



مروری جامع بر معیار های سنتی و نوین ارزیابی عملکرد مالی

دکتر حبیب اله نخعی^۱

استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بیرجند، بیرجند، ایران

مصطفی یعقوبی^۲

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بیرجند، بیرجند، ایران

سعیده حیدرزاده^۳

دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی بیرجند، بیرجند، ایران

(تاریخ دریافت: ۳ مهر ۱۳۹۸؛ تاریخ پذیرش: ۱۶ بهمن ۱۳۹۸)

هدف پژوهش حاضر، بررسی و معرفی مدل ها و معیار های ارزیابی عملکرد مالی واحد های تجاری شامل معیار های سنتی حسابداری و معیار های مالی نوین یا مبتنی بر ارزش می باشد تا از این طریق پیرامون یافتن معیاری مناسب در جهت ارزیابی عملکرد مالی بینشی ارائه دهد. در راستای نیل به این هدف ۱۷ مورد از معیار های ارزیابی عملکرد مالی شامل ۹ مورد از معیار های سنتی حسابداری و ۸ مورد از معیار های مبتنی بر ارزش مورد بررسی قرار گرفته و به محاسن و معایب هر کدام اشاره گردید. نتایج حاصله نشان می دهد که به دلیل ضعف ها و کاستی های موجود در معیار های سنتی حسابداری از قبیل ناهماهنگی با شرایط نوین اقتصادی، نبود انعطاف پذیری جهت تطبیق با شرایط محیطی در حال تغییر، بی توجهی به شاخص های غیر مالی، نادیده انگاشتن سرمایه های فکری و رویکرد گذشته نگری آن و نیز نارسایی ها و محدودیت های معیار های مبتنی بر ارزش، به کار گیری هر کدام از معیار های مذکور به تنهایی و توجه و اتکای صرف به آن نمی تواند در ارزیابی عملکرد واحد تجاری موثر بوده و تصویر روشنی از آن ارائه دهد. لذا این معیارها باید بدون توجه به طبقه بندی های رایج، با تلفیقی از شاخص های سنتی، نوین و سایر معیارها مورد استفاده قرار گیرند تا بهترین نتیجه ممکن را در شرایط فعلی به وجود آورند. شناخت معیارها و شاخص های سنجش عملکرد و ارزیابی عملکرد سازمان به همراه به کارگیری آن معیارها، می تواند به مدیران در جهت اتخاذ تصمیم های منطقی و مدبرانه، کمک شایانی نماید.

واژه های کلیدی: عملکرد مالی، شاخص های سنتی حسابداری، معیار های مبتنی بر ارزش.

¹ hnakhaei@iaubir.ac.ir

² mostafa.yaghoobi1995@gmail.com

³ saeedehh9@gmail.com

مقدمه

دنیای رقابتی امروزی، به تمامی شرکت هایی که اهداف خود را بر مبنای حضور در بازارهای بزرگ داخلی و البته جهانی قرار داده اند این نکته را گوشزد می کند، که به منظور جلب توجه سرمایه گذاران در بازارهای مالی، به کسب سود بیشتر از طرق مختلف از جمله، کاهش بهای تمام شده، افزایش کیفیت و به دنبال آن افزایش فروش و ... روی آورند [۱۸]. از مهمترین اهداف بنگاههای اقتصادی، کسب سود در کوتاه مدت و افزایش ثروت اقتصادی مالکان در بلندمدت است. این مهم با اتخاذ تصمیم منطقی در فرآیند سرمایه گذاری امکان پذیر می شود. اتخاذ تصمیمات منطقی رابطه مستقیم با ارزیابی عملکرد بنگاه اقتصادی دارد. جهت نشان دادن میزان موفقیت مدیران در ایجاد و افزایش ارزش از معیارهای ارزیابی عملکرد استفاده می شود. معیار مناسب عملکرد شرکت، معیاری است که به میزان ثروت اضافی که شرکت برای سهامدارانش ایجاد می کند، توجه خاصی داشته باشد و افراد را در تصمیم گیریهای مربوط به ایجاد ارزش یاری کند [۲۳]. عدم استفاده از معیارهای مناسب برای ارزیابی عملکرد باعث می شود ارزش یک شرکت به سمت ارزش واقعی سوق پیدا نکند، و موجب زیان دیدن یک گروه از خریداران سهام و سود فزاینده برای گروه دیگر می شود [۵]. اصولاً معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتها در بازار سرمایه به دو دسته معیارهای سنتی و معیارهای مبتنی بر ارزش تقسیم می شوند [۱]. نسبتهای مالی مفیدترین شاخص برای ارزیابی عملکرد و وضعیت مالی شرکت ها هستند [۳۰]. معیارهای مالی سنجش عملکرد به دلیل برخورداری از ویژگی هایی نظیر کمی بودن، عملی بودن، عینی بودن و ملموس بودن آن نسبت به معیارهای غیرمالی ارجحیت دارد. برخی از معیارهای مالی به منظور ارزیابی عملکرد بنگاهها که از اهمیت بیشتری برخوردار هستند عبارتند از: نرخ بازده سرمایه گذاری (ROI)^۱، سود باقیمانده (RI)^۲، نرخ بازده فروش (ROS)^۳، و ارزش افزوده اقتصادی (EVA)^۴؛ که معیار اخیر از مهمترین شاخص های سنجش عملکرد تلقی می شود. ارزیابی عملکرد مالی با استفاده از معیارهای سنتی حسابداری نقاط ضعف فراوانی دارد. در ارزیابی عملکرد به روش سنتی به دلیل اینکه فقط به سود حسابداری توجه می شود و هزینه تامین منابع سرمایه را لحاظ نمی کند، مورد انتقاد شدیدی قرار گرفته است و روش مطلوبی محسوب نمی شود. اما در معیارهای مبتنی بر ارزش کلیه هزینه های تامین مالی در نظر گرفته می شود. معیارهای مبتنی بر ارزش دو ویژگی دارند: اولاً سود نسبت به سطحی از سرمایه گذاری اندازه گیری می شود که برای رسیدن به آن سطح سود به کار رفته است. دوماً ریسک نوعاً از طریق محاسبه هزینه سرمایه در نظر گرفته می شود. با توجه به مطالب فوق، پژوهش حاضر بر آن است تا به معرفی و بررسی مدل ها و معیارهای سنتی حسابداری و معیارهای مبتنی بر ارزش در عملکرد مالی و نیز بیان مزایا و

¹ Return of Investment

² Residual Income

³ Return of Sales

⁴ Economic Value Added

محدودیت های هر کدام پرداخته و در جهت یافتن معیاری مناسب پیرامون ارزیابی عملکرد مالی بینشی ارائه دهد.

پیشینه تحقیق

در جدول شماره (۱) خلاصه ای از پژوهش های مرتبط با موضوع پژوهش حاضر ارائه شده است.

جدول شماره ۱- خلاصه ای از پژوهش های مرتبط با موضوع پژوهش

| پژوهش های داخلی | | | |
|--------------------------|------|--|--|
| پژوهشگر(ان) | سال | موضوع | نتایج |
| نوروش و مشایخی | ۱۳۸۳ | سودمندی ارزش افزوده در پیش بینی سود حسابداری شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال های ۱۳۷۵-۱۳۸۱ | در تمامی شرکت های مورد مطالعه، بدون توجه به صنعتی که به آن تعلق دارند، ارتباط معناداری بین تغییرات سود حسابداری و تغییرات ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. |
| رهنمای رودپشتی | ۱۳۸۶ | بررسی و ارزیابی کارکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکت ها | بین EVA با متغیرهای مالی مورد مطالعه نظیر EPS, P و ROI رابطه وجود دارد. همچنین وجود رابطه MVA با ROI و ROS و RI نیز تأیید گردیده است و نتایج مطالعه نشان می دهد که میزان رابطه EVA با متغیرها در مقایسه با MVA با متغیرها بیشتر است |
| مهدوی و حسینی ازان آخاری | ۱۳۸۷ | بهترین معیار برای ارزیابی عملکرد مالی چیست؟ | بین ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده و معیارهای معمول ارزیابی عملکرد از جمله سود هر سهم و نسبت قیمت به سود هر سهم، رابطه همبستگی ضعیفی وجود دارد. با این حال، شدت این همبستگی برای نسبت قیمت به سود هر سهم کمی قوی تر از سود هر سهم است. |

| | | | |
|--|--|------|-----------------------------------|
| <p>در شرکت های گروه فلزات اساسی رابطه معناداری بین ارزش افزوده اقتصادی با این دو شاخص متداول در حسابداری یعنی بازده واقعی سهامداران و سود هر سهم وجود ندارد.</p> | <p>ارزیابی عملکرد شرکت های گروه فلزات اساسی در بورس تهران با استفاده از مدل EVA و بررسی رابطه آن با معیار های حسابداری سود</p> | ۱۳۸۷ | <p>ابزازی و همکاران</p> |
| <p>برای انتخاب سبد بهینه سهام می توان از روش الکترون ترای با استفاده از نسبت های مالی شرکت ها استفاده کرده و شرکت های برتر هر صنعت از لحاظ سرمایه گذاری در بورس را اولویت بندی نمود.</p> | <p>روش چند معیاره MCDM برای انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از متغیر های مالی</p> | ۱۳۸۹ | <p>سوختیان و همکاران</p> |
| <p>بین نوسانات درصد سود تقسیمی و بازده سهام شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.</p> | <p>بررسی و مقایسه توان معیارهای ارزیابی عملکرد حسابداری با معیار های مبتنی بر ارزش جهت برآورد نرخ بازده اقتصادی شرکت ها</p> | ۱۳۹۰ | <p>رهنمای رودپشتی و خان محمدی</p> |
| <p>به کارگیری استانداردهای حسابداری شماره ۳۰ و ۳۱ از لحاظ آماری تاثیر معناداری بر معیارهای ارزش افزوده اقتصادی، نرخ بازده دارایی ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و همچنین ضریب واکنش سود دارد ولی این استاندارد ها از لحاظ آماری بر معیار ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده تاثیر معناداری ندارد.</p> | <p>بررسی تاثیر استاندارد های ۳۰ و ۳۱ حسابداری بر معیارهای ارزیابی عملکرد و ضریب واکنش سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران</p> | ۱۳۹۳ | <p>فاضل یزدی و حیدری</p> |

| | | | |
|---|--|-------------|---------------------------------|
| <p>انتخاب مناسب معیارهای سنجش عملکرد مبتنی بر حسابداری و یا مبتنی بر بازار در برانگیختن رفتار نماینده و کاهش تضاد منافع بین صاحبکار و نماینده تاثیرگذار است. معیار(های) سنجش عملکرد گنجانده شده در قرارداد حقوق و طرح پاداش نماینده ممکن است شرایطی را به وجود آورد که در نتیجهی آن مدیریت سود اتفاق بیفتد.</p> | <p>تئوری نمایندگی، قراردادهای انگیزشی و معیارهای اندازه گیری عملکرد</p> | <p>۱۳۹۴</p> | <p>فیل سرائی و آتشی گلستانی</p> |
| <p>پژوهش های خارجی</p> | | | |
| <p>برتری ارزش افزوده اقتصادی نسبت به شاخص های سنتی حسابداری</p> | <p>EVA برای بانک ها : ارزشگذاری و مدیریت ریسک</p> | <p>۱۹۹۶</p> | <p>یومورا و همکاران</p> |
| <p>ارزش افزوده اقتصادی تنزیل شده دارای بالاترین همبستگی با ارزش افزوده بازار است . ارزش افزوده اقتصادی، نرخ بازده دارایی ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، سود تقسیمی و سود هر سهم به ترتیب دارای بیشترین ارتباط با ارزش افزوده بازار بودند.</p> | <p>رابطه بین ارزش افزوده بازار و ۲۸ معیار عملکرد داخلی را برای ۱۳۵ شرکت در دوره زمانی ۱۹۹۰-۱۹۹۹ بررسی نمود</p> | <p>۲۰۰۱</p> | <p>هال</p> |
| <p>ارزش افزوده اقتصادی نسبت به معیارهای حسابداری همبستگی بیشتری (۴۴٪) با ارزش افزوده بازار دارد.</p> | <p>بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای حسابداری</p> | <p>۲۰۰۷</p> | <p>ردی ایرالا</p> |

| | | | |
|--|---|-------------|---------------------------------|
| <p>آزمون محتوای نسبی اطلاعات نشان داد سود خالص و سود عملیاتی در مقایسه با ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده رابطه بالاتری با نرخ بازده سهام دارند. بعلاوه، آزمون محتوای فزاینده اطلاعاتی نشان داد ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده دارای محتوای فزاینده اطلاعاتی در مقایسه با معیارهای حسابداری می باشد. در این تحقیق برتری ارزش افزوده اقتصادی بر معیارهای حسابداری به تایید نرسید. همچنین رابطه معناداری بین سود هر سهم و نرخ بازده سهام مشاهده نشد.</p> | <p>آیا ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده در مقایسه با معیارهای حسابداری رابطه بیشتری با نرخ بازده سهام دارد؟ شواهدی از بورس مالزی</p> | <p>۲۰۱۶</p> | <p>نخعی، نیک اینتان و ملاتی</p> |
| <p>بین EVA و ROE با MVA همبستگی معنی داری وجود دارد، اما بین ROA و MVA ارتباط معنی داری وجود ندارد.</p> | <p>رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی، نرخ بازدهی دارایی ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام با ارزش افزوده بازار در بورس اوراق بهادار تهران (TSE)</p> | <p>۲۰۱۳</p> | <p>نخعی و نیک اینتان</p> |
| <p>نتایج آزمون محتوای نسبی نشان داد معیارهای حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی نسبی بیشتری با بازده سهام، در مقایسه با ارزش افزوده بازار می باشند. بعلاوه آزمون محتوای فزاینده اطلاعات نشان داد، ارزش افزوده بازار دارای محتوای اطلاعاتی فزاینده می باشد. در نتیجه، MVA یک معیار مفید در توصیف بازده سهام شرکت در بورس مالزی است. بنابراین، شرکت های مالزی می توانند در ارزیابی عملکرد شرکت ها از MVA همراه با معیارهای سنتی (NOPAT، NI) و EPS جهت ارزیابی بهتر عملکرد شرکتها استفاده کنند.</p> | <p>ارزش افزوده بازار و معیارهای حسابداری سنتی: کدام معیار بهترین پیش بینی کننده بازده سهام در شرکت های مالزی می باشد؟</p> | <p>۲۰۱۶</p> | <p>نخعی</p> |

مفهوم ارزیابی عملکرد مالی

ارزیابی عملکرد از منظر اقتصادی و مالی از مسائل مهم در فرآیند اداره بنگاههای اقتصادی و تصمیم گیری مالی محسوب می شود. ارزیابی منطقی عملکرد به شناخت، تبیین و بکارگیری شاخصهای مالی و غیرمالی بستگی دارد [۹]. ارزیابی عملکرد یکی از اقدامات اساسی و ضروری در امر برنامه ریزی و هدف گذاری مدیران بیان می شود، در واقع ارزیابی نه تنها در انتخاب استراتژی و ساختار مالی به مدیران کمک می کند، بلکه نشان می دهد که چگونه استراتژی ها و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می گذارد. لذا سنجش عملکرد شرکت ها، ارزیابی کلی از وضعیت مالی و نتایج عملیات به منظور اخذ تصمیمات منطقی می باشد [۱]. به طور کلی می توان گفت ارزیابی عملکرد مالی، فرآیندی است که به سهام داران جهت تصمیم گیری به منظور سرمایه گذاری بهینه کمک می کند و استفاده کنندگان گزارش های مالی را در ارزیابی وضعیت مالی شرکت و بدست آوردن برآوردی از ارزش شرکت یاری می رساند.

روش های ارزیابی عملکرد مالی

۱. **رویکرد حسابداری**: در این رویکرد از اطلاعات مندرج در صورتهای مالی نظیر سود، سود هر سهم، جریان های نقدی عملیاتی، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام جهت ارزیابی عملکرد استفاده می شود [۲].
۲. **رویکرد اقتصادی**: بر اساس این رویکرد که در آن از مفاهیم اقتصادی استفاده می شود، عملکرد واحد اقتصادی با تاکید بر قدرت سودآوری داراییهای شرکت و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه به کار رفته ارزیابی می شود [۳]. ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده بازار در این گروه جای دارند.
۳. **رویکرد تلفیقی**: در این رویکرد ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار برای ارزیابی عملکرد به کار می رود. مانند نسبت کیوتوبین^۱ و نسبت قیمت به سود $(P/E)^2$ [۱۹].
۴. **رویکرد مدیریت مالی**: مطابق با این رویکرد اغلب از تئوری های مدیریت مالی نظیر الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای^۳ (CAPM) و مفاهیم ریسک و بازده استفاده می شود. تاکید اصلی این رویکرد بر تعیین بازده اضافی هر سهم می باشد [۲].

شاخص های ارزیابی عملکرد

استفاده کنندگان گزارشهای مالی با استفاده از معیارهای مختلف، عملکرد شرکت را ارزیابی می کنند. روش های متعددی برای ارزیابی عملکرد وجود دارد که بطور کلی می توان آنها را به دو دسته شاخص های سنتی حسابداری و شاخص های مبتنی بر ارزش تقسیم کرد. مقاله حاضر به معرفی و تشریح شاخص های سنتی حسابداری و شاخص های نوین مبتنی بر ارزش در ارزیابی عملکرد مالی می پردازد.

¹ Tobin's Q

² Price Per share / Earnings Per share

³ Capital Asset Price Model

معیار های سنتی حسابداری

این معیار ها بر پایه اطلاعات تاریخی قرار داشته و بر صورت سود و زیان و ترازنامه تاکید دارند . در پژوهش حاضر ۹ معیار سنتی را برای ارزیابی عملکرد مالی مورد بررسی قرار می دهیم.

سود باقیمانده (RI)

سود باقیمانده عبارت از سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات منهای هزینه سرمایه می باشد [۲۲]. الگوی سود باقیمانده بر این فرض استوار است که اگر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به اندازه نرخ مورد انتظار سهامداران آن شرکت باشد، ارزش شرکت همان ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن شرکت است . عاملی که باعث بالا بودن یا پایین بودن ارزش شرکت نسبت به ارزش دفتری می شود ، تفاوت در نرخ بازده حقوق صاحبان سهام نسبت به نرخ بازده مورد درخواست سهامداران است [۱۴].

هزینه سرمایه - سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات = سود باقیمانده (RI)

مدل سود باقیمانده متشکل از دو مولفه می باشد: الف) ارزش دفتری سهم در زمان ارزشیابی ب) ارزش فعلی سودهای باقیمانده آتی اختلاف بین ارزش محاسبه شده با استفاده از RIM با ارزش دفتری سهم که برابر سودهای باقیمانده تنزیل شده می باشد، از دیدگاه آقای پیس نیل، همانا سرقفلی شرکت است [۱۲].

بازده فروش (ROS)

بازده فروش یکی از اجزای بازده سرمایه گذاری در روش تحلیلی سودآوری دوپونت است. ROS، نشان دهنده میزان سود کسب شده به ازای هر یک ریال فروش شرکت می باشد و به صورت زیر تعریف می شود:

از آنجا که نرخ بازده فروش از تقسیم سودخالص بر فروش خالص به دست می آید در نتیجه ایرادهایی که بر سود حسابداری وارد است ، بر این معیار نیز وارد می شود [۱۰].

سود هر سهم (EPS)

سود هر سهم معیار عملکرد هر سهم شرکت در طول دوره ای از زمان است . رشد سود هر سهم به تبع افزایش سود ، مقادیر سرمایه به کارگرفته شده موثر در افزایش سود را در نظر نمی گیرد . در برخی موارد افزایش در سود ممکن است ناشی از افزایش سرمایه گذاری های غیر اقتصادی باشد به گونه ای که بازده حاصل شده از این سرمایه گذاریها تکافوی پوشش هزینه سرمایه را نداشته باشد [۳۳]. سود هر سهم نشان می دهد که به ازای هر سهم، چه میزان عایدی به دست آمده است و هرچه نتیجه نسبت بیشتر باشد، گویای عملکرد مطلوب شرکت می باشد. از این نسبت برای ارزشیابی سهام نیز استفاده می شود که با توجه به قیمت بازار سهام (قیمت معاملاتی)، ارزش سهام در آینده نیز معلوم می گردد.

تعداد سهام عادی / سود خالص = EPS

نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)^۱

در بین معیارهای عملکرد حسابداری، بازده حقوق صاحبان سهام از پرترفدارترین و پرکاربردترین معیارهای عملکرد حسابداری است. با استفاده از نسبت فوق رابطه بین سود و ارزش ویژه شرکت مشخص می‌شود. زمانیکه شرکتی وام های کوتاه مدت و بلند مدت داشته باشد، در صورتی به ثروت سهامداران افزوده می شود که نسبت بازده سرمایه گذاری از نرخ بهره این وام ها بیشتر باشد در این صورت مازاد نسبت بازده نسبت به نرخ هزینه وام به سهامداران شرکت تعلق می‌گیرد [۲۴]. هدف مدیریت قاعدتاً تحصیل حداکثر بازده برای سرمایه گذاری سهامداران در شرکت می باشد بنابراین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام بهترین معیار یگانه برای سنجش موفقیت شرکت در دستیابی به هدف مزبور می باشد [۱۱].

حقوق صاحبان سهام / سود خالص = بازده حقوق صاحبان سهام

نرخ بازده دارایی ها^۲ (ROA)

نرخ بازده مجموع دارایی ها نشان می دهد که به طور متوسط در برابر هر ریال سرمایه گذاری شده، چه مقدار بازده نصیب شرکت می شود. این نرخ، بهره وری سرمایه را در شرکت نشان می دهد. بدیهی است که افزایش حجم سرمایه گذاری ها به خودی خود، موجب افزایش ثروت سهامداران نمی شود بلکه باید دید سرمایه گذاری ها تا چه اندازه ای در بالا بردن سود موثر است. این نسبت از دیدگاه استفاده از تسهیلات اعتباری نیز می تواند کار برد زیادی داشته باشد، چراکه اصولاً " اگر نرخ بهره تسهیلات دریافتی از بازده مجموع دارایی ها بیشتر باشد، دریافت وام صرفه اقتصادی نخواهد داشت و حتی ممکن است در برخی موارد، شرکت در بازپرداخت تسهیلات دریافتی با مشکل مواجه شود" [۲۴]. نرخ بازده داراییها نشان می دهد که مدیر می تواند با کاهش سرمایه گذاری در داراییهای ثابت و جاری (فروش داراییهای بلا استفاده) به سود تعیین شده دست یابد.

(مجموع داراییها / سود خالص) = (مجموع دارایی ها / فروش) × (فروش / سود خالص) = ROA (نرخ بازده دارایی ها)

نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E)

ضریب قیمت به سود هر سهم (P/E) یکی از مهم ترین مقیاس های ارزشیابی سهام می باشد و خریداران سهام به جهت سادگی محاسبه ی این ضریب، استفاده از آن را به روش های دیگر ترجیح می دهند [۱۳]. این ضریب می تواند به دلایل زیر عامل مؤثری در تصمیم گیری سرمایه گذاران باشد:

۱. به کمک این ضریب سرمایه گذار می تواند مدت زمان استهلاك سرمایه گذاری خود را از طریق درآمد حاصل از سهم محاسبه نماید.
۲. نوسانات قیمت بر درآمد مورد تجزیه و تحلیل سرمایه گذار قرار گرفته و طبق نتایج به عمل آمده بهترین شرایط را برای سرمایه گذاری خود انتخاب می کند [۸].

¹ Return On Equity

² Return On Assets

۳. هر چه قیمت سهم افزایش یابد، رقم مربوطه این ضریب نیز افزایش می‌یابد. از طرف دیگر اگر درآمد شرکت افزایش یا کاهش پیدا نماید و قیمت ثابت باشد، این رقم به تناسب و به طور معکوس تغییر می‌یابد. چون درآمد سهم در سال یک بار تعیین می‌شود، تغییرات قیمت سهام باعث نوسان این نسبت می‌گردد، بنابراین سرمایه‌گذار دلیل کاهش یا افزایش آن را برای اتخاذ تصمیم مورد بررسی قرار می‌دهد [۱۶].

سود هر سهم / قیمت معاملاتی هر سهم = P/E

سود عملیاتی

درآمد قبل از بهره و مالیات (EBIT) یا سود عملیاتی برابر با درآمد فروش منهای بهای تمام شده کالاهای فروخته شده و تمام هزینه‌ها به استثنای بهره و مالیات است [۳۸]. به عبارتی، نتیجه فعالیت‌های عمده شرکت است و پس از کم کردن هزینه‌های عملیاتی فروش به دست می‌آید [۴۳]. این ارزش شامل هیچگونه سود حاصل از سرمایه‌گذاری شرکت نمی‌شود.

سود خالص

در تجارت و کسب‌وکار، به آورده یا سود یک نهاد، در طول یک دوره حسابداری اطلاق می‌گردد، که از طریق کسر نمودن هزینه‌های عملیاتی و مالیات از درآمد آن شرکت، محاسبه شده باشد [۲۷]. به عبارتی ساده‌تر، اگر هزینه‌های عملیاتی و مالی یک شرکت مشخص شود، مثلاً یک سال مالی، از درآمد آن شرکت، مقدار بدست آمده نشان دهنده سود خالص آن شرکت است [۳۷]. مثبت یا منفی بودن این مقدار، نسبت مستقیم با عملکرد شرکت مورد نظر دارد. همچنین مثبت بودن سود خالص، به افزایش ارزش سهام و در نهایت افزایش حقوق صاحبان سهام منجر می‌شود [۳۱]. سود خالص در حسابداری یک مفهوم کاملاً مجزا از سود است. خالص سود همچنین می‌تواند از مجموع درآمد غیرمستقیم و درآمد‌های عملیاتی یک شرکت، و سپس کاهش مالیات، محاسبه شود [۳۲].

نرخ بازده سهام (SR)

بازده سهام، کل درآمد کسب شده در یک دوره معین است که توسط سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در آن دوره حاصل می‌شود [۳۹]. بازده سهام، تغییر ارزش سهام در پایان دوره در مقایسه با دوره مشابه می‌باشد که این تغییر در ارزش به علت تغییر قیمت و به علاوه سود سهام پرداخت شده است. برای محاسبه بازده سهام می‌توان از معادله زیر استفاده کرد:

$$SR = \frac{(D_t + P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

که در آن

D_t : سود هر سهم در پایان دوره t ، P_t : قیمت سهام در پایان دوره t ، P_{t-1} : قیمت سهام در ابتدای دوره t یا قیمت سهام اولیه.

معایب و محدودیت های معیار های سنتی حسابداری

معیار های سنتی حسابداری ارزیابی عملکرد دارای نارسایی هایی به شرح زیر می باشد [۱]:

۱. امکان تحریف و دستکاری سود از طریق انتخاب روش های مختلف
۲. رویه های عمومی پذیرفته شده حسابداری ، عدم یکنواختی را در اندازه گیری سود در شرکتهای مختلف مجاز می کند.
۳. با تغییرات سطح قیمت ها سود اندازه گیری شده با واحد پول تاریخی، تغییر می کند.
۴. به دلیل کاربرد اصل بهای تمام شده و تحقق درآمد، ارزش فروش تحقق نیافته داراییهایی که در یک دوره زمانی مشخص نگهداری شده اند، در محاسبه سود حسابداری شناسایی نمی شود. این ویژگی باعث می شود که نتوان اطلاعاتی سودمند را افشا کرد.
۵. تکیه بر سود حسابداری مبتنی بر اصل تحقق درآمد، اصل بهای تمام شده تاریخی و محافظه کاری باعث می شود تا اطلاعات گمراه کننده ای در اختیار استفاده کنندگان قرار گیرد.
۶. در نظر نگرفتن هزینه سرمایه [۲۰].

معیار های مالی مبتنی بر ارزش

معیارهای مالی مبتنی بر ارزش که به آنها معیارهای نوین مالی نیز گویند جهت رفع کاستی های معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد مالی و برای سنجش ارزش آفرینی شرکتهای بکار گرفته می شوند. در پژوهش حاضر به معرفی ۸ مورد از معیار های نوین عملکرد مالی می پردازیم .

ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

ارزش افزوده اقتصادی معیاری است که تفاوت بین سود خالص عملیاتی (پس از کسر مالیات) و هزینه های سرمایه رانشان می دهد. در دهه ۱۹۹۰ ارزش افزوده اقتصادی تبدیل به یکی از محبوبترین ابزارها برای ارزیابی عملکرد مالی شرکتهای شد. بخش کلیدی استفاده از ارزش افزوده اقتصادی برای سنجش عملکرد، هزینه سرمایه می باشد، تنها زمانی که شرکت بازده ای بیش از هزینه سرمایه ایجاد کند می توان گفت که شرکت ارزش ایجاد نموده است. اگر مقدار ارزش افزوده اقتصادی مثبت شود بیانگر این است که شرکت برای مالکانش ارزش ایجاد نموده و در صورت منفی شدن این معیار می توان گفت ثروت مالکان کاهش یافته است [۴۵]. روش محاسبه آن به صورت زیر است [۳۸]:

| شماره | شرح | فرمول |
|-------|--|----------------------------------|
| ۱ | NOPAT سود عملیاتی پس از مالیات ، WACC متوسط هزینه سرمایه و IC سرمایه به کارگرفته شده | $EVA = NOPAT - (WACC \times IC)$ |
| ۲ | PBT سود و زیان قبل از مالیات ، IE هزینه بهره و TI بهره متعلق به مالیات | $NOPAT = PBT + IE - TI$ |
| ۳ | SD بدهی کوتاه مدت ، LD بدهی بلند مدت ، MI سهم اقلیت و SE حقوق صاحبان سهام | $IC = SD + LD + MI + SE$ |

| | | |
|---|---|---|
| $WACC = [CD \times TD / (TD + CMVE) \times (1 - T)] + [CE \times CMVE / (TD + CMVE)]$ | CD هزینه بدهی، TD کل بدهی است، CMVE ارزش بازار سهام شرکت و T نرخ مالیات | ۴ |
| $CMVE = CSP \times TS$ | CSP قیمت سهام شرکت و TS کل سهام در دست سهامداران | ۵ |

کاربردها و مزایای ارزش افزوده اقتصادی

EVA ابهام شاخص های برنامه ریزی چندگانه موجود را برطرف نموده و زبان مشترکی را برای همه (از کارمند ساده تا مدیر عالی) به وجود می آورد. همچنین برخی از پژوهشگران کاربردهای دیگری از EVA ارائه دادند، که می توان به صورت زیر خلاصه کرد [۱]:

کاربردهای داخلی

ابزار مدیریتی سنجش عملکرد، معیار بهره وری جامع، ابزار تبیین رابطه مالکیت با مدیریت شرکت، ابزار تطابق هزینه ها با درآمد بیان می شود.

کاربردهای خارجی

ابزاری برای سرمایه گذاری، معیار پیش بینی قیمت سهام، ابزار سنجش خلق ارزش، چارچوبی برای مدیریت مالی، تکنیک ارزشیابی، تعیین ارزش شرکت و معیار بودجه بندی سرمایه ای بیان شده است [۹]. مهمترین ویژگی ها و مزیت های EVA عبارتند از [۱]:

۱. ارزش افزوده اقتصادی رابطه نزدیکی با ارزش فعلی خالص (NPV) دارد.
 ۲. ارزش افزوده اقتصادی مدیران ارشد شرکت را نسبت به معیاری که بیشتر تحت کنترل آنهاست پاسخگویی می کند.
 ۳. ارزش افزوده اقتصادی معیار مناسبی جهت تعیین پاداش مدیران می باشد.
 ۴. ارزش افزوده اقتصادی با ارزش بازار شرکت در ارتباط است [۳۸].
 ۵. ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار عملکرد اقتصادی با معیار های دیگری همچون ارزش افزوده نقدی سرمایه گذاری، ارزش افزوده سهام داران و بازده جریان نقدی روی سرمایه گذاری سازگار است.
 ۶. ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار داخلی سنجش عملکرد، موفقیت شرکت در افزودن ارزش به سرمایه گذاری سهام دارانش را به بهترین نحو نشان می دهد.
 ۷. ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار اندازه گیری عملکرد کمتر در معرض تحریف های حسابداری قرار دارد.
 ۸. ارزش افزوده اقتصادی نشان میدهد که ارزش شرکت مستقیماً به عملکرد مدیریت بستگی دارد [۶].
- علیرغم بیان مزایایی برای ارزش افزوده اقتصادی نسبت به مدل های ارزیابی عملکرد مبتنی بر سود حسابداری (سنتی)، این معیار نیز از نظر پژوهشگران دارای نارسایی هایی به شرح زیر است [۱]:

۱. ارزش افزوده اقتصادی به لحاظ اینکه هزینه فرصت، منابع بکارگرفته شده را بر مبنای ارزش دفتری آنها محاسبه می کند؛ می تواند تاحدودی گمراه کننده باشد.
 ۲. برای تجزیه و تحلیل ارزش افزوده اقتصادی، شناسایی همه منابعی که در یک شرکت مورد استفاده قرار گرفته اند، ضروری است. بسیاری از دارایی هایی که در فعالیت های یک شرکت بکارگرفته می شود، دارایی های نامشهود هستند که شناسایی، تعیین ارزش و تعیین هزینه سرمایه برای آنها مشکل است.
 ۳. گاهی اوقات تجزیه و تحلیل ارزش افزوده اقتصادی غیرعملی است. به عنوان یک قاعده کلی، تجزیه و تحلیل ارزش افزوده اقتصادی برای شرکت های تازه تأسیس و شرکت های سرمایه گذاری مناسب نیست.
 ۴. مشکل دیگر ارزش افزوده اقتصادی آن است که تورم، نتایج آن را تحریف می کند و بنابراین، در طول دوره های تورمی نمی توان ارزش افزوده را برای برآورد ارزش آفرینی واقعی شرکت بکار برد.
 ۵. اجرای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی هزینه بسیاری در بر دارد و محاسبه آن، عملیاتی بسیار وقت گیر و پرهزینه است؛ زیرا مخارج زیادی باید صرف طراحی و اندازه گیری مؤلفه های آن شود.
- و به بعضی از محدودیت های EVA به صورت ذیل اشاره می گردد [۱]:
۱. EVA یک معیار اندازه گیری کوتاه مدت است. بنابراین برای شرکت هایی که بر روی سرمایه گذاری های بلند مدت متمرکز می شوند، مناسب نیست.
 ۲. EVA در سرمایه گذاری های طولانی مدت نمی توان به طور هدفمندی ارزیابی کرد. زیرا بازدهی های آتی را نمی توان سنجید، آن ها را تنها به لحاظ تجربی می توان برآورد نمود.
 ۳. EVA به صورت دوره ای نمی تواند ارزش افزوده سهام داران را به خاطر تورم و سایر عوامل برآورد کند.
 ۴. نسبت های مالی سنتی معمولاً برای پیش بینی استفاده می شوند. این در حالی می باشد که EVA دارای ارزش افزایشی در زمینه پیش بینی نمی باشد [۲۸].

ارزش افزوده بازار (MVA)^۱

زمانیکه ثروت سهامداران از طریق تفاوت بین ارزش کل بازار شرکت و میزان سرمایه عرضه شده ی سرمایه گذار افزایش پیدا میکند، به این تفاوت ارزش افزوده بازار گفته میشود. ارزش افزوده بازار به عنوان بهترین معیار خارجی جهت سنجش عملکرد مدیریت در بلند مدت محسوب می شود (۲۹). اگر ارزش کلی یک شرکت بیش از مقدار سرمایه ای باشد که در آن سرمایه گذاری شده است، این شرکت موفق به ایجاد ارزش سهام شده است. اگر ارزش بازار کمتر از سرمایه است، این شرکت ارزش سهامدار را نابود کرده است [۳۴]. به عبارتی ارزش افزوده بازار، اختلاف بین کل ارزش بازار واحد تجاری و سرمایه اقتصادی است و به صورت زیر محاسبه می شود [۴۵]:

کل سرمایه بکارگرفته شده-کل ارزش بازار=MVA

^۱ Market Value Added

ارزش افزوده نقدی (CVA)^۱

اندازه گیری مقدار پول نقد تولید شده توسط یک شرکت از طریق عملیات آن را CVA می گویند. ارزش افزوده نقدی مفهومی است که توسط گروه مشاوران بوستون رواج یافت و به عنوان معیاری برای سنجش سود اقتصادی ارائه شد. گروه مشاوران بوستون ادعا کرد که ارزش افزوده نقدی از ارزش افزوده اقتصادی با اهمیت تر است زیرا بر پایه جریان های نقدی قرار دارد نه درآمدها. ارزش افزوده اقتصادی جهت ایفای مدیریت مبتنی بر ارزش و همچنین برنامه ریزی عملیاتی مالی و کنترل آن بکار گرفته می شود (۴۵). ارزش افزوده نقدی شبیه ارزش افزوده اقتصادی است، اما تنها تولید نقدی را به عنوان مخالف تولید ثروت اقتصادی مورد توجه قرار می دهد. این اندازه گیری به سرمایه گذاران کمک می کند تا توانایی یک شرکت را برای تولید پول از یک دوره به یک دوره دیگر به ارمغان بیاورد. به طور کلی، CVA بالاتر، برای شرکت و برای سرمایه گذاران بهتر است. برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی می توان از فرمول زیر بهره گرفت [۱۰]:

هزینه سرمایه نقدی - سود نقدی عملیاتی پس از کسر مالیات = CVA

سود نقدی عملیاتی پس از کسر مالیات، مساوی است با وجه نقد عملیاتی پس از کسر مالیات پرداختی. به عبارت بهتر ارزش افزوده نقدی را می توان بشرح زیر نیز محاسبه نمود:

(سود پرداخت شده به سهامداران + بهره پرداخت شده) - مالیات - جریانهای نقدی عملیاتی = CVA

ارزش افزوده سهامدار (SVA)^۲

ارزش افزوده سهامدار یکی از معیارهای اندازه گیری عملکرد و بازده شرکت بحساب می آید. ارزش افزوده سهامدار اصطلاحی است که برای تفاوت مابین دارایی نگه داشته شده توسط سهامداران در پایان سال معین و دارایی نگه داشته شده آنان در سال گذشته بکار برده می شود. فرمول محاسبه ارزش افزوده سهامدار به شرح زیر است:

(بازده مورد انتظار سرمایه - بازده سهامدار) × ارزش بازار حقوق صاحبان سهام = ارزش ایجاد شده سهامدار (SVA)

کیوتوبین (Tobin's Q)

مدل توبین در واقع توسط جیمز توبین و ویلیام برنارد در سال ۱۹۶۸ ارائه شد. آن ها سعی می کردند تا توضیح دهند که چگونه بازارهای مالی، سرمایه گذاری را نظم بخشیده و این که چگونه می توان به یک سرمایه گذار برای یافتن بازارهای جذاب و غیر جذاب از نقطه نظر ارزش یاری رساند. بر اساس این مدل، یک شرکت در صورتی که ارزشش در بازار بالا رود اقدام به سرمایه گذاری بیشتر خواهد کرد و در حالی که ارزش آن کاهش یابد از سرمایه گذاری خود خواهد کاست. Q توبین عبارتست از ارزش بازار یک شرکت بعلاوه بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت آن تقسیم بر دارایی های آن شرکت. بنابراین نسبت Q توبین به عنوان یک شاخص ارزشیابی بیان گر آن است که نسبت ارزش کلی سهام در بازار و

^۱ Cash Value Added

^۲ Stockholder Value Added

دارایی های مرتبط به آن باید در حدود یک باشد. وقتی Q کمتر از یک است شرکت در معرض قیضه مالکیت بوده و وقتی Q بیشتر از یک است شرکت می باید اقدام به سرمایه گذاری نماید، زیرا بازار ارزش آن را بیش از سرمایه گذاریش برآورد می کند. کیو توبین برابر با نسبت ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری شرکت است که به نوعی نشان دهنده میزان ارزش شرکت است [۲۴].

ارزش دفتری شرکت / ارزش بازار شرکت = ارزش شرکت

توبین به منظور ارزیابی سودآوری پروژه های سرمایه گذاری، از نسبت زیر استفاده کرد [۳۵]:

$$Q_s = \frac{VOCSILOY + EMVOPSILOY + BVLTILLOY + BVCLILO Y}{BVTALLOY}$$

که در آن:

$VOCSILOY$: ارزش بازار سهام عادی در پایان سال، $EMVOPSILOY$: برآورد ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال، $BVLTILLOY$: ارزش دفتری بدی های بلند مدت در پایان سال، $BVCLILO Y$: ارزش دفتری بدهی های جاری در پایان سال، $BVTALLOY$: ارزش دفتری کل دارایی ها در پایان سال.

این نسبت به شاخص Q توبین (Q ساده) شهرت یافت. هدف توبین برقراری یک رابطه علت و معلولی بین شاخص Q و میزان سرمایه گذاری انجام شده به وسیله ی شرکت بود. ایشان معتقد بود که اگر شاخص Q محاسبه شده برای شرکت بزرگتر از یک باشد، انگیزه زیادی برای سرمایه گذاری وجود دارد. به عبارتی، نسبت Q بالا معمولاً نشانه ی ارزشمندی فرصت های سرمایه گذاری و رشد شرکت است. اگر نسبت Q کوچکتر از یک باشد سرمایه گذاری متوقف خواهد شد [۲۱].

روش های محاسبه کیوتوبین (Tobin's Q)

Q استاندارد

در سال ۱۹۸۷ جیمز توبین در مدل قبلی خود تعدیلاتی به وجود آورد و الگوی جدیدی از شاخص Q به نام "Q استاندارد" را ارائه کرد. در این روش شاخص Q از تقسیم ارزش مندرج در صورت کسر فرمول Q توبین ساده بر ارزش جایگزینی دارایی های آن ($SVTA$) بدست می آید [۳۵].

Q لیندنبرگ و راس

در این روش شاخص Q از رابطه زیر بدست می آید:

$$Q_{L.R} = \frac{VOCSILOY + EMVOPSILOY + MVLTL + BVCLILO Y}{SVTA}$$

که در آن: $MVLTL$ ارزش بازار بدهی های بلند مدت شرکت است.

در این فرمول افزون بر وجود مشکلات ناشی از محاسبه ارزش جایگزینی دارایی ها، محاسبه ارزش بازار بدهی های بلند مدت شرکت نیز اضافه شده است. از طرفی دسترسی به اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه ارزش جایگزینی دارایی ها و ارزش بازار بدهی های بلند مدت شرکت می تواند دشوار و در برخی موارد غیر ممکن باشد [۲۱].

Q چانگ و پرویت

در این روش نسبت Q به صورت زیر محاسبه می شود (۴۴) :

$$Q_{C.P} = \frac{[MV (CS) + BV (PS) + BV (LTD) + BV (CL) + BV (INV) - BV (CA)]}{BV (TA)}$$

که در آن:

MV(CS) ارزش بازار سهام عادی، BV(PS) ارزش دفتری سهام ممتاز، BV(LTD) ارزش دفتری بدهی بلندمدت، BV(CL) ارزش دفتری بدهی های جاری، BV(INV) ارزش دفتری موجودیهای کالا، BV(CA) ارزش دفتری دارایی های جاری است

این روش نسبت به روش های قبل دارای مزیت های زیر است :

۱. نیاز به محاسبه ارزش بازار بدهی ها ندارد .
۲. ارزش بازار سهام ممتاز برای محاسبه Q لازم نیست.
۳. در مخرج کسر از ارزش دفتری کل دارایی ها استفاده شده است. بنابراین نیازی به برآورد ارزش جایگزینی دارایی های شرکت نیست [۲۱].

ارزش افزوده حقیقی (TVA)

موهنتی در سال ۲۰۰۳ ارزش افزوده حقیقی را معرفی نمود . او اظهار داشت که با استفاده از این معیار دقیق تر می توان ارزش عملکرد را سنجید و فرمول محاسباتی ارزش افزوده حقیقی را به صورت زیر ارائه کرد (۲۶):

$$TVA = FCF + \text{Capital Gains} - [MV \times (1+WACC)]$$

که در عبارت بالا داریم:

FCF: جریان نقدی آزاد است که با کم کردن خالص کل سرمایه در گردش عملیاتی از سود عملیاتی پس از کسر مالیات حاصل می شود.

Capital Gains: منفعت سرمایه می باشد که از اختلاف بین ارزش بازار شرکت در انتهای دوره و ابتدای دوره حاصل می شود.

MV: ارزش بازار شرکت است که از ضرب قیمت سهام شرکت در تعداد سهام آن حاصل می شود.

ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (REVA)

ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA) ، چارچوبی تحلیلی را برای ارزیابی عملکرد عملیاتی در زمینه ایجاد ارزش سهامدار فراهم می کند. ارزش افزوده اقتصادی برای ارزیابی عملکرد خارجی شرکت مورد استفاده قرار می گیرد و یک معیار است که بیشتر به ارزیابی عملکرد سطوح مدیریت ارشد مربوط می شود. در عوض، EVA شکل ساده ای از این معیارها است و بر اساس ارزش دفتری و مربوط به ارزیابی عملکرد سطوح پایین مدیریت در شرکت ها می باشد [۳۸]. باکیدور و همکاران در سال ۱۹۹۷ مفهوم ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده را با ارزیابی هزینه سرمایه در ارزش بازار به جای ارزش دفتری اقتصادی داراییها، توسعه دادند [۲۶]. ارزش افزوده پالایش شده روش EVA را گسترش می دهد و به

عنوان چارچوب تحلیلی ارزیابی عملکرد شرکت، منجر به فراهم نمودن مفهوم ارزش آفرینی سهامدار می شود. این مفهوم ارزش بازار دارایی های شرکتها را در رابطه با هزینه سرمایه مورد بررسی قرار می دهد. تفاوت اساسی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده این است که ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده مخارج سرمایه به کاررفته در دوره t را بر اساس ارزش بازار شرکت در پایان دوره t-1 (شروع دوره t) محاسبه می کند، در حالیکه ارزش افزوده اقتصادی بر اساس ارزش دفتری دارایی ها، این ارزیابی را انجام می دهد [۲۵]. فرمول محاسبه ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده به شرح زیر است [۳۸]:

$$REVA = NOPAT - (WACC \times M \text{ Capital})$$

که در آن:

NOPAT سود خالص عملیاتی پس از مالیات در دوره t است، WACC متوسط هزینه سرمایه و M CAPITAL ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در آغاز دوره t است.

ارزش افزوده اقتصادی مومنتوم (EVA Momentum)

ارزش افزوده اقتصادی مومنتوم توسعه یافته ارزش افزوده اقتصادی است. تغییر در ارزش افزوده اقتصادی شرکت در طی یک دوره تقسیم بر فروش دوره قبل است [۴۲]. ارزش افزوده اقتصادی توسط ارتقا دهنده آن استوارت (۲۰۰۹)، به عنوان نسبتی که متناسب با تقاضای بازار قابل اندازه گیری است و نمی تواند بدون ایجاد ارزش افزایش یابد تعبیر شده است. فرمول ارزش افزوده اقتصادی مومنتوم به شرح ذیل است:

$$EVA \text{ Momentum} = \frac{[EVA_{(t)} - EVA_{(t-1)}]}{Salas_{(t-1)}}$$

گذشته از ویژگی هایی که ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی استاندارد شده در رابطه با تعدیل ریسک در اختیار دارند، ارزش افزوده اقتصادی مومنتوم نیز با تغییراتی که شرکت ایجاد می کند مورد توجه است. یک شرکت با ارزش افزوده اقتصادی مومنتوم مثبت نشان می دهد که چگونه تلاش مدیران برای بهبود عملکرد شرکت سود زیادی ایجاد می کند. ارزش افزوده اقتصادی مومنتوم منفی نشان می دهد اقدامات مدیران منجر به چه مقدار خسارت به شرکت در این دوره شده است [۴].

بحث و نتیجه گیری

در عصر کنونی با توجه به گسترش فعالیت های مالی و اقتصادی شرکت ها و پیشرفت سایر عوامل موثر بر آنها، مدیران واحد های اقتصادی با چالش ها و مشکلات پیچیده تری نسبت به گذشته در رسیدن به اهداف سازمانی مواجه اند. همچنین سهامداران به عنوان مالکان نهایی واحد های اقتصادی مایل به اطلاع از نحوه عملکرد مدیریت و تصمیمات اتخاذ شده توسط آنها در جهت رسیدن به اهداف از پیش تعیین شده می باشند. با توجه به این مسائل لزوم بکارگیری معیار های مناسب در رابطه با سرمایه گذاری ها و سنجش ارزش ایجاد شده از سوی واحد تجاری می تواند نخستین گام در هدایت و پیشبرد اهداف واحد تجاری باشد. پژوهش حاضر معیار های لازم در جهت ارزیابی عملکرد مالی که شامل معیار های سنتی

حسابداری و معیار های نوین مالی می شوند، را معرفی و مورد بررسی قرار داده است. معیار های عملکرد حسابداری از دیرباز مورد توجه سرمایه گذاران قرار داشته لیکن ضعف های موجود در این معیار ها از قبیل ناهماهنگی با شرایط نوین اقتصادی، نبود انعطاف پذیری جهت تطبیق با شرایط محیطی در حال تغییر، بی توجهی به شاخص های غیر مالی، نادیده انگاشتن سرمایه های فکری و رویکرد گذشته نگری آن زمینه ساز ظهور معیار های نوین عملکرد مالی گردیده است. با این حال معیار های نوین مالی که به آنها معیار های مبتنی بر ارزش نیز گفته می شود خالی از ضعف و اشکال نبوده و با کاستی هایی همراه هستند. بر این اساس به نظر می رسد که به کارگیری معیار های سنتی حسابداری یا معیار های نوین مالی به تنهایی برای ارزیابی عملکرد مالی مناسب نبوده و توجه و اتکای صرف به هر یک از این معیار ها نمی تواند تصویر روشنی از عملکرد واحد تجاری نشان دهد. لذا این معیارها باید بدون توجه به طبقه بندی های رایج، با تلفیقی از شاخص های سنتی، نوین و سایر معیارها مورد استفاده قرار گیرند تا بهترین نتیجه ممکن را در شرایط فعلی به وجود آورند. شناخت معیارها و شاخص های سنجش عملکرد و ارزیابی عملکرد سازمان به همراه به کارگیری آن معیارها، می تواند به مدیران در جهت اتخاذ تصمیم های منطقی و مدبرانه، کمک شایانی نماید.

فهرست منابع

۱. اسعدی، عبدالرضا؛ کیانی نژاد، آزاده. (۱۳۹۳). " بررسی معیارهای عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **دانش و پژوهش حسابداری**، دوره ۱۰، شماره ۳۹.
۲. انصاری، عبدالمهدی؛ کریمی، محسن. (۱۳۸۷). " بررسی معیارهای مالی ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران با تاکید بر معیارهای اقتصادی". **حسابدار**، شماره ۲۰۰.
۳. انواری رستمی، علی اصغر؛ تهرانی، رضا؛ سراجی، حسن. (۱۳۸۳). " بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی، سود قبل از بهره و مالیات، جریان نقدی فعالیت های عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، دوره ۱۱، شماره ۳۷، صص ۲۱-۳.
۴. پورزمانی، زهرا؛ ارضی، حدیثه. (۱۳۹۵). " مقایسه آثار ارزش افزوده اقتصادی اسپرد و ارزش افزوده اقتصادی مومنوم بر بازده سهام". **حسابداری مدیریت**، دوره ۹، شماره ۲۹، صص ۴۱-۵۱.
۵. جهانخانی، علی؛ ظریف فرد، احمد. (۱۳۷۴). " آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند؟". **تحقیقات مالی**، دوره ۲، شماره ۷.
۶. حسنی سعدی، رضا. (۱۳۸۵). " تعیین میزان رابطه بین ارزش افزوده بازار و عملکرد شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی مشهد، دانشکده علوم انسانی.

۷. خواجوی، شکرالله؛ فتاحی نافچی، حسن. (۱۳۹۴). " بررسی تطبیقی الگوریتم‌های ترکیبی کارا به منظور ارزیابی عملکرد مالی با استفاده از رویکرد فازی (مطالعه موردی: شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران)". **مدیریت صنعتی**، دوره ۷، شماره ۲، صص ۳۰۴-۲۸۵.
۸. روشن، سیدعلی قلی؛ آرین، ابوالفضل؛ حسینی، سیدحسن؛ نوایی زند، کامبیز؛ دریکنده، علی. (۱۳۹۱). " ارزیابی عوامل موثر بر نسبت قیمت به درآمد (P/E) سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**، دوره ۵، شماره ۱۴، صص ۵۷-۴۱.
۹. رهنمای رودپشتی، فریدون. (۱۳۸۶). " بررسی و ارزیابی کارکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکتها". **پژوهشنامه اقتصادی**، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۱۷۵-۱۵۷.
۱۰. رهنمای رودپشتی، فریدون؛ خانمحمدی، محمد حامد. (۱۳۹۰). " بررسی و مقایسه توان معیارهای ارزیابی عملکرد حسابداری با معیارهای مبتنی بر ارزش جهت برآورد نرخ بازده اقتصادی شرکت‌ها". **دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**، دوره ۴، شماره ۲، صص ۴۳-۱۹.
۱۱. شباهنگ، رضا. (۱۳۷۶). "مدیریت مالی". انتشارات سازمان حسابرسی، جلد یک.
۱۲. شباهنگ، رضا؛ روحی، علی. (۱۳۸۴). "مقایسه مدل تنزیل سود نقدی (DDM) با مدل سود باقیمانده (RIM) در فرآیند تشریح و پیشبینی نوسانات قیمت سهام". **اقتصاد و مدیریت**، شماره ۶۶.
۱۳. عزیزیان، افشین. (۱۳۸۵). " بررسی عوامل تعیین کننده ضریب قیمت به سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۱۴. علیمی، امیر؛ کردستانی، غلامرضا. (۱۳۹۰). " استفاده از مدل ارزش گذاری سود باقیمانده به عنوان معیاری برای انتخاب پرتفوی". **چشم انداز مدیریت مالی**، دوره ۱، شماره ۴، صص ۹۴-۸۱.
۱۵. فاضل یزدی، علی؛ حیدری، زهره. (۱۳۹۴). " بررسی تاثیر استانداردهای ۳۰ و ۳۱ حسابداری بر معیارهای ارزیابی عملکرد و ضریب واکنش سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، دوره ۴، شماره ۱۴، صص ۱۵-۴.
۱۶. فوقی، سارا. (۱۳۸۳). "ارزیابی صحت رابطه گوردن در عوامل مؤثر بر قیمت معاملات سهام صنایع بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۰-۱۳۷۵". پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه تهران.
۱۷. فیل سرائی، مهدی؛ آتشی گلستانی، حجت‌اله. (۱۳۹۴). " تئوری نمایندگی، قراردادهای انگیزشی و معیارهای اندازه‌گیری عملکرد". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، دوره ۵، شماره ۱۸، صص ۹۹-۸۴.

۱۸. ملکیان، اسفندیار؛ اصغری، جعفر. (۱۳۸۵). "مطالعه رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازده دارایی در راستای ارزیابی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار ایران". **بورس اقتصادی**، شماره ۵۵-۵۴، صص ۲۸-۲۶.
۱۹. مهدوی، غلامحسین، حسینی ازان آخاری، سید مهدی. (۱۳۸۷). "بهترین معیار برای ارزیابی عملکرد مالی چیست؟". **پژوهشنامه اقتصادی**، دوره ۸، شماره ۳۱، صص ۱۴۶-۱۲۱.
۲۰. نمازی، محمد؛ زراعتگری، رامین. (۱۳۸۸). "بررسی کاربرد نسبت Q توبین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **پیشرفت های حسابداری**، دوره ۱، شماره ۱، صص ۲۶۲-۲۳۱.
۲۱. وکیلان آغویی، مهدی؛ ودیعی، محمدحسین؛ حسینی معصوم، محمدرضا. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و سود باقیمانده، در پیش بینی سود هر سهم سال آتی". **تحقیقات مالی**، دوره ۱۱، شماره ۲۷، صص ۱۲۲-۱۱۱.
۲۲. یحیی زاده فر، محمود؛ ابونوری، اسمعیل؛ آبادیان، مریم. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و نسبتهای سودآوری با ارزش بازار سهام شرکتهای صنعت خودرو و ساخت قطعات در ایران". **بورس اوراق بهادار**، دوره ۲، شماره ۶، صص ۱۱۵-۹۱.
۲۳. یعقوب نژاد، احمد؛ شیرازی، مریم السادات. (۱۳۸۷). "ارزیابی روند سطح کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه ایران با توجه به واکنش سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات مندرج در صورتهای مالی". **مطالعات مالی**، دوره ۱، شماره ۲، صص ۷۰-۴۵.
24. Bacidore, J. M.; J.A.; Boquist, T. T.; Milbourn, Thakor, A.V. (1997) " The Search for the Best Financial Performance Measure ", **Financial Analysts Journal**, 55, 3, 10-20.
25. Bayrakdaroglu, A. & Yalcin, N., (2012), "Strategic Financial Performance Evaluation of the Turkish Companies Traded on ISE ", **EGE ACADEMIC REVIEW**, 12 (4), 529-539.
26. Brown, Christian., Abraham, Fred. (2012), "Sum of Perpetuities Method for Valuing Stock Prices". **Journal of Economics**, 38 (1), 59-72.
27. Chanra shil, Ni. (2009). Performance Measures: An Application of Economic Value added". **International Journal of Business and Management**, 4(3), 174.
28. Ehrbar, A. (1999), "Using EVA registered trademark to measure performance and assess strategy Strategy and Leadership", 27 (3), 20-24.
29. Ertugrul I, Karakasoglu N. (2006), "Fuzzy Topsis method for academic member selection in engineering Faculty". In proceeding of the international joint confereces on computer, information and systems sciences and engineering. (CIS-EO6), USA.
30. Horcher, K.A. (2005). Essentials of Net income. John Wiley and Sons.
31. <http://www.investopedia.ir/>, "Net income: Definition", Retrieved October 2011.

32. Kang J., K. Kim, and W. Henderson, (2002), Economic Value Added (EVA): A Financial Performance Measure, **Journal of Accounting and Finance Research**, 10(1), 48-60
33. Khan, S., Chouhan, V., Chandra, B. & Wami, S. (2012). "Measurement of Value Creation Vis-À-Vis EVA: Analysis of Select BSE Companies". **Pacific Business Review International**, 5(3), 114-131.
34. Leewillen, W. G. and Badernet, S. G. (1997). "On the Measurement of Tobins Q". **Journal of Financial Economics**, 44 (1), 77-122.
35. making methods for financial performance evaluation of Turkish manufacturing industries". **Expert system with application**, 39, 350-364.
36. McNeil, A.J., Frey, R., Embrechts, P. (2005). Quantitative Net income.
37. Nakhaei, H., (2016). "Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies", **Iranian Journal of Management Studies**, 9,2, 433-455.
38. Nakhaei, H., Nik Intan Norhan Bnti, H., Melati Bnti, A.A., Nakhaei, K.(2016), "Is refined economic value added more associated with stock return than accounting measures? The Malaysian evidence", *Society and Economy*, 38,1, 69- 85.
39. Nakhaei, H., Nik Intan, H., Melati , A. & Nakhaei, K. (2013). "Evaluation Of Company Performance with Accounting and Economic Criteria In Bursa Malaysia". **Journal of Global Business and Economics**, 6, 1, 49-63.
40. Rahnamay Roodposhti, F., Nikoomaram, H., Shahverdiani, Sh., (2006), "Strategic financial management", 1, Tehran, **kakavosh**.
41. Shabahang, R. (1997), "Financial Management", 11, Tehran, **Audit organization Publications**.
42. Stewart, B. (2009), "EVA Momentum:The One Ratio That Tells The Whole Story", **Journal of Applied Corporate Finance**, 21 (2), 74-86.
43. Stewart, J. B. (1991), "The Quest for Value: A Guide for Senior Managers", **Harper Business**.
44. Tompking, S. and Darrell, E. L. (1999). "A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobins Q". **Financial Management**, 35, 20-31.
45. Yalcin, N, bayrajdaroglu. and Kahraman,C. (2012), "Application of fuzzy multi-criteria decision.



A Comprehensive Overview of The Traditional and New Criteria for Evaluating Financial Performance

Habibollah Nakhaei (PhD)¹©

Assistant Professor of Accounting Department, Birjand Branch, Islamic Azad University, Birjand, Iran

Mostafa Yaghoobi²

Master of Accounting, Birjand Branch, Islamic Azad University, Birjand, Iran

Saeedeh Haidarzadeh³

Master of Accounting, Birjand Branch, Islamic Azad University, Birjand, Iran

(Received: 25 September 2019; Accepted: 5 February 2020)

The purpose of this study was to examine and introduce the models and criteria for assessing the financial performance of the business units, including traditional accounting measures and new or value-based financial criteria, in order to provide an insight into the appropriate criteria for evaluating financial performance. . In order to achieve this goal, 20 of the criteria for financial performance evaluation included 11 of the traditional accounting metrics and 8 of the value-based criteria, and the advantages and disadvantages of each were mentioned. The results show that due to weaknesses and weaknesses in traditional accounting criteria, such as inconsistency with the new economic conditions, the lack of flexibility to adapt to changing environmental conditions, neglecting non-financial indicators, ignoring intellectual capital, and the approach Its retrospective, as well as the inadequacies and limitations of value-based criteria, the use of any of these criteria alone, and the mere consideration and reliance on it, can not be effective in assessing the performance of a business entity and provide a clear picture of it. . Therefore, these criteria should be used regardless of the classifications, with a combination of traditional, modern indicators and other criteria, in order to create the best possible result in the current situation. Understanding the criteria and indicators of performance measurement and performance appraisal of an organization along with the application of those criteria can help managers to make informed decisions.

Keywords: Financial Performance, Traditional Accounting Indicators, Value-Based Criteria.

¹ hnakhaei@iaubir.ac.ir ©(Corresponding Author)

² mostafa.yaghoobi1995@gmail.com

³ saeedeh9@gmail.com