



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



**دانشگاه آزاد اسلامی**  
**واحد تهران مرکزی**  
**دانشکده اقتصاد و حسابداری**

**پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد (M.A)**  
**گرایش : حسابداری**

**عنوان :**

**بررسی رابطه بین فرصتهای رشد و ارزش افزوده نقدی**

**استاد راهنما :**

**دکتر آرزیتا جهانشاد**

**استاد مشاور :**

**دکتر محمد رضا عسگری**

**پژوهشگر :**

**فرزانه رحمانی**

**زمستان ۱۳۹۰**

تقدیم به همسر عزیزم که امید بخش و

تکیه گاه من بوده است

به پاس صبر و بردباریش

## تشکر و قدردانی:

سپاس خداوند یکتا را که هر چه دارم از اوست.

اکنون بر خود لازم می دانم تا مراتب سپاس خود را از بزرگوارانی به جا آورم که الطافشان باعث به سرانجام رسیدن این پژوهش شد.

نهایت سپاس و تشکر خالصانه خود را به استاد عالیقدر سرکار خانم دکتر آزیتا جهانشاد که با حوصله و بزرگواری تمام راهنمایی این پژوهش را بر عهده گرفته و همواره پشتیبان من در تمام مراحل آن بوده اند، تقدیم می دارم.

هم چنین از استاد ارجمند جناب آقای دکتر محمد رضا عسگری که صبورانه مشاوره این پژوهش را بر عهده داشته اند و از هیچ تلاشی در زمینه غنا بخشیدن به آن دریغ ننموده اند کمال تشکر و سپاسگذاری را می نمایم.

## تعهد نامه اصالت پایان نامه کارشناسی ارشد

اینجانب فرزانه رحمانی دانش آموخته مقطع کارشناسی ارشد ناپیوسته به شماره دانشجویی ۸۷۰۸۴۶۳۹۴۰۰ در رشته حسابداری که در تاریخ ۱۳۹۰/۱۱/۳۰ از پایان نامه خود تحت عنوان :  
بررسی رابطه بین فرصتهای رشد و ارزش افزوده نقدی با کسب نمره ۱۷.۷۵ و درجه بسیار خوب دفاع نموده ام بدینوسیله متعهد می شوم:

- ۱- این پایان نامه حاصل تحقیق و پژوهش انجام شده توسط اینجانب بوده و در مواردی که از دستاوردهای علمی و پژوهشی دیگران (اعم از پایان نامه، کتاب، مقاله و...) استفاده نموده ام، مطابق ضوابط و رویه های موجود، نام منبع مورد استفاده و سایر مشخصات آن را در فهرست ذکر و درج کرده ام.
- ۲- این پایان نامه قبلاً برای دریافت هیچ مدرک تحصیلی (هم سطح، پایین تر یا بالاتر) در سایر دانشگاهها و موسسات آموزش عالی ارائه نشده است.
- ۳- چنانچه بعد از فراغت از تحصیل، قصد استفاده و هر گونه بهره برداری اعم از چاپ کتاب، ثبت اختراع و .... از این پایان نامه داشته باشم، از حوزه معاونت پژوهشی واحد مجوزهای مربوطه را اخذ نمایم.
- ۴- چنانچه در هر مقطع زمانی خلاف موارد فوق ثابت شود، عواقب ناشی از آن را بپذیرم و واحد دانشگاهی مجاز است با اینجانب مطابق ضوابط و مقررات رفتار نموده و در صورت ابطال مدرک تحصیلی ام هیچگونه ادعایی نخواهم داشت.

**نام و نام خانوادگی :**

**تاریخ و امضاء**

## بسمه تعالی

در تاریخ: ۹۰/۱۱/۳۰

کارشناسی ارشد خانم فرزانه رحمانی از پایان نامه خود دفاع نموده و با نمره ۱۷.۷۵ بحروف هفده و هفتاد و پنج و با درجه بسیار خوب مورد تصویب قرار گرفت .

**امضاء استاد راهنما:**

## فهرست مطالب

صفحه

عنوان

### فصل اول: کلیات تحقیق

#### مقدمه ۲

۲	بیان مساله	۱-۴
۵	اهمیت تحقیق و انگیزه انتخاب آن	۱-۴
۷	هدفهای تحقیق	۱-۳
۸	سوالات یا فرضیه های تحقیق	۱-۴
۱۰	مدل تحقیق	۱-۵
۱۰	روش تحقیق	۱-۶
۱۰	جامعه آماری و حجم آن	۱-۷
۱۱	برآورد حجم نمونه و روش نمونه گیری	۱-۸
۱۱	روش گردآوری اطلاعات	۱-۴
۱۱	روش تجزیه و تحلیل اطلاعات	۱-۱۰
۱۲	متغیرها و واژه های کلیدی	۱-۱۱

### فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق

#### مقدمه ۱۴

۱۵	۱-۲- مفهوم ارزش	۲-۱
۱۶	۲-۲- فرصتهای سرمایه گذاری	۲-۲
۱۷	۳-۲- فرصتهای رشد	۲-۳
۱۹	۴-۲- ماهیت سرمایه گذاری	۲-۴
۲۰	۲-۴-۱- ماهیت فرصتهای سرمایه گذاری	۲-۴-۱
۲۰	۲-۴-۲- نگاهی گذرا بر فرصتهای سرمایه گذاری	۲-۴-۲
۲۱	۲-۴-۳- شناسایی فرصتهای سرمایه گذاری	۲-۴-۳
۲۱	۲-۴-۴- عوامل خارجی تاثیر گذار بر فرصتهای سرمایه گذاری	۲-۴-۴
۲۳	۲-۴-۵- فرآیند اجرایی و استفاده از فرصتهای سرمایه گذاری	۲-۴-۵
۲۳	۲-۵- مفاهیم ارزش افزوده	۲-۵
۲۵	۲-۵-۱- استفاده کنندگان از صورت ارزش افزوده	۲-۵-۱
۲۶	۲-۵-۲- کاربردهای ارزش افزوده	۲-۵-۲
۲۷	۲-۵-۳- محاسبه ارزش افزوده	۲-۵-۳



۲۷	۶-۲- شاخص های سنجش عملکرد
۳۵	۷-۲- مقایسه مفاهیم ارزش افزوده نقدی و ارزش افزوده اقتصادی
۳۷	۸-۲- پیشینه و تکامل CVA
۳۸	۹-۲- بررسی مفهوم سود نقدی
۳۸	۹-۲-۱- اهمیت جریانهای نقدی
۴۰	۹-۲-۲- مفهوم سود نقدی عملیاتی
۴۰	۱۰-۲- مفهوم ارزش افزوده نقدی بر اساس دیدگاه گروه مشاوران اتوسون و ویسنرایدر
۴۱	۱۰-۲-۱- مدیریت مبتنی بر ارزش
۴۴	۱۰-۲-۲- مبنای تئوریک مدیریت مبتنی بر ارزش
۴۵	۱۰-۲-۳- تعریف مدیریت بر مبنای ارزش
۴۵	۱۰-۲-۴- مزایا و محدودیتهای ارزش افزوده نقدی در دیدگاه گروه اتوسون و ویسنرایدر
۴۶	۱۱-۲- مفهوم ارزش افزوده نقدی بر اساس دیدگاه گروه مشاوران بوستون
۴۷	۱۱-۲-۱- معیارهای کلیدی خلق ارزش بر اساس دیدگاه سود باقی مانده
۴۸	۱۱-۲-۲- چهارچوب و پیوستگی معیارهای خلق ارزش بر مبنای نظریه گروه B.C.G
۴۹	۱۱-۲-۳- کاربردهای CVA
۵۰	۱۱-۲-۴- محاسبه CVA بر اساس دیدگاه سود باقی مانده
۵۳	۱۱-۲-۵- تعریف هزینه سرمایه (WACC)
۵۳	۱۱-۲-۵-۱- منطق کاربرد هزینه سرمایه
۵۴	۱۱-۲-۵-۲- هزینه بدهی
۵۵	۱۱-۲-۵-۳- هزینه سهام ممتاز
۵۶	۱۱-۲-۵-۴- هزینه سهام عادی
۵۸	۱۱-۲-۵-۵- هزینه سود انباشته
۵۸	۱۱-۲-۵-۶- میانگین موزون یا ترکیبی هزینه سرمایه
۶۱	پیشینه تحقیق

## فصل سوم: روش شناسی تحقیق

۷۰	مقدمه
۷۱	۳-۱- روش تحقیق
۷۱	۳-۲- فرضیه های تحقیق
۷۱	۳-۲-۱- فرضیه اول
۷۱	۳-۲-۲- فرضیه دوم
۷۲	۳-۳- تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

- ۷۲ ..... ۱-۳-۳- متغیر مستقل
- ۷۲ ..... ۲-۳-۳- متغیر وابسته
- ۷۳ ..... ۴-۳- قلمرو تحقیق
- ۷۳ ..... ۱-۴-۳- دوره زمانی انجام تحقیق
- ۷۳ ..... ۲-۴-۳- مکان تحقیق
- ۷۳ ..... ۳-۴-۳- جامعه آماری
- ۷۵ ..... ۴-۴-۳- روش یا روشهای نمونه گیری
- ۷۵ ..... ۵-۳- روش های گردآوری اطلاعات
- ۷۶ ..... ۶-۳- روش آماری تجزیه و تحلیل داده ها
- ۷۶ ..... ۱-۶-۳- تجزیه و تحلیل با استفاده از آمار توصیفی
- ۷۷ ..... ۲-۶-۳- تجزیه و تحلیل با استفاده از آمار استنباطی
- ۷۷ ..... ۱-۲-۶-۳- تحلیل همبستگی
- ۷۷ ..... ۱-۱-۲-۶-۳- ضریب همبستگی اسپیرمن
- ۷۸ ..... ۲-۱-۲-۶-۳- مفهوم معنی داری همبستگی
- ۷۹ ..... ۲-۲-۶-۳- تعریف رگرسیون
- ۷۹ ..... ۱-۲-۲-۶-۳- رگرسیون چند متغیره
- ۸۰ ..... ۲-۲-۲-۶-۳- مدل رگرسیون
- ۸۱ ..... ۳-۲-۲-۶-۳- آزمون معنادار بودن مدل خط رگرسیون
- ۸۲ ..... ۴-۲-۲-۶-۳- فرض های کلاسیک مدل رگرسیون خطی
- ۸۳ ..... ۵-۲-۲-۶-۳- آزمون دوربین واتسون
- ۸۳ ..... ۳-۲-۶-۳- آزمون مقایسه میانگین دو گروه مستقل
- ۸۵ ..... ۴-۲-۶-۳- آزمون کلموگروف- اسمیرنوف
- ۸۵ ..... ۷-۳- مراحل عمومی آزمون فرض آماری
- ۸۵ ..... ۱-۷-۳- مرحله اول، تعریف فرضیه های آماری  $H_0$  و  $H_1$
- ۸۶ ..... ۲-۷-۳- مرحله دوم، تعیین توزیع نمونه گیری و نوع آماره آزمون
- ۸۶ ..... ۳-۷-۳- مرحله سوم، تعیین سطح زیر منحنی  $H_0$  و  $H_1$  و محاسبه مقدار بحرانی
- ۸۶ ..... ۴-۷-۳- مرحله چهارم، تصمیم گیری

### فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده های تحقیق

- ۸۸ ..... مقدمه
- ۸۹ ..... ۱-۴- توصیف داده ها
- ۹۰ ..... ۲-۴- بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

۹۱	-----	۳-۴- بررسی ضریب همبستگی بین متغیرها با همبستگی دسته ای اسپیرمن
۹۲	-----	۳-۴-۱- فرضیه اول
۹۳	-----	۳-۴-۲- فرضیه دوم
۹۳	-----	۴-۴- مدل رگرسیون ساده خطی
۹۸	-----	۴-۵- بررسی اعتبار مدل
۹۹	-----	نمودارها

## فصل پنجم: خلاصه ، نتیجه گیری ، پیشنهادات

۱۰۲	-----	مقدمه
۱۰۳	-----	۱-۵- نتایج تحقیق
۱۰۳	-----	۱-۱-۵- فرضیه های تحقیق
۱۰۳	-----	۱-۱-۱-۵- مدل استفاده شده برای متغیر وابسته
۱۰۵	-----	۱-۱-۲-۵- مدل استفاده شده برای متغیر مستقل
۱۰۵	-----	۱-۵-۲- نتایج آزمون فرضیه اول
۱۰۶	-----	۱-۵-۲-۱- تفسیر نتیجه آزمون فرضیه اول
۱۰۶	-----	۱-۵-۳- نتایج آزمون فرضیه دوم
۱۰۷	-----	۱-۵-۳-۱- تفسیر نتیجه فرضیه دوم
۱۰۷	-----	۲-۵- نتیجه کلی تحقیق
۱۰۷	-----	۳-۵- پیشنهادات برای تحقیقات آتی
۱۰۹	-----	منابع مورد استفاده
۱۱۳	-----	پیوست

## فهرست جدول ها

<u>شماره</u>	<u>شرح جدول</u>	<u>صفحه</u>
۱-۴	جدول آمار توصیفی به تفکیک شرکت ها با فرصت رشد بالا و پایین	۸۹
۲-۴	آزمون کلموگروف- اسمیرنف برای بررسی نرمال بودن CVA و LN CVA	۹۰
۱-۳-۴	ضرایب همبستگی اسپیرمن جهت ارتباط آنها با متغیر وابسته	۹۲
۲-۳-۴	ضرایب همبستگی اسپیرمن جهت ارتباط آنها با متغیر وابسته	۹۳
۴-۴	آزمون تحلیل واریانس برای بررسی معناداری مدل	۹۴
۴-۴	ضریب همبستگی، ضریب تعیین و آماره دوربین واتسون	۹۵
۴-۴	برآورد ضریب مدل و جهت ارتباط آنها در ارتباط با متغیر وابسته	۹۶

## فهرست نمودارها

<u>شماره</u>	<u>شرح جدول</u>	<u>صفحه</u>
الف	نمودارهای پراکنش باقی مانده در مقابل مقادیر برآورد شده جهت تشخیص همسانی واریانس	۹۹
ب	نمودارهای پراکنش	۱۰۰

فصل اول:

کلیات تحقیق

انتخاب روش ارزشیابی برای پاسخ گویی به نیاز سرمایه گذاران در تعیین بهای مورد مبادله از جمله مواردی است که تحلیل گران و سرمایه گذاران در دهه اخیر به آن توجه بسیاری دارند. روشی که در افق زمانی محدود بتواند ویژگی های ریسک و هزینه را پوشش دهد، هم چنین ارزشیابی که منصفانه ترین ارزش را برای تصمیم گیری در اختیار سرمایه گذار بالقوه قرار دهد، همواره یکی از موضوع های مورد بحث است. اما این پرسش مطرح می شود که کدام روش ارزشیابی پاسخ گوی انتظارات سرمایه گذاران است؟ در ارزشیابی ممکن است که عامل های ارزش آفرینی شرکت در قالب پوشش های غیر مالی قرار گرفته باشند. بنابراین، فرصتهای رشد را نمی توان تنها با جریان های نقد تنزیل شده یا ارزش فعلی جریانهای نقد تعیین نمود، بلکه باید به عامل های دیگری نیز توجه کرد که در خلق فرصتهای رشد برای شرکت نقش دارند. سرمایه گذاران، اعتباردهندگان، کارکنان، مشتریان و مدیران به شکلی چشم گیر در توانایی واحد تجاری برای ایجاد جریانهای نقدی مطلوب ذینفع هستند (Gadd., ۱۹۸۹).

مدل ارزش گذاری مبتنی بر سود های باقی مانده، ارزش شرکت را به عنوان تابعی از ارقام جاری و مورد انتظار حسابداری بیان می کند، به طوری که اولسن<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) و پنمن و سوجیانس<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) ارزش شرکت را متأثر از سه عامل ارزش دفتری حقوق مالکان، سودهای باقی مانده و سایر اطلاعات می دانند تا بتوان با تعیین ارزش شرکت نزدیک به ارزش ذاتی، ارزش منصفانه را در بازار سرمایه تعیین نمود. روش سود باقی مانده (مازاد خالص) به دنبال پویایی سود خالص است.

## ۱-۱- بیان مساله تحقیق :

در این پژوهش دو موضوع مهم یعنی فرصتهای رشد و نحوه ارزیابی عملکرد بر اساس روش ارزش افزوده نقدی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

سرمایه گذاران همواره تمایل دارند تا از میزان موفقیت مدیران در به کارگیری از سرمایه شان آگاهی یابند. آنها علاقمندند دریابند از سرمایه گذاری انجام شده چه اندازه ارزش ایجاد شده است. ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت از مهم ترین اهداف شرکتهای محسوب می شود. نقش معیارهای ارزیابی

---

1- Olsen

2- Penman and Sougiannis

عملکرد در انعکاس عملکرد شرکتها از طریق محتوای اطلاعاتی موجودشان نیز پر رنگ تر شده است. باید اشاره نمود که حد اکثر کردن ارزش بازار سهام شرکتها از اهداف اولیه و اساسی هر شرکتی محسوب می شود. به این منظور تحلیل گران به دنبال معیاری هستند تا با در نظر گرفتن هزینه سرمایه و نرخ بازده سرمایه گذاری برای حداکثر کردن ارزش شرکت و افزایش ثروت سهامداران اقدام کنند (Desai and Ferri, ۲۰۰۶).

از سوی دیگر روشهای ارزیابی سنتی مورد خرده گیری واقع شده و روشهای نوین از جمله CVA به عنوان موضوع مهم محافل اقتصادی و حسابداری قرار گرفته است و طرفداران این روش معتقدند یکی از روشهای مناسب نحوه عملکرد شرکتها می باشد. اینجا ممکن است این پرسشها برای پژوهشگر پیش آید که آیا شرکتهایی که فرصتهای رشد بالاتری دارند از ارزش افزوده نقدی بالاتری نیز برخوردار هستند؟ آیا با این روش رفاه سهامداران و هم چنین رفاه مدیریت فراهم می شود یا خیر؟ آیا سهامداران می توانند شرکتهایی که فرصتهای رشد آنها بالاتر است را نسبت به شرکتهایی که فرصتهای رشد آنها پایین تر است در اولویت قرار دهند؟

با مطرح شدن این پرسشها، انگیزه اصلی انجام پژوهشی برای یافتن پاسخ به پرسشها شکل گرفته و تلاش می شود با بررسی این موضوع و تجزیه و تحلیل نمودن داده ها به پرسشهای طرح شده پاسخ داده شود.

فرصتهای رشد نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. در این میان سرمایه گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند. زیرا آنچه باعث موفقیت می گردد استفاده بهینه از فرصتهای سرمایه گذاری موجود است که جهت این امر می بایست سیاستهای مالی موثر بر ایجاد فرصتهای رشد را در واحدهای تجاری شناسایی کرد. فرصتهای رشد نشان دهنده استعداد بالقوه شرکت در سودآوری و سرمایه گذاری می باشد. فرصتهای سرمایه گذاری در طی مراحل مختلف دارای چرخه عمر متفاوت است و شرکتی که از انعطاف پذیری بالایی جهت استفاده از این فرصتها برخوردار باشد، چشم انداز روشنی از آینده آن متصور است. فرصتهای سرمایه گذاری از جمله عوامل موثر بر رشد مناسب سود شرکتها می باشند. از طرفی اکثر قریب به اتفاق شرکتهای منحل شده به دلیل ضعف مالی و فقدان سودآوری به مرحله انحلال کشیده شده اند. به طور کلی سودآوری و افزایش رشد سود شرکت باعث می شود که ارزش بازار منابع شرکت نسبت به ارزش دفتری منابع بیشتر شود و در نتیجه توان

بالمقوله جذب سرمایه گذاری های شرکت نیز بیشتر خواهد شد. امروزه سیستم های اطلاعاتی حسابداری در کمترین زمان اطلاعات لازم را در دسترس استفاده کنندگان قرار می دهد تا در تصمیم گیریها مورد استفاده قرار گیرد. به هر حال اطلاعات مربوط درباره آینده بسیار با اهمیت است و این اطلاعات مربوط را بیشتر و بهتر از همه مدیریت می تواند در اختیار استفاده کنندگان و سرمایه گذاران قرار دهد. استفاده به موقع و منطقی از فرصتهای سرمایه گذاری واحدهای تجاری تاثیر بسزایی در ایجاد رشد سود شرکت دارد (شکیبایی، ۱۳۸۵).

اغلب شرکتها با مسائلی هم چون نحوه تامین مالی وجوه و چگونگی استفاده از سرمایه موجود در جهت حداکثر کردن بهره وری و افزایش ارزش و فرصتهای سرمایه گذاری مواجه می باشند. در دوره اخیر با توجه به تغییرات سریع تکنولوژی و افزایش انتظارات سهامداران، تصمیم گیریهای مالی به تخصص مدیران بستگی دارد. هم چنین با توجه به اهمیت اطلاعات حسابداری و مالی در تصمیم گیری ها و تخصیص بهینه منابع چنانچه در بازار تحلیل و تفسیر مناسبی از این اطلاعات به عمل آید و اهداف بلند مدت شرکتها به درستی تعیین شود از یک طرف باعث تخصیص مطلوب منابع و از طرف دیگر منجر به حرکت به سمت حداکثر سازی ارزش شرکت در بازار خواهد شد برای تفاوت گذاشتن شرکتها از جهت فرصتهای رشدی شرکتها نمونه بر اساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتریشان به دو گروه شرکتها با عنوان فرصتهای رشدی بالا و شرکتها با فرصتهای رشدی پایین تقسیم می شوند (ظریفیان، ۱۳۸۷).

از سوی دیگر تعیین ارزش واقعی واحدهای اقتصادی و عملکرد مدیریت واحد، یکی از بخش های دشوار حوزه مالی و حسابداری است. پژوهشگران با تلاش و کوشش معیارهایی ارائه می دهند که ارزش واقعی یک شرکت و به دنبال آن عملکرد یک مدیر قابل اندازه گیری باشد.

از جمله معیارهای مبتنی بر اطلاعات اقتصادی و سود باقی مانده ارزش افزوده نقدی است. ارزش افزوده نقدی به عنوان بهترین معیار ارزیابی عملکرد شرکتها می باشد و مفهوم آن بسیار شبیه ارزش افزوده اقتصادی است و در زمان حاضر بسیاری از شرکتها از EVA و CVA به عنوان مقیاس های بهتری برای اندازه گیری عملکرد مدیران نسبت به سود استفاده می کنند. دو دیدگاه درباره مفهوم و نحوه محاسبه ارزش افزوده نقدی متداول می باشد. ارزش افزوده نقدی در دیدگاه اول یکی از چارچوبهای مدیریت بر مبنای ارزش است که



این دیدگاه را گروه مشاوران سوئدی در امور مالی شرکتها با نام های اتوسون و ویسنرایدر<sup>۳</sup> ارائه نمودند. در این رویکرد ارزش افزوده نقدی یک مدل خالص ارزش فعلی است که محاسبات را به صورت دوره ای لحاظ می کند و سرمایه گذاری را به دو گروه سرمایه گذاریهای استراتژیک و غیر استراتژیک طبقه بندی می کند. از این دیدگاه خلق ارزش در شرکتها تابعی از چهار عامل زیرین است، وجوهی که در ابتدا در یک یا چند پروژه سرمایه گذاری شده است، جریان نقدی عملیاتی آنها، عمر اقتصادی آنها، مخارج سرمایه ای آنها. این روش دارای مزایا و محدودیتهایی است. مفهوم دیگر ارزش افزوده نقدی را شرکت مشاوره ای بوستون کانسالتینگ گروپ<sup>۴</sup> ارائه کرد. این مدل بر اساس سود باقی مانده طراحی شده است و مقدار سود نقدی باقی مانده شرکت را اندازه گیری می کند. این مدل توسعه ای از مفهوم جریان نقدی بازده سرمایه گذاری است و اساساً با مدل قبلی تفاوت دارد (حجازی و ملکی اسکویی، ۱۳۸۶).

## ۱-۲- اهمیت موضوع تحقیق و انگیزه انتخاب آن :

فرآیند سرمایه گذاری در یک حالت منسجم، مستلزم تجزیه و تحلیل ماهیت اصلی فرصت رشد (فرصت سرمایه گذاری) است. در این حالت فعالیتهای مربوط به فرآیند فرصتها، تجزیه و تحلیل شده و عوامل مهمی که بر روی تصمیم گیری سرمایه گذاران تاثیر می گذارند مورد بررسی قرار می گیرد. افراد در تجزیه و تحلیل هایی که انجام می دهند، امید دارند با توجه به فرصتهای رشد، بازده متناسب را به دست آورند لذا فرصتهای سرمایه گذاری موفق باعث افزایش سودآوری و افزایش ثروت سرمایه گذار می شود. به علاوه انتظار می رود افراد با مطالعه درست فرصتهای سرمایه گذاری تا آنجایی که ممکن است از اشتباهات جلوگیری کرده و آگاهانه تصمیم گیری نمایند و سرمایه گذران لازم است جهت سرمایه گذاری مطمئن هر دو عامل فرصتهای رشد و ارزش افزوده نقدی را در نظر بگیرند (ظریفیان، ۱۳۸۷).

اینکه چقدر فعالیت مدیران در راستای خواست سهامداران بوده و مدیران تا چه اندازه توانسته اند در ایجاد ارزش و ثروت برای سهامداران موفق باشند از طریق سیستم ارزیابی عملکرد تعیین می شود. اصولاً معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها در بازار سرمایه به دو دسته معیارهای سنتی و معیارهای مبتنی بر ارزش تقسیم می شوند. استفاده از معیارهای سنتی ارزیابی نظیر عایدات شرکتها، سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام،

3- Ottosson and Weissenrieder

4- Boston Consulting Group

بازده دارایی ها، جریان نقدی و نظایر آن در بازار سرمایه تا سالیان متوالی مرسوم بوده است تا اینکه معیارهای مبتنی بر ارزش برای ارزیابی عملکرد شرکتها مطرح شدند در ارزیابی عملکرد به روش سنتی فقط به سود حسابداری توجه می شود که به دلیل در نظر نگرفتن هزینه های تامین منابع شرکتها روش مطلوبی محسوب نمی شود (Lovata, Linda and Cochrane, ۲۰۰۲).

هم چنین روشن است که یافتن معیاری از اندازه گیری که عملکرد یک واحد اقتصادی را به بهترین نحو تبیین و پیش بینی کند باعث حرکت به سمت اقتصادی پویا و در نتیجه آن تخصیص بهینه منابع و سرمایه و قیمت گذاری صحیح خواهد بود که در نهایت فایده و مزایای آن به کل جامعه خواهد رسید. در دنیای رقابتی امروزی آینده از آن کسانی است که مناسب ترین ابزار پیش بینی را در محاسبات خود به کار می گیرند. در بنگاههای اقتصادی سراسر دنیا نیز داشتن اطلاعات کافی و مناسب آنها، عامل اصلی پیشرفت و کارایی به شمار می رود. ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلند مدت از جمله مهم ترین اهداف شرکتها به شمار می رود و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد (قنبرزاده، ۱۳۸۵).

CVA<sup>۵</sup> بهترین معیاری است که نشانگر کل ثروت ایجاد شده توسط واحد تجاری است و از تفاوت هزینه سرمایه نقدی از سود نقدی پس از کسر مالیات به دست می آید. معیار CVA به دنبال مطرح شدن تعدیلات فراوان در EVA<sup>۶</sup> و انتقادات وارده بر آن مطرح شد (مروی، ۱۳۸۹).

### ۱-۳- هدفهای تحقیق :

آن چه که باعث شده تا موضوع این پژوهش یعنی "بررسی رابطه بین فرصتهای رشد و CVA" مطرح گردد این است که امروزه دو موضوع مهم در هم اندیشی های اقتصادی و حسابداری مورد تجزیه و تحلیل پژوهشگران زیادی قرار گرفته، یکی بحث فرصتهای رشد و دیگری نحوه عملکرد واحدهای اقتصادی می باشد. از یک سو شرکتها به منظور کسب مزیت رقابتی، از منابع خود در جهت بهبود موقعیت نسبی خویش نسبت به رقبا استفاده می کنند و ارتقای موقعیت شرکت سبب شکل گیری فرصتهای بهتری در آینده می شود. اگر هدف مطلوب شرکتها، کسب سهم بازار بیشتر باشد و انتظار رود که در آینده افزایش سودآوری

---

5-Cash Value Added

6 - Economic Value Added

و فرصتهای رشد از آن شرکتهایی باشد که سهم بیشتری از بازار را به خود اختصاص داده اند، آن گاه تغییر در سهم بازار نشان دهنده عملکرد آتی و فرصتهای رشد است (سینایی و رشیدی زاده، ۱۳۸۹).

ارتقای آگاهیهای حرفه ای از دستاوردهای جدید در زمینه سرمایه گذاری همراه با توسعه تکنولوژی ارتباطات باعث شده است که تامین کنندگان سرمایه وجوه خود را در شرکتهایی سرمایه گذاری کنند که امکان کسب سود بیشتری دارند از اینرو جریان وجوه سرمایه به صورتهای مختلف تحرکی بیش از پیش یافته و در سالهای اخیر انجام سرمایه گذاریها به شدت رشد یافته است (شکیبایی، ۱۳۸۵).

و از سوی دیگر نحوه ارزیابی عملکرد یک واحد اقتصادی با استفاده از روش های سنتی از سوی اندیشمندان حوزه مالی و اقتصادی مورد خرده گیری قرار گرفته و آنها معتقدند که می بایستی در روش ارزیابی ها تغییرات اساسی صورت گیرد. اگر چه در بازارهای رقابتی توسعه یافته جهانی، سامانه های سنتی پاداش و اندازه گیری عملکرد بسیاری ارائه شده است ولی نیاز سازمانها به سازگاری با محیط پویا و پیچیده امروزی به منظور بقا بدیهی به نظر می رسد.

با توجه به اهمیت دو موضوع گفته شده بالا، نخستین هدف این است که رابطه بین فرصتهای رشد و CVA را در شرکتهای بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار داده و با تجزیه و تحلیل نمودن نتایج بدست آمده رابطه بین آنها را مشخص نماییم. چنانچه معلوم گردد شرکتهایی که فرصتهای رشد بالاتری دارند دارای ارزش افزوده نقدی بالاتری نیز هستند مدیریت شرکت را تشویق می کند تا فنون لازم را به منظور بالا بردن فرصتهای رشد و سرمایه گذاری در چهارچوب اصول پذیرفته شده حسابداری به کار گیرد و از سویی سهامداران و افراد ذینفع نیز به اینگونه شرکتهای اعتماد بیشتری خواهند کرد. لیکن چنانچه نتیجه چیزی متفاوت از این باشد این انگیزه در مدیران کاهش می یابد و سهامداران نیز فرصتهای رشد را به عنوان مبنایی برای ارزیابی عملکرد شرکت قرار نمی دهند.

از اهداف دیگر پژوهش حاضر شناخت جزئیات بیشتر در مورد فرصتهای رشد و CVA است. شناخت جزئیات می تواند به مدیران در اجرای این روش کمک کرده و سهامداران نیز با روش های جدید، نحوه عملکرد مدیران را سنجش کنند.

## ۱-۴- سوالات یا فرضیه های تحقیق (بیان روابط بین متغیرهای مورد مطالعه) :

این پژوهش شامل دو فرضیه اصلی به شرح زیر می باشد:

فرضیه اول : " برای شرکتهای با فرصتهای رشدی بالا، بین فرصتهای رشد و CVA رابطه معنا داری وجود دارد."

فرضیه دوم : " برای شرکتهای با فرصتهای رشدی پایین، بین فرصتهای رشد و CVA رابطه معنا داری وجود دارد."

در این پژوهش متغیر وابسته CVA است و متغیر مستقل فرصتهای رشد است.

مفهوم CVA به طور دقیق سه اهرم خلق ارزش کلیدی را توصیف می کند: حاشیه جریان نقدی <sup>۷</sup> ، قدرت بهره وری دارایی <sup>۸</sup> ، رشد <sup>۹</sup> .

به دو روش ارزش افزوده نقدی از دیدگاه گروه مشاوره ای بوستون محاسبه می گردد، روش مستقیم و روش غیر مستقیم (Boston Consulting Group, ۲۰۰۰).

در این پژوهش برای سنجش متغیر فرصتهای رشد از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده می شود.

و اما تفاوت این پژوهش با سایر پژوهش ها در این است که در این تحقیق تلاش است که رابطه و همبستگی بین دو موضوع مهم محافل اقتصادی و حسابداری یعنی فرصتهای رشد و ارزش افزوده نقدی از دیدگاه گروه مشاوره ای بوستون مورد بررسی قرار گیرد به دلیل آنکه تحقیقات انجام گرفته در زمینه ارزش افزوده نقدی همگی از دیدگاه اول یعنی مدیریت بر مبنای ارزش مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و در این پژوهش تلاش است که ارزش افزوده نقدی از دیدگاه دوم که مربوط به گروه مشاوره ای بوستون است و بر اساس مدل سود باقی مانده طراحی شده است مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.

---

7- Cash Flow Margin

8- Asset Productivity

9- Growth