

۸۷,۱۰,۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰
۸۷,۱۰,۱۱



[Handwritten signature]

به نام خدا



دانشکده مدیریت و حسابداری

پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد حسابداری

عنوان پایان نامه:

«نقش ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده در ثروت سهامداران»

استاد راهنما:

دکتر محمد قسیم عثمانی

استاد مشاور:

دکتر شاپور محمدی

اساتید داور:

دکتر حسین عبده تبریزی دکتر غلامحسین اسدی

دانشجو:

جمشید سهرابی

بهار ۱۳۸۲

۱۱۱۱۰۲

[Handwritten stamp: اداره معاملات سازمان ملل]

[Handwritten stamp: ۱۳۸۲/۱۰/۱]

کرم ابراهیم و یک لایه خلق

بخوان به نام پروردگارت که تغییر د

لایه خلق عالم

خانی که به وسیله کلمه سوره سوره

عالم لایه خلق عالم

به آنی آنچه را که نمی دانست

تیم به عنوان عزیزم

کار احطك حضور زنگی پور من پور

تقدیر و تشکر

- با سپاس از خداوند منان، بدینوسیله از زحمات اساتید محترم سپاسگذاری و قدردانی مینمایم.
- جناب آقای دکتر عثمانی که طی سالهای گذشته تا به امروز زحمات زیادی را متقبل شدند و دروس مختلف را به من آموختند و مرا در انجام این رساله یاری نمودند.
- جناب آقای دکتر محمدی که مشاوره های ارزنده ای در زمینه مباحث اقتصادسنجی ارائه نمودند.
- اساتید محترم داور جناب آقای دکتر عبده تبریزی که مشتاقانه اوقات شریفشان را صرف مطالعه تحقیق حاضر نمودند و جناب آقای دکتر اسدی که دلسوزانه روش علم و تحقیق را به من نشان دادند.
- و استاد ارجمند جناب آقای دکتر جهانخانی که همواره روشنی بخش راه من بودند.
- همچنین از آقایان بیک زاده، عبادی، صادقی و...، مسولین محترم آموزش، دکتر فدایی نژاد، معاونت دانشجویی، سازمان بورس و همه کسانی که در مراحل مختلف تهیه و ارائه این تحقیق بنده را یاری نمودند کمال تشکر را دارم.
- در پایان از زحمات و الطاف پدر و مادر عزیزم که در این سالها با صبر و بردباری مرا همراهی نموده و روشنگر زندگی ام بوده اند صمیمانه تشکر و قدردانی مینمایم و بر خود لازم میدانم از زحمات برادر عزیزم کیوان و خواهران بزرگووارم و خانواده محترم امین پور تقدیر و تشکر نمایم.

جمشید سهرابی

j.sohrabi@yahoo.com

نام خانوادگی : سهرابی

نام : جمشید

دانشکده : مدیریت و حسابداری

رشته تحصیلی و گرایش : حسابداری

نام استاد راهنما : دکتر محمد قسیم عثمانی

تاریخ فراغت از تحصیل : تا پستان ۱۳۸۷

عنوان پایان نامه: نقش ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده در ثروت سهامداران

چکیده

سهامداران مالک اصلی واحد تجاری می باشند و پیوسته به دنبال حداکثر کردن ثروت خویش هستند و این ثروت برای آنها در نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری حاصل خواهد شد. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای اندازه گیری عملکرد و ارزش سهام یک شرکت باعث می شود ارزش شرکت به سمت ارزش واقعی سوق پیدا نکند لذا سرمایه گذاران نیاز به ابزار و معیارهایی برای اندازه گیری عملکرد و تعیین ارزش شرکت دارند. در این میان معیارهای ارزش افزوده اقتصادی و سود حسابداری دارای اهمیت ویژه ای هستند و ادعا شده که ارزش افزوده اقتصادی نسبت به مدل های حسابداری از ایرادات کمتری برخوردار است و قادر به نشان دادن ارزش واقعی شرکت است. هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکت های نمونه در بازار سرمایه ایران منجر به ایجاد ارزش افزوده بازار یا به عبارتی افزایش ثروت سهامداران میشود یا خیر؟ و آیا ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده به همراه سایر معیارهای عملکرد رقیب میتواند رفتار بازده سهام را توضیح دهد؟ تورم موجب انحرافهایی در مدل ارزش افزوده اقتصادی میشود که کوتاهی تصحیح یا تعدیل آن موجب عدم تخصیص سرمایه و تناقض در برنامه های جبران خدمات مدیریت در صورت استفاده از EVA میشود. لذا با انجام تعدیلات مختلف سعی شده EVA محاسباتی را به سود صحیح اقتصادی نزدیک کنیم. با توجه به شرایط ذکر شده در فصل سوم ۶۳ شرکت طی سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفت. نتایج تحقیق که با استفاده از مدل های رگرسیون معمولی OLS و مدل های رگرسیون با داده های تلفیقی Panel Data. تخمین زده شد نشان داد که وقتی EVA را تصحیح یا تعدیل میکنیم رابطه معناداری بین EVA و MVA برقرار میشود و در مقابل وقتی EVA و MVA را به درستی اندازه نمی گیریم ارتباطی بین آنها حاصل نمیشود. این موضوع نقش EVA تعدیل شده در افزایش یا کاهش ثروت سهامداران و ضرورت تعدیل آن را جهت انعکاس در ارزش بازار سهام را نشان میدهد. همچنین بررسی رابطه بین EVA تعدیل شده و سایر معیارهای عملکرد رقیب با بازده سهام، ارتباط معنادار اما ضعیف این متغیرها با بازده سهام را نشان داد.

فصل اول: کلیات تحقیق

۲	.....	مقدمه
۲	.....	۱- تعریف موضوع و بیان مسئله تحقیق
۳	.....	۲- اهمیت موضوع تحقیق
۴	.....	۳- هدف تحقیق
۵	.....	۴- فرضیه‌های تحقیق
۵	.....	۵- قلمرو تحقیق
۶	.....	۶- فرهنگ و اژگان تحقیق

فصل دوم: ادبیات موضوعی تحقیق

۸	.....	<u>بخش اول: اهداف شرکت و ارزیابی عملکرد</u>
۹	.....	۱- اهداف شرکت
۹	.....	۱-۱- به حداکثر رساندن سود
۱۲	.....	۱-۲- به حداکثر رساندن ثروت سهامداران
۱۴	.....	۱-۲-۲- منطق نهفته در این هدف
۱۶	.....	۲- نقش مدیران در واحدهای تجاری
۱۹	.....	۳- تعیین سنجش عملکرد و ارتباط آن با فرآیند مدیریت
۲۰	.....	۴- اندازه‌گیری عملکرد
۲۱	.....	۵- رویکردهای ارزیابی عملکرد
۲۱	.....	۵-۱- رویکرد حسابداری
۲۲	.....	۵-۱-۱- محدودیتهای ارقام حسابداری
۲۳	.....	۵-۱-۲- معیارهای مرتبط با ارزش در مدل حسابداری و ایرادهای وارده بر آن
۲۴	.....	۵-۱-۲-۱- سود
۳۱	.....	۵-۱-۲-۲- رشد سود
۳۲	.....	۵-۱-۲-۳- سود هر سهم
۳۳	.....	۵-۱-۲-۴- تقسیم سود
۳۴	.....	۵-۱-۲-۵- نرخ بازده حقوق صاحبان سهام
۳۵	.....	۵-۱-۲-۶- جریان نقدی آزاد
۳۸	.....	۵-۲- رویکرد تلفیقی

۳۸.....	۳-۵- رویکرد مدیریت مالی
۳۹.....	۴-۵- رویکرد اقتصادی
۳۹.....	۱-۴-۵- در جستجوی معیار برتر عملکرد
۴۱.....	۶- عملکرد عملیاتی در برابر عملکرد داد و ستد
۴۲.....	بخش دوم: ارزش افزوده اقتصادی و بازار
۴۲.....	۱- کلیات مفهوم ارزش
۴۲.....	۱-۱- تفکر مثبتی بر ارزش (VBM)
۴۳.....	۲-۱- تعیین ارزش افزوده
۴۳.....	۳-۱- اهداف و کاربرد آن
۴۴.....	۲- تئوری بازار کار و تخصیص بهینه منابع
۴۵.....	۳- حقیقت بازار سهام و تخصیص بهینه منابع
۴۶.....	۴- ارزش افزوده اقتصادی (EVA)
۴۸.....	۱-۴- EVA معیاری مطمئن برای اندازه‌گیری عملکرد و تعیین ارزش شرکت
۴۹.....	۲-۴- تاریخچه EVA
۵۳.....	۱-۲-۴- شرکت‌هایی که EVA را بکار برده‌اند
۵۴.....	۲-۲-۴- پیش‌بینی AICPA در مورد EVA
۵۴.....	۳-۴- تفاوت EVA و سود باقیمانده (RI)
۵۴.....	۴-۴- تفاوت EVA و سود جاری
۵۵.....	۵-۴- تعریف EVA و فواید آن
۵۹.....	۶-۴- دلایل اهمیت EVA
۶۱.....	۷-۴- EVA و قیمت سهام
۶۲.....	۱-۷-۴- برخی شواهد تجربی
۶۴.....	۵- محاسبه EVA
۶۵.....	۱-۵- نرخ بازده کل سرمایه
۶۷.....	۱-۱-۵- نرخ بازده از دیدگاه تأمین مالی
۷۰.....	۲-۱-۵- نرخ بازده از دیدگاه عملیاتی
۷۱.....	۲-۵- یک تعادل مهم
۷۲.....	۳-۵- معادله‌های سرمایه

صفحه	عنوان
۷۳	۱-۳-۵- فهرستی از معادله‌های سرمایه
۷۴	۱-۳-۵- ذخیره مالیات بر در آمد انتقالی
۷۶	۱-۳-۵- ذخیره Lifo
۷۷	۱-۳-۵- استهلاک انباشته سرقفلی
۷۸	۱-۳-۵- سرقفلی ثبت نشده
۷۸	۱-۳-۵- داراییهای نامشهود
۸۰	۱-۳-۵- تبدیل تلاشهای موفق به هزینه‌یابی کامل
۸۱	۱-۳-۵- سایر ذخایر معادله‌های سرمایه
۸۲	۴-۵- نکاتی در مورد تعدیلات
۸۵	۵-۵- هزینه سرمایه
۸۷	۱-۵-۵- هزینه بدهی
۸۸	۲-۵-۵- هزینه سهام ممتاز
۸۹	۳-۵-۵- هزینه سهام عادی
۸۹	۴-۵-۵- روشهای برآورد هزینه سهام عادی
۸۹	۱-۴-۵-۵- روش مبتنی بر ارزش فعلی جریانهای نقدی (مدل DCF)
۹۵	۲-۴-۵-۵- روش مبتنی بر الگوی قیمت‌گذاری داراییهای سرمایه‌ای (CAPM)
۹۹	۳-۴-۵-۵- روش مبتنی بر بازده اوراق قرضه به اضافه صرف ریسک
۹۹	۴-۴-۵-۵- روش نرخ بازده تاریخی
۱۰۰	۵-۵-۵- هزینه سود انباشته
۱۰۰	۶-۵-۵- میانگین موزون هزینه سرمایه
۱۰۱	۶- ارزش افزوده بازار (MVA)
۱۰۲	۱-۶- رابطه بین EVA و MVA
۱۰۴	۲-۶- محاسبه MVA
۱۰۴	۳-۶- MVA و ثروت سهامداران
۱۰۵	۴-۶- MVA و NPV
۱۰۶	۵-۶- EVA کلیدی برای حداکثر کردن MVA
۱۰۶	۶-۶- مزایای MVA
۱۰۷	۷-۶- تغییرات MVA

- ۱۰۷..... ۶-۸- تغییرات EVA و MVA
- ۱۰۸..... ۶-۹- جهات مختلف EVA و MVA
- ۱۰۹..... ۷- برابری روش ارزشیابی EVA با جریان نقدی آزاد (FCF)
- ۱۰۹..... ۸- EVA و MVA استاندارد شده
- ۱۱۱..... ۹- معایب EVA
- ۱۱۲..... ۱۰- EVA و پاداش
- ۱۱۷..... ۱۱- EVA و ABC
- ۱۱۸..... ۱۲- محاسبه نرخ بازده سرمایه‌گذاری در سهام عادی (بازده سهام)
- ۱۲۱..... ۱۳- محاسبه سود قبل از اقلام غیر مترقبه
- ۱۲۲..... ۱۴- مواردی از تحقیقات پیشین
- ۱۲۲..... ۱-۴-۱- تحقیقات خارجی
- ۱۲۲..... ۱-۴-۱-۱- شواهدی از رابطه بین EVA و MVA (Stewart)
- ۱۲۲..... ۱-۴-۱-۲- EVA حقیقت یا خیال - رابطه بین EVA و معیارهای حسابداری با MVA (Stewart)
- ۱۲۳..... ۱-۴-۱-۳- EVA و ارزش بازار (O' Byrne)
- ۱۲۵..... ۱-۴-۱-۴- EVA برای بانکها (Uyemura and Kantor, ...)
- ۱۴-۱-۵- ارزش افزوده اقتصادی: یک تحلیل تجربی از ارزش افزوده اقتصادی
به عنوان نماینده‌ای برای ارزش افزوده بازار (Kramer and Pushner) ۱۲۶.....
- ۱۳۰..... ۱-۴-۱-۵-۱- رابطه بین EVA و MVA (Thomas)
- ۱-۴-۱-۶- رابطه بین EVA و MVA: تفکیک اثرات بازار در مقابل اثرات ناشی از
شرکت (Ziama and Turetsky) ۱۳۰.....
- ۱۳۴..... ۱-۴-۱-۶-۱- رابطه بین EVA و MVA (Grant)
- ۱۳۴..... ۱-۴-۱-۷- EVA و ارزش افزوده نقدی ایجاد ارزش برای سهامداران نمی‌کند (Fernandez)
- ۱۳۸..... ۱-۴-۱-۸- آیا EVA نسبت به سود برتری دارد؟ (Biddle and Bowen, ...)
- ۱-۴-۱-۹- محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی: یک تحلیل مقایسه‌ای با سود،
جریانهای نقدی و سود باقیمانده (West and Wortington) ۱۴۰.....
- ۱-۴-۱-۱۰- ارزش افزوده اقتصادی: یک بررسی تجربی از یک معیار
عملکرد جدید (Chen and Dodd) ۱۴۳.....
- ۱-۴-۱-۱۱- جستجو برای بهترین معیار عملکرد مالی (Bacidor and Boquist, ...) ۱۴۶.....

- ۱۴-۲- تحقیقات داخلی ۱۴۸
- بخش سوم: انحراف EVA در شرایط تورمی (و در کشورهای در حال توسعه)
- و ضرورت تعدیل آن: ۱۵۳
- ۱- تورم و انحراف ناشی از نرخ بازده داراییها در EVA ۱۵۴
- ۱-۱- NoPAT و اثر هزینه استهلاک تاریخی ۱۵۴
- ۱-۲- Capital، بهای تمام شده تاریخی و ارزش دفتری ۱۵۴
- ۱-۳- NOPAT و کاهش ارزش بدهی اسمی ۱۵۴
- ۲- تورم و انحراف ناشی از بکارگیری نرخ بازده مورد توقع اسمی سرمایه‌گذاران در EVA ۱۵۵
- ۲-۱- افزایش Capital با نرخ تورم ۱۵۷
- ۲-۱-۱- ساختار سرمایه فقط شامل حقوق صاحبان سهام است ۱۵۷
- ۲-۱-۱-۱- عدم تناسب نرخ بازده (تعدیل شده) داراییها با نرخ بازده مورد توقع اسمی ۱۵۸
- ۲-۱-۱-۱-۱- سود عملیاتی پس از مالیات در برابر نرخ بازده مورد توقع اسمی ۱۵۹
- ۲-۱-۱-۱-۲- بررسی قدرت خرید اصل سرمایه (مقایسه وجوه ریخته شده در شرکت با وجوه سپرده شده در بانک) ۱۶۰
- ۲-۱-۱-۳- تعدیل اقتصادی EVA اسمی، سود تحقق نیافته یا سود نگهداری دارایی و ذخیره Lifo ۱۶۲
- ۲-۱-۱-۳-۱- EVA تعدیل شده ۱۶۳
- ۲-۱-۱-۳-۲- خروج نرخ تورم از نرخ بازده مورد توقع اسمی ۱۶۳
- ۲-۱-۱-۴- بخش اسمی هزینه سرمایه سهامداران، سود تحقق نیافته داراییها (افزایش ارزش دارایی) و قیمت سهام ۱۶۴
- ۲-۱-۱-۵- تورم و مدل ارزیابی سهام ۱۶۵
- ۲-۱-۱-۶- برخی عوامل اثرگذار بر رابطه تورم و قیمت سهام ۱۶۵
- ۲-۱-۱-۷- تأثیر عوامل فوق بر عملکرد شرکت و ثروت سهامداران و پوشش بخش اسمی هزینه سرمایه ۱۶۷
- ۲-۱-۲- ساختار سرمایه شامل بدهی و حقوق صاحبان سهام است ۱۶۸
- ۲-۱-۲-۱- نرخ بهره و عملکرد شرکت ۱۶۹
- ۲-۱-۲-۲- بررسی راهکارهایی جهت پوشش بخش اسمی هزینه بهره ۱۶۹
- ۲-۱-۲-۳- تأثیر تورم بر بدهی ۱۷۰

۱۷۰.....	۱-۳-۲-۱-۲- کاهش ارزش واقعی بدهی اسمی و سود اقتصادی
۱۷۱.....	۲-۳-۲-۱-۲- سود سرمایه بدهی و ایجاد جریان نقدی برای سهامداران
۱۷۵.....	۴-۲-۱-۲- تعدیل اقتصادی EVA اسمی و مدل‌های مربوطه
۱۷۷.....	۱-۴-۲-۱-۲- خالص عایدات، صرفه جویی مالیاتی و ارزش شرکت‌های اهرمی
۱۷۸.....	۲-۴-۲-۱-۲- نکاتی در مورد مدل EVA تعدیل شده
۱۷۹.....	۵-۲-۱-۲- تبدیل مدل‌های فوق به مقادیر واقعی (خالص از تورم) جهت مقایسه
	۱-۵-۲-۱-۲- مقایسه مدل مذکور با مدل سود باقیمانده اصلاح شده (تعدیل شده) در
۱۸۱.....	ادبیات.....
۱۸۲.....	۶-۲-۱-۲- تأثیر سود سرمایه بدهی بر ثروت سهامداران
۱۸۴.....	۱-۶-۲-۱-۲- سود سرمایه بدهی و قیمت سهام
۱۸۵.....	۲-۶-۲-۱-۲- مقایسه مدل ارزیابی سود باقیمانده اصلاح شده اسمی با مقادیر واقعی
۱۸۷.....	۷-۲-۱-۲- تورم غیر منتظره و سود سرمایه بدهی
۱۸۸.....	۸-۲-۱-۲- کاهش تورم مورد انتظار و سود سرمایه بدهی
۱۸۹.....	۹-۲-۱-۲- نکاتی در مورد تقسیم سود سرمایه بدهی (PD) بین سهامداران و مزایای آن
۱۹۷.....	۲-۲- افزایش Capital با نرخ متفاوت از تورم
۱۹۷.....	۳- تورم، عملکرد شرکت و EVA
۱۹۹.....	بخش چهارم: سایر مسایل مربوط به EVA
۱۹۹.....	۱- EVA و فعالیت‌های غیر عملیاتی
۱۹۹.....	۲- EVA و تغییر نرخ بهره (به دلایلی به جز تورم)
۱۹۹.....	۳- معیار REVA - استفاده از MV به جای Capital
۲۰۲.....	۱-۳- EVA و نقد معیار REVA

فصل سوم: روش تحقیق

۲۰۵.....	۱- طرح تحقیق
۲۰۶.....	۲- حوزه مکانی و زمانی پژوهش
۲۰۶.....	۳- جامعه آماری
۲۰۷.....	۴- روش جمع‌آوری اطلاعات
۲۰۸.....	۵- متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آنها

صفحه	عنوان
۲۱۵.....	۶- روش آزمون فرضیات
۲۱۶.....	۶-۱- ناهمسانی واریانس
۲۱۷.....	۶-۲- خود همبستگی
۲۱۸.....	۶-۳- مانایی
۲۱۹.....	۶-۴- مدل‌های رگرسیونی با داده‌های مقطعی و سری زمانی (داده‌های تلفیقی)

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۲۲۶.....	۱- آزمون فرضیه تحقیق در حالت کلی
۲۲۶.....	۱-۱- فرضیه اول
۲۲۶.....	۱-۱-۱- آزمون فرضیه الف
۲۳۲.....	۱-۱-۲- آزمون فرضیه ب
۲۳۸.....	۱-۱-۳- آزمون فرضیه الف - ۱
۲۴۳.....	۱-۱-۴- آزمون فرضیه ب - ۱
۲۴۸.....	۱-۲- آزمون فرضیه دوم
۲۵۶.....	۲- آزمون فرضیه در سطح اندازه مختلف شرکتها
۲۵۶.....	۲-۱- آزمون فرضیه الف
۲۶۱.....	۲-۲- آزمون فرضیه الف-۱

فصل پنجم: تحلیل یافته ها، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

۲۶۶.....	۱- نتایج تحقیق
۲۷۰.....	۲- محدودیت‌های تحقیق
۲۷۱.....	۳- پیشنهادها
۲۷۱.....	۳-۱- پیشنهاد‌های برخاسته از تحقیق
۲۷۱.....	۳-۲- پیشنهاد‌هایی برای تحقیقات آینده
۲۷۲.....	۳-۳- پیشنهاد محقق
۲۷۳.....	منابع و مأخذ
۲۷۸.....	پیوست

فصل اول

«کلیات تحقیق»

مقدمه

نقش واحدهای تجاری در ساختار اقتصادی کشورها برکسی پوشیده نیست. امروزه واحدهای تجاری به عنوان پایه اصلی اقتصاد کشورها، حجم زیادی از منابع اقتصادی، نظیر: نیروی کار، مواد اولیه و سرمایه - را مورد استفاده قرار می‌دهند و در مقابل با توجه به حجم تولید و فروش، نقش حائز اهمیتی را در توسعه و پیشرفت اقتصادی کشورها ایفا می‌نمایند. به همین دلیل بحث در خصوص واحدهای تجاری و مباحثی چون نقش واحدهای تجاری، هدف واحدهای تجاری، عملکرد واحدهای تجاری مورد توجه نظریه پردازان و محققان علم اقتصاد، مدیریت و حسابداری قرار گرفته و در این راستا تحقیقات و پژوهشهای فراوانی به انجام رسیده است. میان این موضوعات مختلف مبحث ارزیابی عملکرد مدیران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

سهامداران مالکان اصلی واحد تجاری می‌باشند و پیوسته به دنبال حداکثر کردن ثروت خویش هستند و این افزایش ثروت برای آنها تنها در نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری حاصل خواهد شد. به همین دلیل آنها همیشه نسبت به موضوع ارزیابی عملکرد واحد تجاری اهمیت خاصی قائل می‌باشند. از اینرو افزایش ثروت سهامداران و ایجاد ارزش برای آنان از اهداف اصلی مدیران شرکتهای به شمار می‌رود.

به همین دلیل رشته مدیریت مالی در راستای جستجوی علمی برای تحقق اهداف فوق‌الذکر است.

1) تعریف موضوع و بیان مسئله

در شرایط فعلی نیاز به رشد سرمایه‌گذاری و تشکیل سرمایه جهت رشد و توسعه اقتصادی کشور بیش از هر زمان دیگر احساس می‌گردد. برای اینکه بینیم شرکت از سرمایه‌ای که در اختیارش قرار گرفته به درستی استفاده کرده یا نه باید تکنیکها و شیوه‌های را بکار بریم و از معیارهایی جهت ارزیابی عملکرد شرکت استفاده کنیم.

معیار ارزش افزوده اقتصادی (EVA) یک معیار نسبتاً جدید می‌باشد که می‌تواند هم مدیران را به استفاده بهینه از منابع مالی ترغیب کرده و هم سرمایه‌گذاران را در انتخاب گزینه‌های مناسب جهت سرمایه‌گذاری هدایت کند. ارزش افزوده اقتصادی نشان‌دهنده سود مازاد بر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است. EVA بر توانایی واحد تجاری در سود آوری بیش از بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران اشاره دارد. این معیار تأثیر سیاستهای مدیریت را بر روی ارزش سهام اندازه‌گیری می‌کند که از تفاضل سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و کل هزینه سرمایه بکار گرفته شده در شرکت حاصل می‌شود.

مفهوم ارزش افزوده اقتصادی (EVA) مبتنی بر نظریه سود اقتصادی است. به این مفهوم که واحد تجاری علاوه بر پوشش هزینه‌های عملیاتی خود هزینه سرمایه را نیز پوشش می‌دهد. از طریق محاسبه ارزش فعلی EVA های آتی می‌توان ارزش افزوده بازار یا ارزش افزوده شده به سرمایه شرکت را پیش بینی کرد. در این تحقیق در صدد بررسی نقش EVA در ایجاد ارزش افزوده بازار در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ارتباط EVA و سایر معیارهای عملکرد رقیب، با بازدهی حاصل از سرمایه گذاری در سهام عادی در شرکتهای مذکور می‌باشیم.

۲) اهمیت موضوع تحقیق

در دنیای رقابتی امروز ایجاد ارزش و خلق ثروت برای سهامداران یکی از اهداف اصلی هر فرد و بنگاه سرمایه گذار یا سرمایه پذیر است. سرمایه‌گذاران خواستار آنند که سرمایه خود را روز به روز افزایش داده و آنرا به حداکثر برسانند. به همین دلیل مترصد فرصتهای سرمایه‌گذاری ای هستند که بیشترین ثروت را برای آنان خلق می‌نماید. لذا به دنبال این موضوع هستند که بدانند کدامیک از فرصتهای سرمایه‌گذاری بیشتر از سایر موارد برای آنها خلق ارزش می‌نماید و ثروت آنها را افزایش می‌دهد آنان برای نیل به این مقصود نیاز به ابزار و معیارهایی برای شناسایی و اندازه‌گیری ارزش بالقوه موجود در هر یک از فرصتهای سرمایه گذاری دارند. به طور کلی برای اکثر مردم بخصوص سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار این سؤال مطرح است که چگونه می‌توان ارزش یک شرکت را به طور صحیح اندازه‌گیری کرد. در عمل دیده شده است که سهامداران از اطلاعات و معیارهای غلطی برای قضاوت در مورد ارزش سهام شرکتهای استفاده می‌کنند. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای اندازه‌گیری عملکرد و ارزش سهام یک شرکت باعث می‌شود که قیمت سهام شرکتهای به سمت ارزش واقعی آنها سوق پیدا نکند و این پدیده معمولاً موجب ضرر و زیان یک گروه از خریداران سهام و سود سرشار گروه دیگر می‌شود. (جهانخانی، ۱۳۷۴، ۴۲)

به نظر می‌رسد ارائه روشی مطمئن جهت ارزیابی عملکرد یک شرکت و به تبع آن تعیین ارزش واقعی سهام می‌تواند زمینه سرمایه گذاریهای موفق را فراهم آورد و مشارکت سرمایه گذاران در بازار سرمایه را به همراه داشته باشد. (کارشناسان و متخصصین مالی و حسابداری رویکردها و معیارهای را برای تصمیم‌گیری به سرمایه گذاران ارائه نموده‌اند که در فصل دوم به آن اشاره شده است).

لذا واحدهای تجاری نیازمند معیارهای قابل اتکاء جهت ارزیابی فعالیتهای تجاری می‌باشند. در این زمینه معیارهای گوناگون ارزش افزوده اقتصادی و سود حسابداری دارای اهمیت ویژه‌ای هستند. علت تأکید بر سود حسابداری این است که اطلاعات موجود در باره سود نشانه توانایی فعلی و آتی یک مؤسسه برای ایجاد جریانهای نقدی است اما نکته حائز اهمیت این است که علاوه بر مبلغ سود، کیفیت آن نیز مهم است. به عبارتی دیگر سود مورد نظر با چه میزان سرمایه گذاری و با چه نرخ بازده مورد انتظاری به دست آمده است. در بحث ارزش افزوده اقتصادی به کیفیت سود نیز توجه می‌شود.

همچنین برای اینکه EVA محاسباتی را به ارزش واقعی و سود صحیح اقتصادی نزدیکتر کنیم لازم است در شرایطی که تورم بر کشور حاکم است تعدیلاتی را بر روی EVA انجام دهیم تا این معیار تصویر بهتری از عملکرد شرکت را نشان دهد چون تورم منجر به انحرافات در EVA می‌شود که باید به آن توجه کرد در غیر اینصورت EVA خلق ارزش در شرکت را به درستی نشان نمی‌دهد.

۳) هدف تحقیق

اصولاً معیارهایی که تاکنون در رابطه با تعیین ارزش شرکت و عملکرد مدیران مطرح شده است را می‌توان به دو دسته طبقه بندی نمود یک دسته تحت عنوان مدل‌های حسابداری نام برده شده است و دیگری تحت عنوان مدل‌های اقتصادی. در مدل‌های اقتصادی ارزش سهام یک شرکت تابعی از قدرت کسب سود داراییهای موجود و سرمایه‌گذاریهای بالقوه و مابه‌التفاوت نرخ بازده و هزینه سرمایه است. (جهانخانی، ۱۳۷۴، ۴۲)

در مدل حسابداری ارزش یک شرکت تابعی از معیارهای مختلف نظیر سود هر سهم، نرخ رشد سود، بازده حقوق صاحبان سهام، جریانهای نقدی و ... می‌باشد. معیارهای فوق هر یک به نوعی دارای معایبی هستند که چنانچه به عنوان مبنای اندازه‌گیری عملکرد قرار گیرند ممکن است واقعیت‌های موجود را به درستی نشان ندهند.

در مقابل معیارهای حسابداری، روش ارزش افزوده اقتصادی است که ادعا شده از ایرادات کمتری برخوردار است و قادر به نشان دادن ارزش واقعی شرکت است. هدف این تحقیق بررسی و مطالعه ارزش افزوده اقتصادی است. اینکه آیا ارزش افزوده اقتصادی توانایی تعیین و اندازه‌گیری افزایش یا کاهش ارزش در واحدهای تجاری را دارد یا خیر؟ آیا کسب سودی مزاد بر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران منجر به ایجاد ارزش افزوده بازار می‌گردد؟ و آیا EVA می‌تواند رفتار بازده سهام را توضیح دهد؟

۴) فرضیه‌های تحقیق

فرض عبارت است از یک بیانیه ظنی و حدسی یا یک پیشنهاد آزمایشی و احتمالی در باره چگونگی روابط بین دو یا چند متغیر است (نادری و دیگران، ۱۳۸۰، ۳۵).
به دنبال این سؤال که آیا ارزش افزوده اقتصادی در بازار سرمایه ایران با ثروت سهامداران ارتباط دارد دو فرضیه اصلی زیر در نظر گرفته شده است.

فرضیه‌های تحقیق در حالت کلی

فرضیه اول: بین EVA و MVA ارتباط معناداری وجود دارد.

الف- بین تغییرات EVA تعدیل شده و تغییرات MVA ارتباط معناداری وجود دارد.

ب- بین سطح EVA تعدیل شده و MVA ارتباط معناداری وجود دارد.

الف-۱- بین تغییرات EVA تعدیل نشده و تغییرات MVA ارتباط معناداری وجود دارد.

ب-۱- بین سطح EVA تعدیل نشده و MVA ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین EVA تعدیل شده و سایر معیارهای عملکرد رقیب (REINC, NCF, EBEI) با بازده سهام (Ri) ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه در سطح اندازه مختلف شرکتها: الف و الف - ۱

الف- اندازه شرکتها در رابطه بین تغییرات EVA تعدیل شده و تغییرات MVA معنی دار هستند.

الف-۱- اندازه شرکتها در رابطه بین تغییرات EVA تعدیل نشده و تغییرات MVA معنی دار هستند.
EVA تعدیل شده بدین معنی است که در شرایطی که تورم وجود دارد تعدیلاتی جهت نشان دادن هرچه بهتر سود صحیح اقتصادی بر روی EVA محاسباتی انجام می‌دهیم. بدیهی است که وقتی EVA تعدیل می‌شود MVA نیز از بابت Capital تعدیل می‌شود. در اینجا منظور از MVA همان MVA تعدیل شده است. در فرضیه دوم جهت جلوگیری از تورش شدن تخمینها متغیرهای دیگری را هم وارد مدل کردیم اما هدف اصلی بررسی EVA و بازده سهام بوده است.

۵) قلمرو تحقیق

قلمرو مکانی: به منظور دسترسی بیشتر و قابلیت اتکاء بالاتر به اطلاعات، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان قلمرو مکانی تحقیق در نظر گرفته شده است.

قلمرو زمانی: دوره زمانی تحقیق سالهای ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۵ را در بر می‌گیرد. دوره زمانی ۱۳۷۵ الی ۱۳۸۰ و ۱۳۷۱ الی ۱۳۸۰ (قبل از قلمرو زمانی تحقیق) نیز جهت محاسبه نرخ رشد، نسبت سود تقسیمی هر سهم به سود هر سهم، تعدیل ارزش دفتری دارایی‌های ثابت، تعدیل هزینه استهلاک و .. مورد مطالعه قرار گرفته است.

۶ فرهنگ واژگان تحقیق

ارزش افزوده اقتصادی (EVA): عبارت است از سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات منهای هزینه سرمایه بکار گرفته شده در اول دوره.

ارزش افزوده بازار (MVA): ارزش فعلی EVAS آتی یا اختلاف بین ارزش بازار شرکت و ارزش جاری سرمایه بکار گرفته شده در اول دوره می‌باشد.

ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده: تعدیل یا تصحیح EVA به موجب انحرافهای ناشی از تورم می‌باشد.

تغییر در ارزش افزوده اقتصادی (ΔEVA): اختلاف بین ارزش افزوده اقتصادی در دو مقطع زمانی مختلف.

تغییر در ارزش افزوده بازار (ΔMVA): اختلاف بین ارزش افزوده بازار در دو مقطع زمانی مختلف.

بازده سهام (R_i): بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در سهام در یک دوره زمانی.

سود قبل از اقلام غیر مترقبه (EBE): سودی است قبل از کسر اقلام غیر مترقبه، که در این تحقیق و با توجه به مقالات موجود تفاوت سود عملیاتی پس از کسر مالیات و هزینه بهره پس از کسر مالیات می‌باشد.

خالص جریانهای نقدی حاصل از عملیات (NCF): خالص جریانهای نقدی ورودی و خروج است که از عملیات شرکت حاصل می‌شود.

سود باقیمانده (RI): سودی است که پس از کسر هزینه سرمایه شرکت از سود عملیاتی بعد از مالیات، باقی می‌ماند که تعدیلات اقتصادی در مورد آن انجام نمی‌شود.

سرمایه (Capital): کل وجوهی است که در شرکت بدون توجه به طریق تأمین مالی آن سرمایه‌گذاری یا ریخته شده است.

سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات (NOPAT): سود عملیاتی است که خالص از هزینه استهلاک است و پس از کسر مالیات برای تمامی تأمین کنندگان سرمایه در دسترس می‌باشد.

هزینه سرمایه شرکت (WACC): میانگین موزون هزینه منابع مالی بکار رفته در شرکت است.

سود سرمایه بدهی (PD): سودی است که ناشی از کاهش ارزش بدهیها در برابر داراییهای واقعی شرکت حاصل می‌شود که از حاصلضرب نرخ تورم در خالص ارزش بدهی شرکت حاصل می‌شود. خالص ارزش بدهی تفاوت بدهیها و داراییهای اسمی می‌باشد.

فصل دوم

«ادبیات موضوعی تحقیق»