسه با ارزش افزوده اقتصادی در ارتباط با ارزش بازار معیار کاراتری است. این در حالی است که ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با جریان‌های نقدی عملیاتی در ارتباط با ارزش بازار معیار موثرتری می‌باشد. نتایج به دست آمده از اطلاعات مربوط به شرکت‌های ایرانی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران این ادعا را که ارزش افزوده اقتصادی در ارتباط با ارزش بازار شاخص قوی‌تری نسبت به سود قبل از بهره و مالیات است صریحاً رد می‌کند.

ارزش افزوده اقتصادی معیاری موثر در توصیف ارزش بازار سهام شرکت‌ها مطرح است و می‌تواند در کنار سایر معیارهای موجود، معیاری برای ارزشیابی عملکرد شرکت‌ها مورد استفاده قرار گیرد. به طور کلی این معیارها می‌توانند به مدیران کمک کنند تا با در نظر گرفتن کلیه

Management, Economics, Accounting and Humanities  
at the Beginning of Third Millennium

هزینه تامین مالی و بازده سرمایه ای شرکت ها گامی در جهت بهبود عملکرد خارجی شرکت ها بردارند تا به این وسیله مدیران بتوانند خود را با شریط خارجی شرکت ها تطابق داده و ثروت سهامداران خود را افزایش دهند.

نتیجه گیری های فوق نمیتواند اعتبار مدل ارزش افزوده اقتصادی را که از لحاظ نظری، دارای پایه و اساس مستحکمی است مخدوش سازد، عوامل عمده ای را که احتمالاً با تاثیر بر ورودی های مدل ارزش افزوده اقتصادی توانسته اند نتایج حاصل از به کار گیری آن را تحت تاثیر قرار داده و کارایی آن را در بازار از بین ببرند، میتوان به صورت زیر برشمرد:

1- بالا بودن نرخ هزینه سرمایه در بازار

2- عدم کارایی بازار در ارزش گذاری سهام

بالا بودن نرخ هزینه سرمایه از ان 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. این امر منجر به صفر یا منفی شدن ارزش افزوده اقتصادی می گردد. عامل دومی که میتواند به کار گیری مدل ارزش افزوده اقتصادی را ناموفق ساخته و نتایج حاصل از آن را کمرنگ کند، عدم کارایی بازار است. بدین معنی که عامل هزینه سرمایه یا در تصمیمات سرمایه گذاران وارد نمی شود و یا اگر در نظر گرفته می شود به طور ناقص و نادرست صورت می پذیرد. به عبارت دقیق تر، صرف بازده نقش و جایگاه درستی در تصمیمات سرمایه گذاران و فعالان بازار ندارد. مجموعه بازار نمی تواند به درستی ریسک سهام مختلف را شناسایی و اندازه گیری کرده، بر مبنای آن صرف بازده مورد انتظار مناسب را تعیین نموده، و در نهایت بر این اساس، قیمت گذاری صحیحی در ارتباط با سهام انجام دهد. در نتیجه این نقیصه، تغییرات ارزش افزوده بازار سهام، که متغیر وابسته تحقیق است، دیگر درست و مطابق با انتظارات نبوده و بالطبع باعث ایجاد ارتباط معنا دار میان این متغیر و ارزش افزوده اقتصادی نخواهد شد.

بر اساس نتایج حاصل از این پژوهش چنین پیشنهاد می شود:

1- با توجه به ارتباط قوی شاخص داخلی ارزش آفرینی (ارزش افزوده اقتصادی) با شاخص خارجی ارزش آفرینی (ارزش افزوده بازار)، سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری ضمن توجه به اطلاعات حسابداری به ارزش آفرینی داخلی بنگاه ها که به وسیله ارزش افزوده اقتصادی سنجیده می شود، توجه نمایند.

2- علیرغم محدود بودن منابع سرمایه در ایران، مدیران به هزینه سرمایه در تصمیم گیری خود توجهی ندارند و از طرف دیگر ارزش افزوده اقتصادی به طور قابل ملاحظه ای تحت تاثیر هزینه سرمایه است؛ بنابراین توصیه می شود برای تعیین میزان پاداش مدیران از طرح های انگیزشی مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی استفاده شود تا توجه مدیریت به کاهش هزینه سرمایه شرکت، افزایش نرخ بازدهی سرمایه گذاری ها و نیز پذیرفتن اجرای پروژه هایی که نرخ بازدهی بیش از هزینه سرمایه ایجاد می کنند، جلب شود.

3- در ارزیابی عملکرد اقتصادی از مجموعه ای از شاخص های سنجش عملکرد نظیر  $MVA$ ،  $EVA$ ،  $ROI$ ،  $RI$  و  $ROS$  استفاده شود.

4- در ارزیابی و سنجش عملکرد، به رابطه و تعامل بین شاخص های سنجش عملکرد اقتصادی توجه گردد.

5- در ارزیابی عملکرد اقتصادی علاوه بر شاخص های مالی و کمی و با تمرکز و اولویت توجه به آنها، با شاخص های دیگر نظیر شاخص های بازاریابی و فروش، باید به شاخص های بهره وری و نوآوری و شاخص های مرتبط با ریسک و... نیز توجه شود.

##### 5-منابع:

- 1- ایزدی نیا، ناصر. (1382). «ارزشیابی واحد های تجاری با استفاده از مدل های ارزش افزوده اقتصادی و جریان های نقدی آزاد (FCF) و تعیین شکاف قیمت و ارزش سهام». رساله دکتری دانشگاه علامه طباطبایی.
- 2- انواری رستمی، علی اصغر؛ تهرانی، رضا و سراجی، حسن. (1383). «بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات، جریان نقدی فعالیت های عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکتهای پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی های حسابداری و حسابرسی، 21، 37-3.
- 3- اسدی، غلامحسین، نظری مرند، حسن. (1388). «ارتباط تغییرات ارزش افزوده بازار با ارزش افزوده اقتصادی و سود حسابداری». چشم انداز مدیریت، 16 (بهار) ص 104-77.
- 4- بزرگزاد، احمد علی و رفیعی، عباس. (1380). «بررسی تاثیر ارزش افزوده عوامل تولید بر تصمیمات مالی بنگاه». مجله دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه اصفهان، 61-72.

- 5- پناهیان، حسین. (1382). «کاربرد ارزش افزوده اقتصادی در تصمیم گیری مالی». *نشریه سرمایه*، 3، ش 3
- 6- جهانخانی، علی؛ سجادی، اصغر. (1373-1374). «کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی». *فصلنامه تحقیقات مالی*، تهران، موسسات انتشارات و چاپ دانشگاه تهران، ش 5-6 (زمستان و بهار)، 68-70.
- 7- جهانخانی، علی و ظریف فرد، احمد. (1374). «آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش استفاده می کنند؟». *فصلنامه تحقیقات مالی*، 7-8.
- 8- حجازی، رضوان؛ حسینی، عارفه. «مقایسه رابطه ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی با معیارهای حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران». *پژوهش نامه اقتصادی*، ص 262-237.
- 9- رضایی، غلامرضا. (1380). «تاثیر وجود همبستگی بین ارزش افزوده اقتصادی و ROE در ارزیابی عملکرد شرکت های صنعت وسایط نقلیه بورس اوراق بهادار تهران». *پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی*، زمستان.
- 10- رهنمای رود پستی، فریدون. «بررسی و ارزیابی کارکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکتها». *پژوهش نامه اقتصادی*، ص 157-174.
- 11- صالح آبادی، علی؛ پور احمد، احمد. (1389). «همبستگی بین نسبت ارزش افزوده اقتصادی به سرمایه با نسبت ارزش افزوده بازار به سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران». *پژوهش نامه اقتصادی*، 10-4 (زمستان)، ص 255-272.
- 12- یحیی زاده فر، محمود؛ شمس، شهاب الدین؛ لاریمی، سید جعفر. (1389). «رابطه ارزش افزوده اقتصادی و نسب های سود آوری با ارزش افزوده بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، 17-59 (بهار)، ص 113-128.

13-Durant, m. "Economic value added", *Credit Research Foundation*, (1999).

14-Desai, A.M. and Ferri, F. (2006), Understanding Economic Value Added. [online]

[http://harvardbusinessonline.hbsp.harvard.edu/bo2/en/comman/item\\_detail.jhtml?id=206016](http://harvardbusinessonline.hbsp.harvard.edu/bo2/en/comman/item_detail.jhtml?id=206016).

15-Fingan, m. "Extension of the EVA and MVA applications", *Financial Analysts Journal* 1991;1(1):554-556.

16-Ghanbari, M.A. & More, V.S. The Relationship between Economic Value Added and Market Value Added: An empirical analysis in Indian Automobile Industry. *The Icfai Journal of Accounting Research* 2001;6(3):7-22.

17-Hall. "study of the relationship between MVA and AWA for south African companies" *journal of finance* 1998;2(1):26-38.

18-Kramer, jonathan k., & peters, jonathan R. "An Inter-industry analysis of Economic Value Added as a proxy for market Value Added" *journal of Applied corporate finance* 2001:1-15.

19-Kramer, J.K. & Pushner, G. "An Empirical Analysis of Economic Value Added as a proxy for Market Value Added" *Financial Practice and Education*, spring/summer: 1997.

20-Lehn, K., & Makhija, A.k. "EVA and MVA: as performance measures and signals for strategic", *strategy and Leadership* 1996;24.34-38.

21-Leftkowitz, Scott. The correlation Between Economic Value Added and the Market Value of companies. MD Dissertation, *California State University*, 1999.

22-Morris, Robert. "Economic Value Added", Available: <http://www.FODreams.com>, (2001).

23-Obyrne, S.F. "EVA and Market value", *Journal of Applied Corporate*, 1996;90-97.

24-Ramana, D.V. Market value added and Economic value added: *some empirical evidence* 2005.

25-Raina, Aman, "Using Economic Value Added Analysis For Measuring Financial Performance" <http://www.formeraboutguides.com>, (2002).

26-Stern Stewart & co. "What is EVA?", A available: <http://www.sternstewart.com>, (2004).

6- یادداشت ها:

1-RETURN OF INVESTMENT	2- RESIDUAL INCOME	3-RETURN OF SALE	4-ECONOMIC VALUE ADDED	5-MARKET VALUE ADDED	6-STERN STEWART	7-EARNING PER SHARE
8-PRICE	9-BRIGAHAM & KPGAY	10-WOLTMEN & OLOSON	11-KENING	12- PERIN RICH	13-KEY	14-PENCEL
15-EDWARD BELL	16-EDABI	17-SULMAN	18- ANTONI	19- ANDERSON	20- MAKELAINE	21- ANDREAS & WEIBENBERGER

Management, Economics, Accounting and Humanities  
at the Beginning of Third Millennium

22- OOI & LIOW	23- MANOHAR	24- NEVO REMANDPEY	25-RIAHI- BELKAOUI	26HENDRICKSON	27-BIDDLE AT,AL.	28- COOPER & SCHINDLER
29- KARL	30-CHO	31-PETER DRUKER	32-RAERSON	33-LEFEKOTIC	34-TOLE	35-TITTEL BAM
36-MORSE	37-DESAI &FERRI	38-WET	39-JANIS AT,AL.	40-REMANA	41-DEWET	42-JIENZE KAZIMA
43-FERNANDEZ	44-LOVATA & COCHRAN	45- KERAMER &PETERS	46-GHANBARI AT,AL.	47- FABZZI & GRANT	48-KLEIMAN	49-LIMAN
50- BIDDLE &BOWN &WALLANCE	51- HALL	52- BACIDOR ET,AL.	53-BIDDLE & WALLANCE	54-MOLBORN AT,AL.	55- DEVILLIERS	56-KRAMER & PASHNER
57-OBYRN	58-FREE CASH FLOWS	59-YEMORA &AT,AL.	60-LEIN &MAKHA	61-FORTUNE	62FINEGAN-	63-ANAND AT,AL.

Archive of SID