**چهار روش برای اندازه‌گیری ارزش‌آفرینی**

 **ترجمه: محمد حسین جعفریان طاهری
K. Merchant and T. Sandino**

در باور همگانی، اغلب گفته می‌شود که نقش اولیه یک شرکت ایجاد سود است. در هر حال، نقش اولیه شرکت ایجاد سود نیست، بلکه ارزش‌آفرینی برای سهامدار است. هنگامی که سیستمهای داخلی ارزیابی عملکرد شرکتها بر سودهای کوتاهمدت یا بازده‌های حسابداری (به جای ارزش‌آفرینی برای سهامدار) تمرکز دارد، اغلب حوادث بدی روی می‌دهد. مدیران این‌گونه شرکتها ممکن است در شناسایی به‌موقع مشکلات واقعی موفق نباشند، همچنین ممکن است کوتاه‌نگر و بیش از حد مقرراتی شوند.
خوشبختانه، بسیاری از مدیران هوشمند به‌خاطر حفظ توجه به ارزش‌آفرینی، گامهایی در جهت كاهش تاکید بر نقشهای مدیریتی معیارهای حسابداری مربوط به عملکرد برمی‌دارند. این مقاله نخست این مسئله و دلایل مناسب نبودن معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد برای ارزش‌آفرینی را بررسی می‌كند و سپس 4 گزینه دیگر را که مدیران می‌توانند به‌کار ببرند، توضیح می‌دهد.

**معیارهای ناقص ارزش‌آفرینی**
به‌طور ایده‌آل، معیارهای عملکردی که مدیران برای تصمیم‌گیری مدیریتی به‌کار می‌برند و زیرنظر می‌گیرند باید هنگامی که ارزش اقتصادی ایجاد می‌شود، بالا برود و هنگامی که ارزش اقتصادی تنزل می‌کند، پایین بیاید. اما معیارهای کوتاهمدت سود و بازده‌های حسابداری، اغلب چنین رفتار نمی‌کنند. این رفتار در پژوهشهای مختلف و در دوره‌های گوناگونِ زمانی، اثبات شده است.
بررسی مطالعات انجام‌شده نشان می‌دهد که ضریب همبستگی میان سود سالانه حسابداری و بازده‌ سالانه سهامدار ان کوچک است؛ از 2درصد تا 10درصد در تحقیقات مختلف. آماردانان این ارقام را این‌گونه تفسیر می‌کنند که معیارهای سالانه سود حسابداری بین 2 درصد تا 10درصد انحراف در تغییرات ارزش را تبیین می‌کند؛ یعنی اینکه دسترس داشتن به ارقام سود سالانه یا فصلی یک بنگاه تجاری، اطلاعات کمی درباره ارزش بنگاه در آن دوره معین، در اختیار قرار می‌دهد. این همبستگی پایین غافلگیرانه نیست. چیزهای بسیاری بر سود حسابداری و ارزش اقتصادی اثر می‌گذارند:
1- در حالی‌که ارزش مبتنی بر آینده است، معیارهای سود حسابداری بر گذشته تمرکز دارند. درامدهای آینده و اکثر هزینه‌های آینده پیش‌بینی نمی‌شوند.
2- سیستمهای حسابداری مبتنی بر معاملاتند. هر چند ارزش منصفانه سعی در نشان دادن تغییرات در ارزش داراییهای مشخص ثبت شده در ترازنامه دارد، بسیاری از تغییرات در ارزش بنگاه، در ارقام سود منعکس نمی‌شوند.
3- معیارهای سود حسابداری رابطه‌ای قوی با انتخاب روش اندازه‌گیری دارد. روشهای مختلف اندازه‌گیری اغلب برای رخدادهای اقتصادی مشابه در دسترس هستند.
4- بحث‌های فراوانی درباره بیطرفی قواعد اندازه‌گیری حسابداری وجود دارد. این روشها در شناسایی درامدها و سودهای غیرعملیاتی به‌طور آهسته و در شناسایی هزینه‌ها و زیانهای غیرعملیاتی سریع عمل می‌کنند (تعریف محافظه‌کاری).
5- قواعد حسابداری برخی از ارزشهای اقتصادی و تغییرات ارزشی را که نمی‌توان دقیق و عینی به‌وسیله معیارهای حسابداری اندازه‌گیری کرد، نادیده می‌گیرند؛ برای مثال، سرمایه‌گذاریهای انجام‌شده برای ایجاد «داراییهای نامشهود».
6- معیارهای سود حسابداری، هزینه سرمایه صاحبان سهام را نادیده می‌گیرد، هزینه‌ای که معمولاً اهمیت بیشتری نسبت به هزینه ناشی از بدهی دارد.
7- معیارهای سود حسابداری، ریسک و تغییرات در ریسک را نادیده می‌گیرند. ارزش اقتصادی شرکتهایی که الگو یا زمانبندی جریانهای نقد آینده مورد انتظار را تغییر نداده‌اند اما جریانهای نقد را مطمئنتر (ریسک کمتر) کرده‌اند، افزایش یافته است. این تغییر ارزش در سودهای حسابداری منعکس نمی‌شود.

**روشهایی برای حل‌وفصل مسئله**
برای حل‌وفصل مسائلی که به‌خاطر استفاده از معیارهای عملکرد مبتنی بر اصول پذیرفته‌شده حسابداری ایجاد می‌شوند، مدیران می‌توانند هر کدام یا همه 4 روش زیر را به‌کار برند:
**1- معیارهای بازار**
روشی آشکار برای پرهیز از مشکلات ذاتی معیارهای حسابداری عملکرد، تمرکز بر شاخصهای بازار ارزش‌آفرینی است. در نهایت، ارزشهای بازار تعیین می‌کنند که بازده سهامداران نسبت به سرمایه‌گذاریهایشان چیست. تاکید بر معیارهای بازاری موفقیت، در ارتباط با طرحهای پاداش، فرجام آشکاری دارد، زیرا مدیران اجرایی و سایر کارمندان در صورتی سود می‌برند که سهامدار نیز سود ببرد.
اما به دلایل مهمی، معیارهای بازار برای همه وضعیتها مناسب نیست. ارزشیابیهای بازار ممکن است به‌درستی ارزش ذاتی شرکت را منعکس نکند، زیرا بازار بر همه اطلاعات محرمانه در دسترس مدیران، دسترس ندارد. معیارهای بازار سابقه نوسان‌پذیری بالایی دارند که با عملکرد مدیریت رابطه‌ای ندارد. معیارهای بازار محدودیت امکانپذیری شدیدی را تحمیل می‌کنند، زیرا این معیارها تنها از عملکرد مدیران ارشد شرکتهایی که سهامشان در بورس معامله می‌شود، خبر می‌دهند. معیارهای بازار از عملکرد کارمندان سطوح پایینتر که تلاشهایشان به‌ندرت اثر با اهمیتی بر عملکرد کل شرکت می‌تواند داشته باشد، خیلی نمی‌گویند و در شرکتهای خصوصی، معمولاً معیارهای بازار وجود ندارد. به‌علاوه، قیمتهای بازار براساس انتظارات بازار هستند که ممکن است به واقعیت تبدیل نشود.
برای کالبد شکافی نقطه‌نظر اخیر، تجربه شرکت ایستمن کداک (Eastman Kodak) در اوایل 1990 را در نظر بگیرید. در ژانویه سال 1993، ایستمن کداک، کریستوفر استفان (Christopher Steffen) را به‌عنوان مدیر امورمالی شرکت استخدام کرد. براساس پیش‌بینی آن چیزی که استفان می‌توانست برای شرکت انجام دهد، سرمایه‌گذاری بازار کداک به سرعت تا 2/2 میلیارد دلار رشد کرد. وال استریت ژورنال استفان را مرد 2/2 میلیارد دلاری نامید.
در هرحال، استفان با فرهنگ کداک تطبیق نداشت و در آوریل 1993 بدون این که کارش را تمام کند، آنجا را ترک گفت. در نتیجه، ارزش سهام کداک فوراً تا 2 میلیارد دلار سقوط کرد. اما توجه کنید که از زمان ورود استفان به کداک در دسامبر 1992 تا هنگام خروج وی در مارس 1993 چه اتفاقی افتاده است؟ اگر پاداشهای مدیر براساس معیارهای بازاری عملکرد بود، به مدیر براساس ایجاد 2میلیارد دلار که هرگز تحقق نیافت پاداش پرداخت شده است. برای کاهش این مشکل در مقاصد انگیزشی، اغلب شرکتها مقررات درازمدت برای مزایای تعلق گرفته یا اهدای سهام یا اختیار خرید سهام تحمیل می‌کنند و یا یک ماده واحده اضافه می‌کنند که پس گرفتن پاداشهای پرداختی را الزامی می‌کند.
**2- معیارهای بهبودیافته و غیرحسابداری سود**
روش جایگزین دیگر برای پرهیز از مشکلات ذاتی در سود حسابداری و معیارهای وابسته به سود، تلاش برای بهبود معیارهای حسابداری عملکرد است. یعنی انتخاب معیارهای بهتر سود که بسیاری از آنها از قواعد اندازه‌گیری استفاده می‌کنند که با اصول پذیرفته شده حسابداری ناسازگارند. این معیارها می‌توانند بخشی از اختلالهای معیارهای حسابداری را حذف و یا هزینه سرمایه را اندکی تعدیل کنند. به‌راستی بسیاری شرکتها، به‌ویژه آنهایی که در بخش خدمات و صنایع فناوری پیشرفته فعالیت دارند، اکنون توجه بیشتری به معیارهای غیرحسابداری مثل جریانهای نقدی آزاد (FCF)، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک (EBITDA) و سود اقتصادی یا اشکال مختلف معیارهای سود براساس صورتهای مالی پیش‌بینی‌شده دارند که اقلامی را که مدیریت فرض می‌کند غیرطبیعی، غیرمکرر یا کنترل ناپذیرند، شامل نمی‌شود. اقلامی که اغلب اوقات از معیارهای سود پیش‌بینی‌شده حذف می‌شوند، عبارتند از اقلام انتقالی یا غیرنقدی مثل استهلاک سرقفلی، هزینه‌های اعطای اختیار خرید سهام، مخارج ویژه مثل دعوای حقوقی و تغییرات در ارزش منصفانه اوراق مشتقه.
بیگمان، بعضی مدیران به معیارهای غیرحسابداری علاقه دارند تا اخبار بد را اطلاع ندهند، عملکرد شرکت را بهتر نشان دهند و اگر امکان داشته باشد همزمان پاداش خودشان را افزایش دهند. اما همچنین شواهد درخور توجهی وجود دارد که مدیران از معیارهای غیرحسابداری برای مقاصد داخلی استفاده می‌کنند، زیرا معتقدند که سودهای محاسبه‌شده به روش غیرحسابداری سودمندتر از سودهای حسابداری هستند.
برخی پژوهشها بر مقایسه معیارهای غیرحسابداری و حسابداری در بهتر نشان دادن ارزش‌آفرینی تمرکز داشته‌اند. تحقیق‌های مختلفی در نمونه‌های گسترده‌ شرکتها و در صنایع خاص، این مدعا را اثبات کرده‌اند. برای مثال، تحقیقی که بر صندوق سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات (REIT) تمرکز داشت، نشان داد که معیارهای خاص صنعت با عنوان «وجوه حاصل از عملیات» (FFO) رابطه قویتری با تغییرات ارزش سهام در مقایسه با سود خالص حسابداری داشت. این شواهد گویای آن است که حداقل برخی معیارهای غیرحسابداری برای مقاصد مدیریت، اطلاعات بهتری در مقایسه با معیارهای سود و بازده حسابداری ارائه می‌دهند.
**3- گسترش دامنه اندازه‌گیری**
روش سوم برای غلبه بر ضعفهای ذاتی معیارهای حسابداری عملکرد، گسترش دامنه اندازه‌گیری تا چند سال بعد از دوره عملکرد است. در نهایت، در طول کل دوره یک فعالیت اقتصادی، مجموع سودهای ایجادشده توسط بنگاه، برابر با کل ارزش ایجاد شده با فرض تورمِ صفر است. بنابراین انتظار می‌رفت تا رابطه میان معیارهای سود و معیارهای ارزش‌آفرینی بازار در طول دامنه اندازه‌گیری متفاوت باشد که به راستی نیز چنین است.
تحقیقات نشان داده‌اند که در دامنه‌های درازمدت اندازه‌گیری، همبستگی‌ها واقعاً بالاست. در دوره‌های بیش از 10 سال، همبستگی تقریباً 80 درصد است. البته مدیران نمی‌توانند 10 سال صبر کنند تا نشانه‌هایی مبنی بر وجود مشکلاتی در عملکرد مشاهده کنند و هیچکس نمی‌خواهد 10 سال صبر کند تا از میزان پاداشی که دریافت خواهد کرد، آگاه شود.
در بیشتر شرکتها، بررسیهای عملکرد و قراردادهای پاداش براساس دوره‌های یکساله یا کوتاهتر است. اما بعضی شرکتها دوره اندازه‌گیری را به دلایلی به‌ویژه در زمان اعطای پاداشها گسترش می‌دهند. معمولترین دوره اندازه‌گیری برای این نوع طرح انگیزشی درازمدت، 3 سال است، البته بعضی شرکتها از دوره‌های تا 6 سال نیز استفاده می‌کنند.
انگیزه‌های درازمدت مشکلات خودش را دارد. تدوین هدفهای عملکردی کاملاً چالش‌برانگیز برای دوره‌های 3 ساله تا 6 ساله مشکل است، زیرا تحت تاثیر عوامل کلان اقتصادی و رقابتی قرار می‌گیرند. سود اندازه‌گیری‌شده در یک دوره 3 ساله یا 5 ساله هنوز همبستگی کاملی با تغییرات ارزش ندارد. یک مطالعه از نمونه‌ای بزرگ، به همبستگی 57 درصدی در دوره اندازه‌گیری 5 ساله برخورد. به‌علاوه، اثر انگیزشی طرحهای انگیزشی درازمدت کمرنگ می‌شود، زیرا افراد باید مدتی دراز منتظر پرداخت باشند.
**4- ترکیبی از معیارها**
در بیشتر موارد، مشکلات اصلی در ارتباط با معیارهای سود این است که کوتاهمدت و گذشته‌نگرند. بنابراین گزینه منطقی این است که معیارهای سود با سایر معیارها که درازمدت و آینده‌نگرند، تکمیل شوند. بسیاری از این معیارها «شاخصهای اصلی» یا «محرکهای عملکرد» غیرمالی هستند؛ مثل رضایتمندی مشتری، کیفیت محصول یا بهره‌وری هزینه‌های تحقیق و توسعه. پژوهشها نشان داده‌اند که بسیاری از این معیارها دارای محتوای اطلاعاتی هستند که چه میزان ارزش ایجاد شده است و شاخصی اصلی برای نشان دادن سودهایی که در دوره‌های اندازه‌گیری آینده گزارش خواهند شد.
این که بر کدام معیار و به چه میزان توجه --------شود، بستگی بسیاری به نوع کسب‌وکار دارد. باید مستقیماً راهبرد تجاری شرکت را منعکس کنند. در اصل آنها باید آن چیزهایی را که معمولاً به عنوان عوامل اصلی موفقیت بنگاه شناخته می‌شوند، منعکس کنند که ممکن است معیارهای قدرت بازار، امتیازات داده شده، یا تعداد دفعات بازدید از صفحات شبکه جهانی باشد. این معیارها اغلب معیارهای مالی را که برای نظارت مفید هستند (مثل درامدها، هزینه‌های تحقیق و توسعه، هزینه‌های عمومی و اداری و سود عملیاتی)، تکمیل می‌کنند.
در نهایت، یک شرکت می‌تواند تصمیم بگیرد که شاخصهای غیرمالی به‌درستی مهم هستند و معیارهای حسابداری را کاملاً نادیده انگارد. برای مثال، در یک بنگاه کوچک که در مرحله قبل از سوداوری بود و کالاهایی را برای صنعت خودروسازی عرضه می‌کرد، طرح پاداش شرکت برای همه کارکنان، از جمله تیم مدیریت ارشد، فقط براساس معیارهای غیرمالی (تعهدات سفارش جدید، ارسال کالا، کیفیت، و ساخت زیرساخت تولید) بود.
به‌نظر معاونت مالی این شرکت، طرح پاداش ابزاری بود برای تمرکز توجه افراد بر موارد صحیح و به عقیده وی، معیارهای غیرمالی ویژگیهایی دارند که ضروری است به آنها توجه شود. در همان حال که شرکت رشد می‌کند و به زمان عرضه اولیه سهام نزدیک می‌شود، می‌توان موضوع سود را به‌عنوان مبنایی مفید برای فعالیتهای جاری تحویل محصول و کنترل هزینه به طرح پاداش افزود.

**خلاصه**
معیارهای عملکردی که مدیران تحت نظر دارند و در تصمیم‌گیری به‌کار می‌برند، هنگامی که ارزش اقتصادی ایجاد می‌شود باید افزایش یابند و هنگامی که ارزش اقتصادی از بین می‌رود، کاهش یابند. اما معیارهای کوتاهمدت سود و بازده‌های حسابداری، اغلب این‌گونه عمل نمی‌کنند.
عوامل بسیاری بر سودهای حسابداری اثر می‌گذارند که بر ارزش اقتصادی اثر ندارند و برعکس. معیارهای سود حسابداری برگذشته تمرکز دارند، معامله‌محور هستند، وابستگی بسیاری به انتخاب روش اندازه‌گیری دارند و دیدگاه محافظه‌کاری بر آنها تاثیر می‌گذارد، برخی ارزشهای اقتصادی و تغییرات ارزش را که حسابداران نمی‌توانند به‌طور صحیح و عینی اندازه‌گیری کنند همچنین و هزینه سرمایه سهام، ریسک و تغییرات در ریسک را نادیده می‌گیرد.
روشهای پرهیز از مشکلات بالقوه معیارهای حسابداری عملکرد عبارتند از تمرکز بر شاخصهای ارزش‌آفرینی بازار، بهبود معیارهای حسابداری عملکرد، گسترش دامنه اندازه‌گیری به چند سال برای بررسیهای عملکرد و قراردادهای انگیزشی و تکمیل معیارهای سود با معیارهای درازمدت و آینده‌نگر عملکردی.

**منبع**:
• Merchant K. T. Sandino, Four Options for Measuring Value Creation, Journal of Accountancy, Aug. 2009