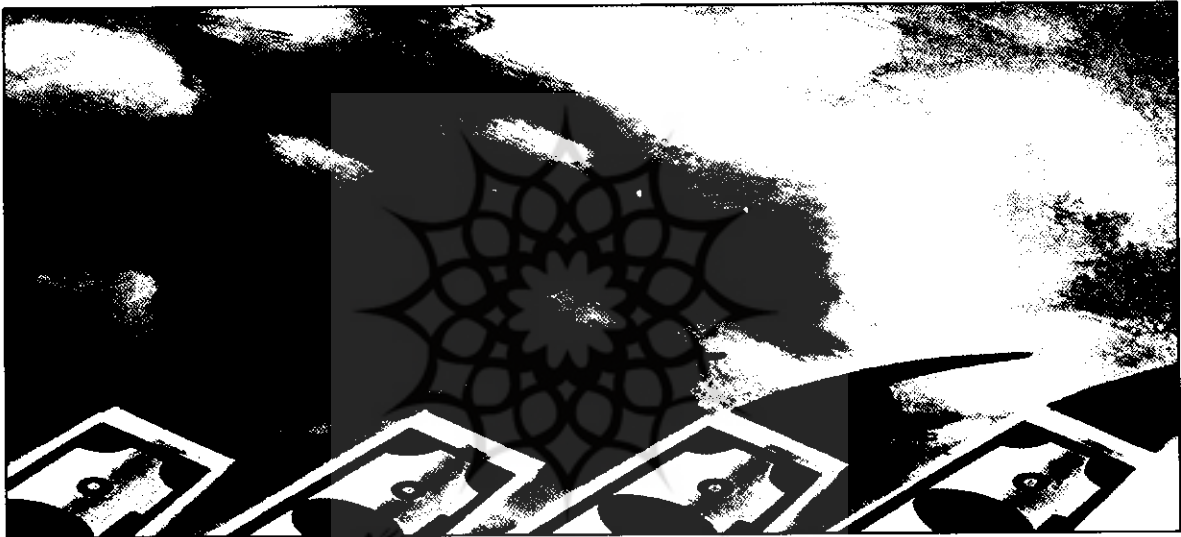


# بررسی معیارهای مالی ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران با تاکید بر معیارهای اقتصادی



دکتر عبدالمهدی انصاری  
استادیار گروه دانشگاه ولی عصر رفسنجان  
محسن کریمی  
عضو هیئت علمی گروه حسابداری

زیانباری بر ثروت سهامداران و در نهایت اقتصاد جامعه به همراه داشته باشد. در نتیجه، ارزیابی صحیح از عملکرد مدیریت به عنوان نماینده سهامداران در شرکت، ضرورت دارد. در شرایطی که امروزه در اکثر موارد از معیارهای سنتی همانند سود هر سهم، نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام جهت ارزیابی عملکرد مدیریت استفاده می‌شود. در این مقاله سعی بر آن است که معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران بررسی شده و در نهایت، معیارهای مبتنی بر رویکرد اقتصادی از جمله ارزش افزوده اقتصادی<sup>۱</sup>، ارزش افزوده

## چکیده

در آستانه قرن بیست و یکم میلادی، اقتصاد اکثریت کشورها به سمت خصوصی‌سازی و مشارکت آحاد جامعه در تامین سرمایه مورد نیاز شرکت‌ها سوق یافته، به گونه‌ای که این امر موجب پیدایش شرکت‌های ملی و چند ملیتی نیز گردیده است. بر این اساس، امروزه نتایج عملکرد شرکت‌ها منفعت انفرادی نداشته و منافع گروه کثیری از آحاد جامعه را تحت تأثیر قرار می‌دهد. تحت این شرایط، عدم کنترل و نظارت صحیح بر عملکرد شرکت‌ها توسط سهامداران ممکن است آثار

اقتصادی تعدیل شده<sup>۲</sup> و ارزش افزوده نقدی<sup>۳</sup> به عنوان مبنای مطلوبی جهت ارزیابی عملکرد مدیریت و تنظیم طرح‌های پاداش مدیریت؛ معرفی گردد.

### واژه‌های کلیدی

ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، ارزش افزوده بازار، ارزیابی عملکرد، ارزش آفرینی، معیارهای حسابداری.

### مقدمه

با پیدایش انقلاب صنعتی، مکانیزه شدن عملیات تولیدی شرکت‌ها به عنوان امری ضروری تلقی گردید. با توسعه شرکت‌ها، نیاز به سرمایه بیشتر احساس شد و همین امر موجب پیدایش شرکت‌های سهامی گردید، به گونه‌ای که در عمل مدیریت از مالکیت جدا و منابع عظیم شرکت‌ها در اختیار کسانی غیر از مالکان آنها (یا به عبارتی سهامداران) قرار گرفت. بدین ترتیب، ارزیابی عملکرد مدیران ضرورت یافت. پیدایش بازارهای سرمایه‌ای که امکان خرید و فروش حقوق مالکانه شرکت‌ها را فراهم می‌نمود، تغییر در انتظارات سهامداران را موجب گردید. در نتیجه، امروزه سهامداران دیگر منتظر بازدهی سالانه نبوده، بلکه به دنبال آن هستند که ارزش سرمایه‌گذاری آنها حداکثر شود. از دیدگاه سهامداران، عملکرد مدیریت در صورتی مطلوب است که به افزایش در ارزش شرکت منجر شده باشد.

با توجه به تئوری نمایندگی<sup>۴</sup>، مدیریت درصدد حداکثر نمودن منافع خویش است؛ لیکن منافع خود را در گرو منافع سهامداران می‌داند. اگر تامین منافع سهامداران خارج از توان مدیریت باشد، این امر می‌تواند خطر اخلاقی به همراه داشته باشد و نیز موجب سوءاستفاده مدیریت در تامین منافع خویش شود. براین اساس، لازم است تا عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران با در نظر گرفتن حدود اختیارات مدیریت ارزیابی شده و پاداش مدیریت نیز با توجه به همین موضوع تعیین شود. تنها از این طریق است که منافع مدیریت با سهامداران همسو شده و در نهایت افزایش در ثروت سهامداران را به همراه خواهد داشت. بدین ترتیب، تعیین معیار ارزیابی عملکرد مدیریت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد.

### مدیریت بر مبنای ارزش<sup>۵</sup>

افزایش در کارایی بازار سرمایه، تخصیص بهینه سرمایه در بین شرکت‌های مختلف را موجب گردیده است و این امر نیز خود متأثر از نحوه عملکرد شرکت‌ها می‌باشد؛ به گونه‌ای که هر چه عملیات شرکت‌ها از کارایی بیشتری برخوردار باشد، سرمایه بیشتری نیز در بازار به آن شرکت اختصاص می‌یابد و به عبارتی، ارزش آفرینی آن بیشتر است. لذا، امروزه معیارهای مورد استفاده شرکت‌ها جهت ارزیابی عملیات، ارزیابی سودآوری و ارزش آفرینی آن‌ها، باید با سازوکار بازار و آنچه در بازار به عنوان ارزش تلقی می‌شود، همخوانی داشته باشد. تحت این شرایط، سیستم اطلاعاتی حسابداری که تا به امروز مورد استفاده قرار می‌گرفته، ناکارآمد بوده و در مقابل بازارهایی با کارایی بالای سرمایه و نیازهای اطلاعاتی رو به افزایش مدیریت و سرمایه‌گذاران؛ پاسخگو نمی‌باشد. همین امر، موجب پیدایش سیستم‌های نوینی تحت عنوان مدیریت بر مبنای ارزش شده و مفاهیم جدیدی از جمله ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده نقدی را موجب گردیده است (ویسنرایدر<sup>۶</sup>، ۱۹۹۷: ۳).

بر اساس سیستم مدیریت بر مبنای ارزش، موفقیت مدیریت در برآورده ساختن خواسته‌های سهامداران مستلزم اتخاذ تصمیماتی است که ثروت آفرینی برای سهامداران را به همراه داشته باشد. به عبارت دیگر، تاکید اصلی این سیستم بر هدایت فعالیت‌های مدیریتی برنامه‌ریزی، سازمان‌دهی و نظارت عملیات سازمان به سمت ارزش آفرینی و شناسایی فعالیت‌های فاقد ارزش افزوده قرار دارد؛ به گونه‌ای که در نهایت، افزایش در ارزش بازار شرکت را به ارمغان خواهد آورد. با افزایش کاربرد سیستم‌های مدیریت بر مبنای ارزش است که منافع مدیریت با سهامداران همسو شده و مبنایی جهت پاداش مدیریت فراهم می‌گردد (ماهاتی<sup>۷</sup>، ۲۰۰۶: ۲۶۵).

### مفاهیم ارزش

ارزیابی صحیح از عملکرد مدیریت، تا حدود زیادی وابسته به تعریف مفهوم ارزش می‌باشد. این تعریف باید بتواند واقعیت اقدامات صورت گرفته توسط مدیریت جهت ارزش آفرینی برای سهامداران را منعکس کند. انتخاب

قیمت‌ها را در نظر نمی‌گیرد.

● سود حسابداری به دلیل اینکه مبتنی بر روش‌های اختیاری حسابداری تعهدی و برآوردها می‌باشد، می‌تواند تحت تاثیر فنون و روش‌های مختلف مدیریت سود قرار گیرد.

● سود حسابداری، هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در سهام شرکت را در نظر نمی‌گیرد؛ به گونه‌ای که در صورت لحاظ نمودن آن ممکن است سهامداران نه تنها سود نبرند، بلکه متحمل زیان نیز بشوند.

● سود حسابداری، ریسک یا مخاطره سود را در نظر نمی‌گیرد.

براین اساس، صرف حداکثر نمودن سود حسابداری موجب افزایش در ارزش شرکت نمی‌گردد؛ بلکه نحوه تحصیل این سود و ماهیت آن از اهمیت بیشتری برخوردار است.

ارزش بازار: ارزش عبارت است از قیمت فروش یک قلم دارایی (البته اگر به فروش برسد). اگر اوراق بهادار یک شرکت در بورس اوراق بهادار معامله شود، معمولاً قیمت معامله موید ارزش بازار آن اوراق می‌باشد.

استفاده از مفهوم ارزش بازار جهت ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران، دارای ایرادهای اساسی زیر است.

● اتکا به قیمت‌های بازار، مستلزم وجود بازارهای سرمایه کارا می‌باشد؛ به گونه‌ای که اطلاعات فعالان در بازار سرمایه اعم از خریدار یا فروشنده یکسان بوده و هیچ فردی قادر به تاثیرگذاری بر قیمت بازار نباشد. وجود سرمایه‌گذاران فرصت طلب (آربیتراژکنندگان) و سرمایه‌گذاران بی‌تجربه و احساسی و دخالت دولت، موجب می‌شود که قیمت بازار منعکس‌کننده ارزش واقعی سهام نباشد (ثقفی، ۱۳۸۲: ۶۸).

● ارزش بازار سهام شرکت، منعکس‌کننده انتظارات سرمایه‌گذاران می‌باشد؛ در حالی که بازدهی سهامداران وابسته به عملکرد مدیریت در دستیابی به این خواسته‌ها است. در ضمن، این دو مورد هیچ‌گاه از نظر زمانی متقارن نمی‌باشند. به عنوان مثال، در شرایطی که شرکت بیانیه‌ای مبنی بر تغییر در مدیریت خویش منتشر نماید، انتظار در بهبود عملکرد شرکت توسط مدیریت جدید موجب افزایش قیمت سهام خواهد شد. حال اگر

مفاهیمی از ارزش جهت ارزیابی عملکرد و پاداش مدیریت توسط سهامداران که تحت تاثیر عواملی خارج از کنترل مدیریت باشد، نه تنها ارزیابی صحیح از عملکرد مدیریت را موجب نمی‌شود، بلکه می‌تواند آثار زیانباری نیز به همراه داشته باشد.

برای تعیین ارزش دارایی‌ها از مفاهیم متعددی استفاده می‌شود. این مفاهیم عبارت است از ارزش دفتری، ارزش بازار، ارزش ذاتی و ارزش با فرض انحلال شرکت. هر یک از این مفاهیم، کاربردی خاص داشته و به این وابسته است که آیا هدف، تعیین ارزش تک‌تک اقسام دارایی‌های شرکت است یا ارزش کل آن؟ (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۱: ۲۷۵).

بدیهی است که سهامداران خواهان تداوم فعالیت شرکت و حداکثر نمودن ارزش کل شرکت و به تبع آن، ارزش هر سهم خود می‌باشند. براین اساس، از بین مفاهیم مختلف ارزش، مفاهیم ارزش دفتری، ارزش بازار و ارزش ذاتی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

ارزش دفتری: ارزش دفتری یکی از مفاهیم حسابداری است و با استفاده از این معیار، ارزش هر یک از اقسام دارایی براساس داده‌های تاریخی تعیین می‌شود. ارزش دفتری دارایی‌ها، بهای تمام شده تاریخی آنها بعد از کسر ذخایر (مانند مطالبات مشکوک‌الوصول) و استهلاک انباشته (در خصوص دارایی‌های ثابت) می‌باشد. ارزش دفتری سهام عادی نیز برابر کلیه اقلامی است که در بخش حقوق صاحبان سهام ثبت می‌شود.

براساس مفهوم ارزش دفتری، ارزش ایجاد شده برای سهامداران طی یک دوره مالی، حاصل تفاوت بین حقوق صاحبان سهام پایان دوره نسبت به ابتدای دوره، بعد از اعمال اثر مبادلات مالکانه (سرمایه‌گذاری مجدد و پرداخت سود سهام) می‌باشد که این همان سود حسابداری است.

استفاده از سود حسابداری به عنوان مبنایی جهت اندازه‌گیری تغییرات در ارزش شرکت دارای ایرادهای اساسی زیر می‌باشد (ناند<sup>۱</sup> و همکاران، ۱۹۹۹: ۳۵۱).

● سود حسابداری یک معیار کوتاه‌مدت است و منافع بلندمدت را مدنظر قرار نمی‌دهد، به گونه‌ای که ممکن است سود فعلی به قیمت از دست دادن سودهای آتی تحصیل شده باشد.

● سود حسابداری، ارزش زمانی پول و تغییرات در سطح

مدیریت جدید عملکردی دقیقاً منطبق با انتظارات سرمایه‌گذاران داشته باشد، بازدهی سهام صرفاً در حد متوسط خواهد بود. لذا، قیمت بازار، عملکرد واقعی مدیر را منعکس نمی‌کند (ردی ایرالا<sup>۹</sup>، ۲۰۰۵: ۱).  
ارزش ذاتی: از این مفهوم زمانی استفاده می‌شود که مسئله سرمایه‌گذاری در سهام و اوراق قرضه یک شرکت مطرح می‌گردد. ارزش ذاتی یک قلم دارایی را به صورت مجموع ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی حاصل از یک قلم دارایی بر مبنای نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار، تعریف می‌کنند. بر این اساس، تفاوت بین ارزش ذاتی یک شرکت در پایان سال نسبت به ابتدای سال، نشان دهنده ارزش ایجاد شده یا از بین رفته طی سال می‌باشد.

بسیاری از شرکت‌ها از الگوی جریان‌های نقدی تنزیل شده همانند خالص ارزش فعلی<sup>۱۰</sup> (NPV) جهت ارزیابی پروژه‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند؛ در حالی که جهت ارزیابی عملکرد کل شرکت توسط سرمایه‌گذاران، از معیارهایی مانند سود، سود هر سهم و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود. ارزیابی تغییرات در ارزش شرکت زمانی صحیح خواهد بود که از معیارهای مشابهی برای انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری و ارزیابی نتایج حاصل استفاده شود (نقل از هال و برامر<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۷: ۴).

استفاده از ارزش ذاتی جهت ارزش آفرینی برای مدیریت، به دلیل اتکا جریان‌های نقدی از عینیت بالایی برخوردار است، همچنین، استفاده از این معیار هزینه فرصت و ریسک سرمایه‌گذاری و ارزش زمانی پول را نیز از طریق نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران منعکس می‌کند که منطبق با روش‌های ارزشیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری، مانند خالص ارزش فعلی و ... می‌باشد.

### رویکردها و معیارهای ارزیابی عملکرد مالی

در برخی از مقالات (انواری رستمی و همکاران، ۱۳۸۳؛ زراعتگری، ۱۳۸۶)، معیارهای ارزیابی عملکرد را با توجه به نوع اطلاعات مورد استفاده برای محاسبه این معیارها طبقه‌بندی کرده‌اند. در نتیجه، معیارهای ارزیابی عملکرد به شرح زیر طبقه‌بندی شده است:

رویکرد حسابداری: در این رویکرد، از ارقام مندرج در صورت‌های مالی نظیر فروش، سود، سود هر سهم، بازده

دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام جهت ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود.

رویکرد تلفیقی: در این رویکرد، سعی بر آن است که با تلفیق ارقام صورت‌های مالی و ارزش‌های بازار، ارزیابی مربوطتری انجام شود. معیارهای ارزیابی در این رویکرد شامل نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (P/B) و نسبت Q توپین<sup>۱۲</sup> می‌باشد. (نسبت Q توپین از تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت یا ارزش جایگزینی آن بدست می‌آید (زراعتگری، ۱۳۸۶: ۱۵)).

رویکرد مدیریت مالی: در این رویکرد، بیشتر از ثوری‌های مدیریت مالی نظیر الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)<sup>۱۳</sup> و مفاهیم ریسک و بازده استفاده می‌شود. تاکید اصلی این رویکرد بر تعیین بازده هر سهم و بازده اضافی هر سهم می‌باشد.

رویکرد اقتصادی: در این رویکرد که در آن 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 رفته مورد ارزیابی قرار می‌گیرد (انواری رستمی و همکاران، ۱۳۸۳: ۷). معیارهای ارزیابی در این رویکرد شامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، ارزش افزوده نقدی و ارزش افزوده بازار<sup>۱۴</sup> می‌باشد.

ارزش افزوده اقتصادی که نخستین بار توسط استوارت<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۰) به عنوان معیاری جهت اندازه‌گیری ارزش آفرینی برای سهامداران مطرح شد، از حاصل ضرب تفاوت بین نرخ بازده (r) با نرخ هزینه سرمایه شرکت (c) در مبلغ سرمایه بدست می‌آید:

$$EVA = (r - c) * \text{capital}$$

که در آن

$$r = \text{NOPAT} / \text{capital}$$

در رابطه بالا، NOPAT بیان‌کننده سود عملیاتی بعد از کسر مالیات است. سرمایه به کار رفته نیز بیان‌کننده ارزش دفتری اقتصادی شرکت است. تعیین این ارزش مستلزم تعدیل ارزش دفتری حسابداری می‌باشد. این تعدیلات متشکل از موارد زیر است (آناند و همکاران، ۱۹۹۹: ۳۵۲):

● تاکید بر ماهیت اقتصادی رویدادها به جای شکل

طرح‌های گذشته و فرصت‌های سودآوری آتی می‌باشد و نشان می‌دهد که شرکت چگونه به طور موفقیت‌آمیزی سرمایه‌اش را بکار گرفته و فرصت‌های سودآور آینده را پیش‌بینی و برای دستیابی به آنها برنامه‌ریزی کرده است (انواری رستمی و همکاران، ۱۳۸۳).

با انتقاد وارد بر ارزش دفتری اقتصادی مبنی بر عدم انعکاس ارزش تمام فرصت‌های آینده، باسیدر و همکارانش در سال ۱۹۹۷ دریافتند که استفاده از ارزش بازار شرکت به جای ارزش دفتری اقتصادی جهت محاسبه ارزش افزوده اقتصادی، بهتر می‌تواند تغییرات در سرمایه‌گذاری‌های سهامداران را منعکس کند. این امر، موجب پیدایش شکل پالایش شده‌ای از ارزش افزوده به نام ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده گردید. در این معیار، مجموع ارزش بازار اوراق سهام و ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت شرکت در ابتدای دوره، مبنای محاسبه هزینه سرمایه قرار می‌گیرد (باسیدر<sup>۱۸</sup> و همکاران، ۱۳:۱۹۹۷).

به دنبال پیچیدگی‌های محاسباتی ارزش افزوده اقتصادی و استفاده‌های ساختاری وارد بر آن، ویسنرایدر (۱۹۹۷) پیشنهاد استفاده از ارزش افزوده نقدی را به عنوان جانشینی بر ارزش افزوده اقتصادی مطرح نمود. در واقع، آنچه که از محاسبه ارزش افزوده اقتصادی حاصل می‌شود، رقمی تقریباً مشابه با جریان‌های نقدی آزاد واقعی<sup>۱۹</sup> می‌باشد. بر این اساس، می‌توان از جریان‌های نقدی آزاد واقعی به عنوان جایگزینی برای ارزش افزوده اقتصادی استفاده نمود (پاریجا، ۴:۲۰۰۱).

ارزش افزوده نقدی از تفاوت بین سود نقدی عملیاتی با هزینه سرمایه بدست می‌آید.

هزینه سرمایه نقدی - سود نقدی عملیاتی بعد از کسر مالیات = ارزش افزوده نقدی

مشخصه‌های معیار مطلوب ارزیابی عملکرد مالی معیاری جهت ارزیابی عملکرد مناسب است که بتواند به خوبی تاثیر اقدامات مدیریت بر ارزش شرکت را منعکس کند. جهت دستیابی به این امر، در تعریف معیار ارزیابی عملکرد باید حداقل سه ویژگی زیر لحاظ شده باشد (ردی ایرالا، ۳:۲۰۰۵).

● مبلغ سرمایه‌گذاری انجام شده

قانونی آنها. این امر مستلزم انجام تعدیلاتی در خصوص اجاره‌های سرمایه‌ای، ابزارهای مالی قابل تبدیل، فروش دارایی‌ها و اجاره مجدد آنها می‌باشد.

● شناسایی سرقفلی. شناسایی سرقفلی نیازمند انجام تعدیلات در مورد علائم تجاری، مهارت‌های نیروی انسانی و مخارج تحقیق و توسعه می‌باشد.

● برگشت ذخایر شناسایی شده در خصوص مالیات‌های انتقالی به دوره‌های آتی و مطالبات مشکوک‌الوصول.

تبدیل ارزش دفتری حسابداری به ارزش دفتری اقتصادی نیازمند حدود ۱۶۰ مورد تعدیلات می‌باشد که این خود بسیار وقت‌گیر بوده و بر پیچیدگی موضوع می‌افزاید. از طرف دیگر و با وجود این محاسبات گسترده، ارزش محاسبه شده از این طریق هنوز منعکس‌کننده ارزش تمام فرصت‌های آینده نمی‌باشد. همین امر موجب پیدایش معیارهای اقتصادی دیگری از جمله ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده نقدی گردیده است (پاریجا<sup>۱۶</sup>، ۵:۲۰۰۱).

استوارت در سال ۱۹۹۰ معیار دیگری تحت عنوان ارزش افزوده بازار جهت ارزیابی ارزش آفرینی شرکت برای سهامداران معرفی نمود. ارزش افزوده بازار، حاصل تفاوت بین ارزش بازار شرکت با ارزش دفتری اقتصادی آن می‌باشد (MVA = TMV - TBV).

بر این اساس، عملکرد شرکت در صورتی برای سهامداران خلق ارزش می‌نماید که ارزش بازار شرکت از ارزش دفتری سرمایه به کار رفته بیشتر باشد (مدیروز<sup>۱۷</sup>، ۲:۲۰۰۲).

ارزش افزوده بازار، بیان‌کننده ارزش فعلی خالص

هزینه سرمایه نقدی شامل سود نقدی پرداختی به سهامداران و بهره پرداختی به اعتباردهندگان می‌باشد (نوروش و حیدری، ۱۳۸۳:۱۲۴). با توجه به الزام شرکت‌ها برای تهیه صورت جریان‌های نقدی به عنوان یک صورت مالی اساسی، می‌توان اطلاعات مورد نیاز جهت تعیین ارزش افزوده نقدی را به راحتی از این صورت مالی استخراج نمود.



● بازدهی کسب شده از محل این سرمایه‌گذاری

● هزینه سرمایه به کار رفته، به گونه‌ای که منعکس‌کننده نرخ بازدهی مورد انتظار متناسب با ریسک باشد.  
از دیدگاه استوارت، معیارهای سود، سود هر سهم و نرخ رشد آن، معیارهای گمراه‌کننده‌ای جهت ارزیابی عملکرد می‌باشند و مطلوب‌ترین معیار ارزیابی عملکرد، معیاری است که ویژگی‌های زیر را دارا باشد:

● بیان‌کننده سود اقتصادی واقعی شرکت باشد.

● دارای رابطه مستقیمی با ثروت آفرینی برای سهامداران باشد.

براین اساس، معیار ارزش افزوده اقتصادی نسبت به سایر معیارها، معیار مطلوب‌تری جهت ارزیابی ارزش آفرینی برای سهامداران می‌باشد (وارتینگتون و وست<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۱: ۳).

با توجه به مطالب بیان شده در خصوص ویژگی‌های مفاهیم ارزش، معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد و معیار مطلوب ارزیابی عملکرد چنین به نظر می‌رسد که معیارهای مبتنی بر اطلاعات حسابداری (ارزش دفتری) و بازار از اعتبار چندانی جهت ارزیابی ارزش آفرینی مدیریت طی یک دوره مالی برخوردار نیستند، از سوی دیگر، می‌توان معیارهای مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی و مشتقات آن از جمله ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده نقدی را که از سهولت بیشتری جهت محاسبه برخوردارند؛ جهت ارزیابی صحیح از عملکرد مدیریت مورد استفاده قرار داد. البته، هرچند که معیار ارزش افزوده بازار مبتنی بر رویکرد اقتصادی است؛ لیکن بیان‌کننده ارزش افزوده ایجاد شده طی عمر واحد تجاری می‌باشد. لذا، امکان استفاده از این معیار جهت ارزیابی ارزش آفرینی ایجاد شده طی یک دوره مالی وجود ندارد (احمدپور و یحیی زاده‌فر، ۱۳۸۴: ۷۹).

مروری بر تحقیقات تجربی انجام شده

ابرن<sup>۲۱</sup> (۱۹۹۶) در تحقیقی که به منظور بررسی مقایسه‌ای رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و سود عملیاتی با ارزش بازار از طریق آزمون هم بستگی طی یک دوره نه ساله (۱۹۸۵-۱۹۹۳) انجام داد؛ دریافت که معیار ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با سود عملیاتی، دارای همبستگی به نسبت بالاتری با ارزش بازار می‌باشد و در صورت استفاده از معیار تغییرات در ارزش افزوده، می‌توان ۷۴ درصد از

تغییرات ارزش بازار را تبیین نمود.

وی موران<sup>۲۲</sup> و همکاران (۱۹۹۶) در تحقیقی که جهت تعیین ارزش بازار شرکت و رابطه آن با ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای حسابداری از جمله نرخ بازدهی دارایی‌ها، نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم از طریق نمونه‌ای ۱۰۰ عضوی از بزرگ‌ترین بانک‌های ایالات متحده آمریکا طی دوره ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۵ انجام دادند؛ به این نتیجه رسیدند که معیار ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با سایر معیارهای بیان شده دارای بیشترین همبستگی با ارزش ثروت ایجاد شده برای سهامداران است.

لین و ماخيجا<sup>۲۳</sup> (۱۹۹۷) در تحقیقی که به منظور بررسی اهمیت معیار ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد از جمله سود قبل از بهره، مالیات و استهلاك و سود خالص در تبیین تغییرات ارزش بازار سهام انجام دادند؛ دریافتند که سود اقتصادی در مقایسه با سایر مفاهیم سود، معیار مطلوب‌تری جهت توضیح تغییرات ارزش بازار می‌باشد.

باسیدر و همکاران (۱۹۹۷) در تحقیقی که جهت تبیین معیار مطلوب ارزیابی عملکرد انجام دادند، دریافتند که معیار ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده در مقایسه با معیار ارزش افزوده اقتصادی، از چارچوبی مفهومی تر برای ارزیابی فعالیت‌های صورت گرفته جهت ارزش آفرینی برای سهامداران برخوردار است. در نتیجه، هر چند که معیار ارزش افزوده اقتصادی دارای همبستگی بالایی با ارزش آفرینی برای سهامداران می‌باشد؛ لیکن از جنبه توجه به میزان سرمایه بکار گرفته شده و ارزیابی بازدهی ایجاد شده برای سرمایه‌گذاران متناسب با ریسک آنها، معیار ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده معیار مطلوب‌تری می‌باشد.

کلیمن<sup>۲۴</sup> (۱۹۹۹) در تحقیقی که جهت بررسی آثار ارزش افزوده اقتصادی بر روی عملکرد شرکت‌ها و ارزش آفرینی آنها برای سهامداران طی سال‌های ۱۹۹۶-۱۹۸۷ انجام داد، در سطح اطمینان ۹۹ درصد به این نتیجه رسید شرکت‌هایی که اقدام به بهبود ارزش افزوده اقتصادی خود نموده‌اند؛ از افزایش چشم‌گیری در حاشیه سود خود نیز برخوردار بوده‌اند. بر این اساس، بازدهی این شرکت‌ها طی دوره چهار ساله بررسی شده به طور متوسط ۲۸/۸ درصد بیشتر از متوسط صنعت بوده است. این امر، باعث ایجاد ارزش

نتایج این تحقیق که منطبق با پژوهش‌های قبلی است، حاکی از همبستگی بالاتری بین ارزش افزوده بازار با ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، ارزش افزوده تعدیل شده براساس تورم و ارزش افزوده طبیعی یا عادی می باشد. همچنین کمترین ضریب همبستگی میان ارزش افزوده بازار و معیارهای سنتی حسابداری از جمله بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام، سود توزیعی هر سهم و سود هر سهم مشاهده گردید.

رامانا<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۴) در تحقیقی که در طی سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۹۹ انجام داد، رابطه بین ارزش افزوده بازار با ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای سنتی حسابداری را از طریق آزمون همبستگی مورد بررسی قرار داد. بر خلاف آنچه که انتظار می رفت، نتایج این تحقیق بیانکننده این بود که از بین معیارهای سنتی حسابداری، سود عملیاتی پس از کسر مالیات و سود خالص پس از کسر مالیات، نسبت به معیار ارزش افزوده اقتصادی بهتر می تواند تغییرات در ارزش بازار شرکت را توضیح دهد. به نظر این محقق، دوره زمانی کوتاه مدت این تحقیق و عدم دسترسی تصمیم‌گیرندگان مالی به اطلاعات مورد نیاز جهت تعدیل سود بعد از مالیات به ارزش افزوده اقتصادی، بر نتایج این تحقیق تاثیرگذار بوده است.

ردی ایرالا<sup>۲۸</sup> (۲۰۰۷) در تحقیقی که به منظور بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای حسابداری از جمله سود هر سهم و نرخ بازده سرمایه بکار گرفته شده براساس ۱۰۰۰ شرکت بزرگ هندی در طی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۰۱ انجام داد، دریافت که ارزش افزوده اقتصادی نسبت به معیارهای حسابداری از همبستگی با اهمیت تری (حداقل ۴۴ درصد) با ارزش افزوده بازار برخوردار است.

نوروش و همکاران<sup>۲۹</sup> (۱۳۸۳)، در تحقیقی رابطه بین ثروت ایجاد شده برای سهامداران و جریان‌های نقدی عملیاتی، سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی را مورد بررسی قرار دادند. براساس نتایج این تحقیق، ارزش افزوده اقتصادی شاخص مناسب تری برای پیش‌بینی ثروت ایجاد شده برای سهامداران می باشد و قادر است سهامداران را در ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای آنها یاری دهد. براساس، شاخص‌های حسابداری که تا به امروز مورد استفاده قرار گرفته‌اند، ناکافی بوده و در برابر چالش‌های رو

بازاری به میزان ۱۲۴ میلیون دلار بیش از متوسط صنعت در خصوص این شرکت‌ها گردیده است. براساس نتایج به عمل آمده از این تحقیق، عمده افزایش در ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های بررسی شده به جای کاهش هزینه‌ها، از محل کاهش دارایی‌های راکد بوده است.

گاتیز<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۰) در تحقیق خود، ۱۱۳ شرکت خدماتی و تولیدی اروپایی و آمریکایی استفاده‌کننده از سیستم ارزیابی عملکرد استراتژیک را به منظور ارزیابی میزان موفقیت مدیران آنها در بهبود کارایی عملیات و ایجاد ارزش افزوده اقتصادی برای سهامداران و تعیین نوع معیارهای ارزیابی عملکرد مورد استفاده آنها، مورد بررسی قرار داد. براساس نتایج این تحقیق، بیش از نیمی از شرکت‌های بررسی شده دارای سیستم مدون جهت ارزیابی استراتژیک عملکرد خود بوده و ۲/۳ از شرکت‌های باقی مانده نیز در صدد ایجاد این سیستم بودند. همچنین، ۴۱ درصد از شرکت‌های دارای سیستم مدون ارزیابی استراتژیک، معیارهای ارزیابی عملکرد خود را مبتنی بر رویکرد ارزشی و ۴۰ درصد مبتنی بر رویکرد ارزیابی متوازن اعلام کردند. در بررسی تاثیر این دو رویکرد بر قیمت سهام نیز مشخص شد که بین این دو، تفاوت معنی داری وجود ندارد.

تورتلا و پرسکو<sup>۲۶</sup> (۲۰۰۲) در قسمتی از تحقیقی که به بررسی آثار تعدیلات ارزش افزوده اقتصادی بر بازدهی شرکت‌ها و واکنش بازار انجام دادند، آثار ارزش افزوده اقتصادی بر جریان‌های نقدی آزاد را مورد بررسی قرار دادند. براساس نتایج حاصل، تعدیل ارزش افزوده اقتصادی به‌طور مستقیم و به‌گونه‌ای با اهمیت، جریان‌های آزاد نقدی شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد.

مدیروس<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۲) در تحقیقی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام را در شرکت‌های برزیلی از طریق رگرسیون خطی مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق بیان‌کننده رابطه با اهمیت میان ارزش افزوده اقتصادی و قیمت سهام می باشد.

هال و برامر<sup>۲۸</sup> (۱۹۹۷) در تحقیقی که تحت عنوان "رابطه بین ارزش بازار شرکت با معیارهای داخلی ارزیابی عملکرد" انجام دادند، نقش معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد در تعیین ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ژوهانسبورگ را مورد بررسی قرار دادند.

به افزایش بازار سرمایه مقاوم نمی‌باشند. بنابراین، لازم است تا تدابیری اندیشیده شود که معیار ارزش افزوده اقتصادی، جایگزین شاخص‌های حسابداری شود و یا حداقل، به همراه شاخص‌های حسابداری، ارائه گردد.

نوروش و حسیدی (۱۳۸۳) در تحقیقی که به منظور بررسی رابطه بین بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ارزش افزوده نقدی و معیارهای سنتی سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی در طی سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۲ انجام دادند، دریافتند که ارزش افزوده نقدی معیار مناسب‌تری جهت تبیین تغییرات قیمت سهام می‌باشد و می‌تواند به عنوان محرکی جهت تغییرات قیمت سهام محسوب شود.

انواری رستمی و همکاران (۱۳۸۳) در تحقیقی که در خصوص بررسی رابطه میان بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات و جریان‌های نقدی عملیاتی در طی سال‌های ۱۳۷۷-۱۳۸۱ انجام دادند، به این نتیجه رسیدند که ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با جریان‌های نقدی، معیار مناسب‌تری جهت تبیین ارزش بازار سهام می‌باشد و در مقایسه با سود قبل از بهره و مالیات، معیار کاراتری در ارتباط با ارزش بازار تلقی می‌شود.

### نتیجه‌گیری

در شرایط امروزی، توسعه بازارهای سرمایه موجب سهولت در امر خرید و فروش اوراق بهادار سرمایه‌ای شرکت‌ها و به تبع آن تغییر در انتظارات سهامداران از سرمایه‌گذاری در شرکت شده است، به گونه‌ای که آنها به دنبال بازدهی سالیانه شرکت نبوده؛ بلکه خواهان حداکثر نمودن ارزش بازار سرمایه‌گذاری خود می‌باشند. هر چند که امروزه جهت ارزیابی عملکرد مدیریت از معیارهای سنتی مبتنی بر سود حسابداری استفاده می‌شود، لیکن به جهت اینکه در محاسبه سود حسابداری هزینه فرصت، ریسک سرمایه‌گذاری، ارزش زمانی پول و منافع بلندمدت شرکت لحاظ نشده است، انتظار می‌رود که بین سود گزارش شده با تغییرات ارزش بازار سهام، تفاوت زیادی وجود داشته باشد. لذا استفاده از معیارهای مبتنی بر رویکرد حسابداری جهت ۱۰ ارزیابی ارزش آفرینی مدیریت برای سهامداران، نامربوط به

نظر می‌رسد. از طرف دیگر، استفاده از تغییرات ارزش بازار شرکت جهت ارزیابی عملکرد مدیریت نیز به جهت اینکه تحت تاثیر عوامل خارج از کنترل مدیریت می‌باشد؛ غیرممکن به نظر می‌رسد. براین اساس، معیاری جهت ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران مطلوب است که دارای همبستگی بالایی با ارزش بازار شرکت بوده و همچنین بیان‌کننده کلیه اقدامات صورت گرفته توسط مدیریت باشد.

با توجه به اینکه نتایج اکثر تحقیقات بررسی شده حاکی از وجود رابطه با اهمیتی میان ارزش افزوده اقتصادی شرکت به عنوان یک معیار داخلی ارزیابی عملکرد، با ارزش افزوده بازار می‌باشد؛ انتظار می‌رود که بتوان از این معیار به عنوان ابزاری جهت ارزیابی ارزش آفرینی مدیریت برای سهامداران و در نهایت پاداش مدیریت استفاده نمود.

به هر حال، معیار ارزش افزوده اقتصادی به دلیل ضرورت اعمال تعدیلات فراوان جهت تبدیل ارزش دفتری حسابداری به ارزش دفتری اقتصادی تعدیل شده، بسیار پیچیده می‌باشد و در مقایسه با معیارهای حسابداری که به سهولت قابل محاسبه می‌باشند؛ از قابلیت عملیاتی کمتری برخوردار است. در نتیجه، لازم است که در صورت امکان از معیارهای ساده‌تری که نتایج تقریباً مشابه‌ای با ارزش افزوده اقتصادی بدست می‌دهند (مانند ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده نقدی)، استفاده شود. هر چند که نتایج تحقیقات موردی بررسی شده حاکی از وجود رابطه‌ای معین بین ارزش اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده نقدی با ارزش افزوده بازار می‌باشد، تصمیم‌گیری در خصوص جایگزینی این دو معیار با ارزش افزوده اقتصادی، نیازمند انجام پژوهش‌های بیشتری می‌باشد.

### پی‌نوشت‌ها:

- 1- Economic Value Added(EVA)
- 2- Refined Economic Value Added(REVA)
- 3- Cash Value Added
- 4- Agency Theory
- 5- Value Base Management(VBM)
- 6- Weissenrieder
- 7- Mohanty
- 8- Annand



## ب - منابع انگلیسی

- 1- Annand, M., Garg, A. and A. Arora (1999). "Economic Value Added: Business Performance Measure of Shareholder Value." the management accounting, pp 351-356.
- 2- Bacidore, J. M.; Boquist, J. A.; Milborn, T. T. and A. V. Thankor (1997). "The Search for the Best Financial Performance Measure" Financial Analyst Journal, pp. 11-20.
- 3- Gates, S. (2000). "Strategic Performance Measurement Systems: Translating Strategy in to Results" Journal of Applied corporate finance. Vol. 4, No. 3, PP 44-59.
- 4- Hall, J. H. and L. M. Brummer(1997)."The Relationship Between the Market value of a Company and Internal Performance Measurements".
- 5- Kleiman, R. T. (1999). "Some New Evidence on EVA Companies" Journal of Applied corporate Finance, Vol. 2, NO. 2, pp 80-91.
- 6- Lehn, K. and A. K. Makhija (1997). "EVA Accounting Profits, and CEO Turnover: An Empirical Examination." Journal of Applied Corporate Finance, VOI. 10. No. 2, pp. 90-97.
- 7- Medeiros, O. R. D (2002). "Empirical Evidence on the Relationship Between EVA and Stock Returns in Brazilian Firms".
- 8- Mohanty, P (2006). "Modified TVA- Based Performance Evaluation" Management Review, Vol. 18, No. 3, pp. 264-273.
- 9- Obyrne, S. F. (1996). "EVA And Market Value" . Pareja, V. (2001). "Economic Measurement: Investment Recovery And Value Added-IRVA."
- 10- Ramana, D. V. (2004). "Market Value Added And Economic Value Added : Some Empirical Evidences".
- 11- Reddy Irala, L. (2005). "EVA: the Right Measure of Managerial Performance" Indian Journal Of Accounting & Finance, Vol. 119, No. 2, PP 1-10.
- 12- Reddy Irala, .L. R. (2007). "Corporate Performance Measures in India: An Empirical Analysis"
- 13- Tortella, B. D. and S. Bursco. (2002). "The Economic Value Added: An Analysis of Market Reaction".
- 14- Vymura, D. G.; Kantor, C. C. and J. M. Petit (1996). "EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, Profitability Measurement" Journal Of Applied Corporate Finance, Vol. 9, No. 2, pp 94-111.
- 15- Weissenrieder, F. (1997). "Value Base Management: Economic Value Added or Cash Value Added?".
- 16- Wothington, A. C. and T. West (2001). "Economic Value Added: A Review Of The Theoretical and Empirical Literature".

- 9- Reddy Irala
- 12- Net Present Value(NPV)
- 11- Hall & Brummer
- 12- Tobin's
- 13- Capital Assets Pricing Model(CAPM)
- 14- Market Value Added (MVA)
- 15- Stewart
- 16- Pareja
- 17- Medeiros
- 18- Bacidore
- 19- Real cash free
- 20- Worthington & West
- 21- Obery
- 22- Vymura
- 23- Lehn & Makhija
- 24- Kleiman
- 25- Gates
- 26- Tortella & Bursco
- 27- Ramana

## منابع:

## الف - منابع فارسی

- ۱- احمد پور، احمد و محمود یحیی زاده فر (۱۳۸۴) "مدیریت مالی یک" چاپ دوم، انتشارات دانشگاه مازندران.
- ۲- انواری رستمی، علی اصغر، تهرانی، رضا و حسن سراجی (۱۳۸۳). "بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات، جریان‌های نقدی فعالیت‌های عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۷، ۳۰۲۱.
- ۳- ثقفی، علی (۱۳۸۲). "تحقیقات حسابداری در جستجوی قیمت سهام." پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، سال سوم، شماره هشتم، ۶۳-۷۶.
- ۴- جهانخانی، علی و علی پارسائیان (مترجم) (۱۳۸۱). مدیریت مالی (جلد دوم). چاپ هفتم، تهران: انتشارات سمت.
- ۵- زراعنگری، رامین (۱۳۸۶). "بررسی کاربرد نسبت Q توبین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران." پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- ۶- نوروش، ابرج و مهدی حیدری (۱۳۸۳) "ارزیابی عملکرد مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با مدل CVA و بررسی رابطه آن با بازده سهام." بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۸، ۱۴۷-۱۲۱.
- ۶- نوروش، ابرج، صالحی، فایق و غلامرضا کرمی (۱۳۸۳). "بررسی رابطه جریان‌های نقد عملیاتی، سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۷، ۱۴۶-۱۲۱.