

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

سال ۴، شماره ۱، شماره پیاپی (۱۱)، بهار ۱۳۹۱

تاریخ وصول: ۸۹/۶/۲۱

تاریخ پذیرش: ۹۰/۸/۳۰

صص ۳۰-۱۷

شناسایی تأثیر متغیرهای منتخب مالی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران

ناصر ایزدی نیا*، امیرحسین کربلایی کریم**

*استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

**کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه اصفهان

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی این موضوع است که آیا متغیرهایی که از طریق تعدیل سودحسابداری به دست آمده اند، نسبت به سود هر سهم تأثیر بیشتری بر بازده سهام دارند؟ برای بررسی این موضوع، چهار فرضیه تدوین و نمونه‌ای از بین شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۷ انتخاب شد و برای آزمون هر فرضیه یک مدل رگرسیونی تک متغیره ارائه گردید. متغیرهای مستقل در این پژوهش جریان نقدی آزاد، بازده نقدی سرمایه گذاری، ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم هستند. همچنین، بازده سهام به عنوان متغیر وابسته پژوهش در نظر گرفته شد. در این پژوهش، از روش داده‌های ترکیبی (تابلویی) برای برآورد مدل رگرسیونی استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شاخص‌های جدید ارزیابی عملکرد ارتباط معنی داری با بازده سهام ندارند. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که اعتبار سود هر سهم به عنوان یک معیار سنتی ارزیابی عملکرد هنوز به قوت خود باقی است. در رابطه با ارزیابی عملکرد شرکت بر اساس سه شاخص فوق، در سطح کل صنایع در دوره زمانی مربوطه برتری این شاخص‌ها نسبت به معیار سنتی سود هر سهم مبهم است.

واژگان کلیدی: جریان نقدی آزاد، بازده نقدی سرمایه گذاری، ارزش افزوده اقتصادی، شاخص‌های ارزیابی عملکرد

۱- مقدمه

مدیریت سازگار است. دورنمای مدیریت بر مبنای ارزش؛ به طرح شیوه‌های نوینی، تظیر هزینه‌یابی بر مبنای فعالیت و ارزیابی متوازن در حسابداری مدیریت منجر گردیده است. از منظر دیدگاه مدیریت بر مبنای ارزش شاخص‌های مختلفی برای ارزیابی عملکرد وجود دارد. پژوهش حاضر با استفاده از مدل داده‌های تابلویی تاثیر هر یک از شاخص‌های مذکور را بر بازده سهام بررسی می‌کند.

سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که آیا شاخص‌های جدید ارزیابی عملکرد نسبت به شاخص‌های سنتی ارتباط بیشتری با بازده سهام دارد. در این رابطه، پیشینه‌ای از مطالعات انجام گرفته ذکر می‌شود. در بخش بعدی متغیرهای مستقل و فرضیات پژوهش بیان خواهد شد و در نهایت یافته‌ها و پیشنهادها ارائه می‌گردد.

۲- ادبیات پژوهش

رویکرد مدیریت بر مبنای ارزش، بیانگر بیش از چهار دهه پیشرفت در مفاهیم و رویه‌های حسابداری مدیریت است؛ به گونه‌ای که تاکید و تمرکز مدیریت بر مبنای ارزش بر مرحله چهارم تکامل حسابداری مدیریت است. ادوار زمانی پیشرفت حسابداری مدیریت را می‌توان به شرح ذیل بیان داشت: تا قبل از دهه ۱۹۵۰؛ تمرکز اصلی حسابداری مدیریت بر تعیین بهای تمام شده و کنترل مالی از طریق استفاده از سیستم‌های حسابداری بهای تمام شده و بودجه‌ای بوده است. در دهه ۱۹۶۰؛ این شیوه به سمت تهیه اطلاعات برای کنترل و برنامه ریزی تغییر مسیر داد. مرحله دوم تکامل، توسط چهارچوب کنترل مدیریت

در طی دو دهه گذشته، تغییرات قابل ملاحظه‌ای در رویه‌های حسابداری مدیریت رخ داده است. تا پیش از آن تاکید بر کنترل بودجه‌ای و تحلیل تصمیمات مالی بوده است، در حالی که در دوره جدید تاکید بر رویکردهای استراتژی؛ یعنی تشخیص، اندازه‌گیری و مدیریت محرک‌های عملیاتی و مالی ارزش است. مطالعات تجربی نیز مسیر پژوهش‌های خود را تغییر داده است و توجه خود را به تکنیک‌های جدید، مانند هزینه‌یابی بر مبنای فعالیت، ارزیابی متوازن، حسابداری استراتژیک، سیستم‌های کنترل و معیارهای اقتصادی عملکرد معطوف نموده است. این مفاهیم با عنوان مدیریت بر مبنای ارزش شناخته می‌شود [۱۷]. این رویکرد بر مواردی از قبیل مباحث ذیل تمرکز دارد:

- تعریف و کاربرد استراتژی‌هایی که بالاترین حالت ممکن برای ارزش آفرینی را دارند؛
- کاربرد سیستم‌های اطلاعاتی متمرکز بر ارزش آفرینی و محرک‌های زیربنایی ارزش؛
- همسوسازی فرآیندها و اقدامات مدیریت سازمان در حوزه تخصیص منابع و برنامه‌ریزی، با هدف ارزش آفرینی؛
- طراحی سیستم‌های اندازه‌گیری عملکرد و طرح‌های انگیزشی پاداش که به ارزش آفرینی منجر گردد [۱۹].

مدیریت بر مبنای ارزش، چهارچوب‌های کنترل، برنامه ریزی و مدیریت سنتی را به نمایش می‌گذارد. همچنین تئوری‌های احتمالی طرح‌های سیستم اطلاعاتی حسابداری را ارائه می‌دهد؛ به گونه‌ای که این سیستم با مدل‌های اقتصادی رویه‌های حسابداری

بر ارزش آفرینی بوده است. تکنیک هایی نظیر سیستم ارزیابی متوازن و ارزش افزوده اقتصادی که مدعی است بیشترین رابطه را با بازده سهام دارد و سیستم های مدیریت استراتژیک که اطلاعاتی در مورد حالت های کنونی و آتی عدم اطمینان های استراتژیک فراهم می آورد [۱۲].

امروزه شاخص های ارزیابی عملکرد را می توان در پنج گروه به شرح زیر طبقه بندی نمود: [۲۹]

۱- شاخص های سود باقی مانده؛

۲- شاخص های مربوط به اجزای سود باقی مانده؛

۳- شاخص های مبتنی بر بازار؛

۴- شاخص های مبتنی بر نقد؛

۵- شاخص های سستی.

شاخص های سود باقی مانده:

شاخص هایی هستند که هزینه سرمایه در آنها در نظر گرفته شده است. از عمده ترین این شاخص ها می توان به ارزش افزوده نقدی (CVA)^۱ و ارزش افزوده اقتصادی (EVA)^۲ اشاره نمود.

شاخص های مربوط به اجزای سود باقی مانده:

این شاخص ها همان اجزای سود هستند که هزینه سرمایه در آنها لحاظ نشده است. از این میان، می توان به سود قبل از بهره و مالیات (EBIT)^۳، سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک (EBITD)^۴ و سود قبل از اقلام غیرمترقبه (EBEI)^۵، سود عملیاتی پس از

آنتونی تجلی یافت [۸]. وی کنترل مدیریت را به عنوان فرایند اطمینان بخشی برای استفاده مؤثر و کارا از منابع در جهت دستیابی به اهداف سازمانی تعریف نمود. چهارچوب مذکور کاملاً کنترل مدیریت را از کنترل عملیاتی و برنامه ریزی استراتژیک متمایز ساخت و بدین وسیله دامنه مسئولیت های حسابداری مدیریت را محدود کرد و تمرکز ویژه ای بر اطلاعات حسابداری نمود [۲۲]. تئوری های احتمالی، چهارچوب مدیریت را با بحث درباره اینکه بعضی از فاکتورهای احتمالی، کل مجموعه کنترل سازمانی، طرح های سازمان و دیگر مکانیسم های کنترل را تحت تاثیر قرار می دهد، بسط دادند [۱۴]. این تئوری ها ادعا کرده اند که یک سیستم کاربردی جهان شمول (کلی) در حوزه کنترل و حسابداری مدیریت وجود ندارد، بلکه انتخاب مناسب تکنیک های کنترل و حسابداری به شرایط و اوضاع محیطی سازمان بستگی دارد. با شروع دهه ۱۹۸۰؛ حسابداری مدیریت از تمرکز بر کنترل و برنامه ریزی جدا شد و دیدگاه خود را به سمت کاهش ضایعات در فرآیندهای تجاری تغییر داد. این تغییر با اتخاذ برنامه های مدیریت کیفیت و معرفی تکنیک های جدید حسابداری، نظیر هزینه یابی بر مبنای فعالیت و تحلیل فرایند ارزش شتاب گرفت [۱۳]. در دهه ۱۹۹۰؛ حسابداری مدیریت وارد مرحله چهارم؛ یعنی دوره گذر از کنترل و برنامه ریزی، کاهش ضایعات و ورود به عصر تاکید بر ارزش آفرینی از طریق تشخیص، اندازه گیری و مدیریت محرک های ارزش آفرینی مشتری، نوآوری سازمانی و ثروت آفرینی برای سهامداران گردید. نشان بارز این عصر، معرفی مجموعه ای متنوع از تکنیک های حسابداری متمرکز

^۱. Cash Value Added

^۲. Economic Value Added

^۳. Earning Before Interest and Tax

^۴. Earning Before Interest and Tax and Deprecation

^۵. Earning Before Extraordinary Items

باقیمانده به عنوان یک معیار داخلی ارزیابی عملکرد [۲۸] و به عنوان یک معیار عملکرد خارجی برای گزارشگری معرفی شده است [۹]. ارزش افزوده اقتصادی نخستین بار توسط شرکت استرن-استیوارت برای ارائه خدمات مشاوره ای به شرکت‌هایی که خواهان تعیین سطح مناسب جبران خدمت برای مدیرانشان بودند، ارائه و حامی استفاده از آن به جای سود حسابداری و جریان نقدی عملیاتی شد. آنها معتقد بودند که محرک قیمت سهام، ارزش افزوده اقتصادی است [۲۶]. این معیار نشان دهنده سود باقیمانده پس از کسر هزینه های سرمایه است که تصویر واقعی از ایجاد ثروت برای سهامداران ایجاد کرده است و در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری و شناسایی فرصت‌ها برای بهبود و توجه به منافع کوتاه مدت، همانند منافع بلندمدت به مدیران کمک می‌کند.

بازده نقدی سرمایه گذاری:

ارزیابی‌ها، تابعی از توجه به آینده و تعدیل مواردی است که به تغییر ارزش منجر خواهند شد. برای مثال جریان‌های نقدی که در آینده دریافت می‌شود، با نرخ بازده مورد انتظار تعدیل شده با تورم، تنزیل خواهند شد. از طرف دیگر، می‌دانیم که بازار هنگام قضاوت در مورد ارزش بدون محدودیت نیست؛ یعنی بازار نمی‌تواند هزینه سرمایه را براحتی درک کند. بنابراین، در تعیین ارزش‌های کوتاه مدت نسبت به مواردی همچون سود واکنش نشان می‌دهد. ما به یک روش اندازه‌گیری ارزش نیاز داریم که بر جریان‌های نقدی (تعدیل شده برحسب تورم) تاکید کرده، این بازده را با سرمایه گذاری‌هایی - که آنها نیز از لحاظ تورم تعدیل شده اند - مقایسه کند. به

مالیات (NOPAT) و بازده خالص دارایی‌ها (RONA) اشاره کرد.

شاخص‌های مبتنی بر بازار:

شاخص‌هایی هستند که از بازار سرمایه به دست می‌آیند و از میان آنها می‌توان به ارزش افزوده بازار (MVA)^۶، بازده مازاد (ER)^۷ و شاخص ارزش (WI)^۸ اشاره کرد.

شاخص‌های مبتنی بر وجه نقد:

این شاخص‌ها بر مبنای وجه نقد تعریف می‌شوند. از جمله این شاخص‌ها می‌توان به جریان نقدی عملیاتی (OCF)^۹، جریان نقدی آزاد (FCF)^{۱۰} و جریان نقدی بازده سرمایه گذاری (CFROI)^{۱۱} اشاره کرد.

شاخص‌های سنتی:

طرفداران نظریه‌های تاریخی در حسابداری اعتقاد به مطلوبیت اطلاعات تاریخی دارند و بر این باورند که این اطلاعات بهتر می‌تواند گویای بستر تاریخی واحد تجاری باشد. از جمله این شاخص‌ها می‌توان به سود عملیاتی و سود هر سهم و ... اشاره کرد.

ارزش افزوده اقتصادی:

قرنهاست اقتصاددانان معتقدند که شرکت‌ها برای ایجاد ثروت باید عایداتشان بیش از هزینه بدهی و سرمایه باشد [۱۶] و [۲۱]. در قرن بیستم این مفهوم با عناوین مختلفی مانند سود باقی مانده ارائه شد. سود

6. Net Operating Profit After Tax

7. Return On Net Asset

8. Market Value Added

9. Exceed Return

10. Wealth Index

11. Operating Cash Flow

12. Free Cash Flow

13. Cash Flow Return On Investment

عملیات مستمر و سایر جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری است. ارزش به عنوان جریان‌های نقدی آزاد تنزیل شده، بهترین مبنا و مقیاسی است که شفافیت ایجاد می‌کند و تعادلی بین منافع کلیه گروه‌های ذی نفع برقرار می‌سازد، زیرا در این شیوه ادعای هر ذی نفعی بر حسب پول نقد ارزش‌گذاری می‌شود. این شیوه ارزش‌یابی مستلزم برخورداری از دیدگاه بسیار جامعی نسبت به چندین دوره آینده واحد تجاری بوده، تعیین آن به روشنی نیازمند اطلاعات کاملی نسبت به آینده است [۲۶].

۳- پیشینه پژوهش

لی و کیم [۲۴] در پژوهشی با عنوان "تعیین برتری معیارهای اقتصادی بر معیارهای سنتی عملکرد" از معیارهایی، همچون ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، جریان نقدی عملیاتی و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده کردند. نمونه این پژوهش شامل ۳۵۳ مشاهده در طی دوره زمانی ۱۹۸۵ الی ۲۰۰۴ بود. آنها به این نتیجه رسیدند که ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده بازار نسبت به نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام و جریان وجوه نقد حاصل از عملیات برای ارزشیابی عملکرد شرکت معیار بهتری هستند.

گلیدل و کرنلیاس [۱۵] در پژوهشی با عنوان "یک بررسی موردی در زمینه امور مالی و ارزش افزوده اقتصادی" نشان دادند که شرکت‌ها به طور قابل ملاحظه‌ای در برابر معیار ارزش افزوده اقتصادی از خود مقاومت نشان می‌دهند. آنها همچنین اصلاح و تغییر معیارهای قدیمی، همانند مدیریت کیفیت جامع را پیشنهاد کردند.

چنین رویکرد اندازه‌گیری ارزش، بازده نقدی سرمایه‌گذاری گفته می‌شود.

$$CFROI = \frac{CashInflows(adjusted\ inflation)}{CashOutflows(adjusted\ inflation)}$$

بازده نقدی سرمایه‌گذاری توسط شرکت مشاوره‌ای بوستن ارائه گردید و بدین گونه تعریف شد: جریان وجه نقد ایجاد شده در یک سال مالی به عنوان درصدی از وجه نقد سرمایه‌گذاری شده در دارایی‌های شرکت [۲۰]. این معیار نشان دهنده نرخ بازده داخلی همه پروژه‌های شرکت و همچنین ارائه دهنده بازده چند دوره‌ای است [۲۳]. آنها اشاره کردند که بازده نقدی سرمایه‌گذاری به جای اینکه یک سود اقتصادی باشد، نرخ بازده داخلی است و مبنایی سازگار برای ارزیابی شرکت‌ها بدون در نظر گرفتن اندازه آنهاست که این قابلیت را معیارهای سود اقتصادی مبتنی بر واحد پولی ندارند.

جریان نقدی آزاد

ارزش به عنوان تنزیل جریان‌های نقدی آزاد آتی واحد تجاری (F.C.F.F)^{۱۴} برای نخستین بار از سوی استرن در سال ۱۹۷۲ مطرح شد. مبنایی نظری برای این شیوه به واسطه مقالات علمی منتشر شده بین سال‌های ۱۹۵۸ تا ۱۹۶۱ از سوی فرانکو مودیگلیانی و مرتون میلر مطرح شد [۲۶].

جریان‌های نقدی آزاد واحد تجاری، ضابطه‌ای است که می‌تواند بین واحد تجاری و سایر گروه‌های ذی نفع برون سازمانی ارتباط برقرار کند. فرض اساسی آن است که ارزش واحد تجاری ناشی از توانایی آن در ایجاد جریان‌های نقدی حاصل از

¹⁴ Free Cash Flow of Firm

چنگ [۱۱] پژوهشی با عنوان "آیا کانال‌های اینترنتی باعث افزایش عملکرد مالی شرکت می‌شود: موردکاوی در کشور تایوان" انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد هنگامی که مجاری اینترنتی با اعلان و آگهی همراه می‌شوند، بازده غیرمعمول شرکت، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را افزایش می‌دهند که این امر باعث می‌شود عملکرد مالی ارتقا یابد.

اسماعیل [۱۸] در پژوهشی با عنوان "بررسی ارتباط بازده سهام با ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای حسابداری" نشان داد که سود خالص عملیاتی پس از مالیات و سود خالص نسبت به سود باقی مانده و ارزش افزوده اقتصادی توانایی بیشتری در توضیح دهندگی بازده سهام دارند.

قادر زاده [۵] در پژوهشی با عنوان "بررسی مقایسه‌ای ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و سود هر سهم در تبیین بازده سهام" نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵٪ ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و سود هر سهم قادر به تبیین بازده سهام نیستند.

دهقان پور [۳] پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده واقعی سهام در گروه‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام داد. نمونه این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سه گروه منتخب: فلزات اساسی، سیمان و گچ و آهک در طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۴ بود. نتایج این پژوهش نشان داد بین بازده واقعی سهام با ارزش افزوده اقتصادی ارتباط معنی داری وجود ندارد. با انجام عمل استاندارد سازی بر روی ارزش افزوده اقتصادی محاسبه شده برای هر شرکت مشخص

گردید شرکت سیمان قائن قویترین عملکرد و شرکت فولاد خوزستان ضعیف ترین عملکرد را داشته است. اکبری [۱] در پژوهشی با عنوان "اثر تورم بر ارزش افزوده اقتصادی مورد استفاده جهت ارزیابی عملکرد" نشان داد که ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها بر مبنای بازده سهام، بر ارزش افزوده اقتصادی اسمی برتری ندارد.

قنبری [۶] در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و نسبت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسید که بین ۱۶ نسبت مالی مورد بررسی و ارزش افزوده اقتصادی همبستگی معنی داری وجود دارد.

شریعت [۴] ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم را در صنعت خودرو سازی آزمون نمود. او دریافت که بین این دو متغیر ارتباطی معنی دار وجود ندارد. همچنین، نتایج پژوهش وی نشان داد که ارتباط ارزش افزوده اقتصادی با قیمت سهام معنا دارتر از ارتباط درآمد هر سهم با قیمت سهام است.

۴- اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش:

در این پژوهش از میان شاخص‌های گوناگون ارزیابی عملکرد، چهار شاخص ارزش افزوده اقتصادی، بازده نقدی سرمایه‌گذاری، جریان نقدی آزاد و سود هر سهم به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش و بازده سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده‌اند. در ذیل مروری کوتاه بر متغیرهای مذکور ارائه خواهد شد.

۴-۱: اندازه گیری متغیرهای مستقل پژوهش

۴-۱-۱: ارزش افزوده اقتصادی

ارزش افزوده اقتصادی عبارت است از سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات که هزینه سرمایه به کار گرفته شده از آن کسر گردد. این عبارات را می توان در رابطه زیر خلاصه کرد [۲۶]:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \times Invested Capital_{t-1}$$

EVA_t : ارزش افزوده اقتصادی در سال t ؛

$NOPAT_t$: سود خالص عملیاتی بعد از کسر

مالیات و بعد از تعدیلات لازم؛

$WACC_t$: نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه در

سال t ؛

$Invested Capital_{t-1}$: سرمایه به کار گرفته شده

توسط شرکت پس از تعدیلات لازم در ابتدای دوره t .

۴-۱-۲: بازده نقدی سرمایه گذاری

برای محاسبه جریان نقدی بازده سرمایه گذاری، هزینه سرمایه لحاظ نمی شود. عملکرد اقتصادی در این معیار بدین گونه محاسبه می شود [۱۰]:

۱- شناسایی جریانهای نقدی ورودی و

خروجی در طول عمر داراییها؛

۲- تعدیل جریانهای نقدی ورودی و خروجی

بر حسب قدرت خرید ثابت (تورم)؛

۳- محاسبه نرخ بازده جریانهای نقدی

برسرمایه مشابه روشی که نرخ بازده داخلی محاسبه می شود.

بازده نقدی سرمایه گذاری جریان وجه نقد ایجاد شده در یک سال مالی به عنوان درصدی از وجه نقد سرمایه گذاری شده در دارایی های شرکت است [۲۰]. برای عملیاتی نمودن تعریف فوق باید اجزای این نرخ را به دو بخش به شرح ذیل، تقسیم نمود:

(۱) جریان نقدی ناخالص تعدیل شده؛

(۲) دارایی های عملیاتی ناخالص تعدیل شده.

بدین ترتیب که جریان نقدی ناخالص تعدیل شده به شرح زیر محاسبه می شود:

جریان نقدی تعدیل شده = سودخالص + هزینه استهلاک + مخارج تامین مالی -/+ اثرات ناشی از اقلام پولی + هزینه بازنشستگی - اقلام خاص پس از مالیات و دارایی های عملیاتی ناخالص تعدیل شده به شرح زیر محاسبه می شود:

$$\begin{aligned} & \text{سایر دارایی های جاری غیر پولی} + \text{موجودی کالا} + \text{بدهی جاری پولی} - \text{دارایی های جاری پولی} + \text{دارایی نامشهود} + \text{دارایی ثابت تعدیل شده (بر حسب شاخص قیمت)} = \text{دارایی های عملیاتی تعدیل شده} \end{aligned}$$

۴-۱-۳: جریان نقدی آزاد

شرکت های مختلف دارای ساختارهای مالی متفاوت مالی، شرایط مختلف مالیاتی و مقادیر متفاوتی از دارایی های غیر عملیاتی (مانند اوراق بهادار قابل فروش) هستند. این تفاوت ها بر معیارهای حسابداری سنتی، مانند نرخ بازده سهام

عادی، اثر می گذارد و باعث می شود که دو شرکت یا دو واحد مستقل متعلق به یک شرکت که دارای عملیات مشابه (از نظر عملیاتی) هستند، دارای کارایی های متفاوت باشند. از این رو، اگر سیستم تعیین حقوق و مزایا با کارایی آنها متناسب نباشد، مدیران عملیاتی را باید بر اساس آنچه درحیطه کنترل دارند،

جریان‌های نقدی آزاد است که همان وجه نقد باقی‌مانده ناشی از فعالیت‌های عملیاتی است. واحد تجاری می‌تواند وجه نقد باقی‌مانده را به صورت پرداخت‌های متقابل به تأمین‌کنندگان مالی پرداخت نماید. پرداخت‌های متقابل واحد تجاری به تأمین‌کنندگان مالی تعیین‌کننده ارزش واحد تجاری از دیدگاه سرمایه‌گذاران است. بدین ترتیب، در این مدل نیز انتظارات نسبت به آینده تعیین‌کننده ارزش شرکت است [۲].

با توجه به بحث نظری فوق می‌توان برای محاسبه F.C.F دوره جاری واحد تجاری معادلات زیر را ارائه نمود:

- 1) $FCF = NOPAT - Investment$
- 2) $NOPAT = Sales - Operating \text{ . } Exp - Tax$
- 3) $Investment = \Delta Working \text{ capital } + \Delta Fixed \text{ Assets}$

۴-۱-۴: سود هر سهم

مفهوم سود هر سهم، یکی از مفاهیمی است که سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیران مالی از آن برای تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی و عملکرد مالی یک شرکت استفاده می‌کنند. سود هر سهم یک واحد تجاری از دیرباز مورد بحث اقتصاددانان و حسابداران بوده است.

برای محاسبه این عدد باید میزان سود (پس از کسر مالیات) یا زیان شرکت را بر تعداد سهام آن تقسیم نمود:

تعداد سهام جاری / سود و زیان خالص = سود هر سهم

نه بر مبنای چیزهایی که خارج از کنترل آنهاست، مورد ارزیابی و قضاوت قرار داد. از این رو، برای قضاوت درباره عملکرد مدیریت، ناگزیریم توانایی مدیران در ایجاد سود عملیاتی را با توجه به دارایی‌های عملیاتی تحت کنترل آنها مقایسه کنیم. دارایی‌های جاری را که در عملیات به کار می‌روند، سرمایه در گردش عملیاتی می‌نامند. پس از کسر نمودن حساب‌های پرداختی و مبالغ تحقق یافته و پرداخت نشده از سرمایه در گردش عملیاتی به دست می‌آید که آن را خالص سرمایه در گردش عملیاتی می‌نامند و می‌توان آن را به گونه‌ای دیگر تعریف نمود:

بدهی‌های جاری بدون بهره - دارایی‌های جاری بدون بهره دار = خالص سرمایه در گردش عملیاتی
با اضافه کردن خالص سرمایه در گردش عملیاتی به خالص دارایی‌های ثابت می‌توان به کل سرمایه عملیاتی دست یافت. خالص دارایی‌های ثابت، همان دارایی‌های ثابت پس از کسر استهلاک انباشته است. اگر کل سرمایه عملیاتی در دوره مورد نظر از کل سرمایه عملیاتی دوره ماقبل کسر شود، رقم مربوط به خالص سرمایه‌گذاری عملیاتی به دست می‌آید. با کسر نمودن این مقدار از سود عملیاتی پس از کسر مالیات، جریان نقدی آزاد حاصل می‌گردد. می‌توان بیان نمود که منظور از جریان‌های نقدی آزاد واحد تجاری، خالص جریان‌های نقدی به دست آمده از عملیات واحد تجاری است که مازاد بر وجوه نقد سرمایه‌گذاری شده برای رشد است. اگر کل دریافتی‌های نقدی حاصل از عملیات مستمر یک شرکت را در نظر بگیریم و تمامی پرداخت‌ها و مخارج نقدی را از آن کسر کنیم آنچه باقی می‌ماند،

۴-۲: اندازه گیری متغیر وابسته پژوهش

ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می گیرد. در این پژوهش نرخ بازدهی سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است که روش مورد استفاده برای محاسبه آن به شرح ذیل می باشد:

مهمترین معیار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها در حال حاضر نرخ بازدهی سهام آنهاست. این معیار به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی برای سهامداران بوده، برای

مزایای سهام جایزه + مزایای حق تقدم + سود نقدی + تفاوت قیمت اول دوره و قیمت انتهای دوره سهام

= نرخ بازدهی سهام

قیمت ابتدای دوره سهام

استفاده از مدل رگرسیونی تک متغیره بررسی شده است.

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۸۱ - ۱۳۸۷ است. به منظور جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی «پارس پرتفولیو» و «ره‌آورد نوین» استفاده شده است. در مواردی که داده‌های موجود در این بانک‌های اطلاعاتی ناقص بوده است، به آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار^{۱۵} مراجعه شده است. در این پژوهش، آمار و ارقام مورد نیاز مربوط به نرخ اوراق مشارکت دولتی و شاخص عمومی قیمت‌ها از سایت اینترنتی بانک مرکزی^{۱۶} استخراج شده است. همچنین، برای محاسبه و آماده‌سازی متغیرهای پژوهش و تجزیه و تحلیل‌های آماری از نرم افزارهای Excel و E views استفاده شده است.

۷- مدل‌های پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های چهارگانه پژوهش، مدل‌های رگرسیونی زیر برآزش می گردند:

در این پژوهش، با تأکید بر مفهوم مدیریت بر مبنای ارزش سعی می شود سه شاخص (ارزش افزوده اقتصادی، جریان نقدی آزاد و بازده نقدی سرمایه گذاری) از میان شاخص‌های مبتنی بر ارزش معرفی و به عنوان متغیرهای مستقل این پژوهش محاسبه و اندازه گیری می‌شود.

۵- فرضیات پژوهش

این پژوهش مشتمل بر چهار فرضیه، به شرح ذیل است:

- ۱- جریان نقدی آزاد بر بازده سهام موثر است.
- ۲- بازده نقدی سرمایه گذاری بر بازده سهام مؤثر است.
- ۳- ارزش افزوده اقتصادی بر بازده سهام مؤثر است.
- ۴- سود هر سهم بر بازده سهام مؤثر است.

۶- روش انجام پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی است، که مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم است. رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته با

1. <http://www.rdis.ir>

2. <http://www.cbi.ir>

۸- یافته‌های پژوهش و نتیجه‌گیری

۸-۱: فرضیه اول

با توجه به نتایج مندرج در نگاره شماره ۱ مشخص می‌شود که مقدار P.value برای ضریب متغیر مستقل عدد ۰/۳۸۳۷ است که از ۰/۰۵ بیشتر است. بنابراین، فرض صفر پذیرفته می‌شود و فرض مقابل مبنی بر ارتباط معنادار بین جریان نقدی آزاد و بازده سهام رد می‌شود.

درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه به مقدار F می‌توان بیان نمود که مدل از لحاظ آماری معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون ۱,۷۲ است که حاکی از عدم همبستگی بین جملات اخلاص است. ضریب تعیین مهم‌ترین معیاری است که با آن می‌توان رابطه بین دو متغیر مستقل و وابسته را توضیح داد. این ضریب شاخصی است که بیانگر درصد تغییرات برازش توسط معادله رگرسیون است. به عبارت دیگر، این شاخص نشان می‌دهد که چند درصد مقادیر پیش‌بینی شده متغیر وابسته با مقادیر واقعی انطباق دارد. در این مدل رگرسیونی می‌توان بیان نمود که ۲۰٪ از تغییرات در متغیر وابسته به واسطه مدل رگرسیون برازش شده، قابل تعیین است.

1. $R_{it} = b_{0i} + b_1 * FCF_{it} + e_{it}$
2. $R_{it} = b_{0i} + b_1 * CFROI_{it} + e_{it}$
3. $R_{it} = b_{0i} + b_1 * EVA_{it} + e_{it}$
4. $R_{it} = b_{0i} + b_1 * EPS_{it} + e_{it}$

به منظور آزمون معنی داری ضریب رگرسیون، فرضیه‌های آماری به شرح زیر تبیین می‌شود:

$$H_0 : b_1 = 0$$

$$H_1 : b_1 \neq 0$$

H_0 بدان معنی است که هیچ ارتباط معناداری بین متغیر مستقل و متغیر بازده سهام وجود ندارد و رد فرض H_0 به معنی قبول فرض H_1 است؛ یعنی بین متغیر مستقل و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

در این پژوهش از روش داده‌های تابلویی برای تخمین مدل آماری استفاده می‌شود. هنگامی که از داده‌های تابلویی برای تخمین استفاده می‌شود، قبل از هر کار به انجام آزمون F لیمر برای تشخیص نوع روش و نحوه برآورد نیاز است. اگر نتیجه آزمون بر استفاده از روش داده‌های تلفیقی باشد، تخمین مدل با روش داده‌های تلفیقی انجام می‌شود و اگر نتیجه آزمون نشان دهنده استفاده از روش داده‌های تابلویی بود، از آزمون هاسمن برای تشخیص تأثیرات ثابت یا تصادفی بودن الگو استفاده خواهد شد.

نگاره شماره (۱) - نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$R_{it} = b_{0i} + b_1 * FCF_{it} + e_{it}$			مدل فرضیه اول:
نتیجه‌گیری	مقدار P.Value	مقدار محاسبه شده آماری	نوع آزمون
روش پانل دیتا	۰/۰۰۶۱	۱/۵۵۹۱	آزمون F لیمر
روش تأثیرات ثابت	۰/۶۷۵۴	۰/۱۷۵۳	آزمون هاسمن
تایید	۰/۰۰۱۰۹	۱/۴۹۹۶	آزمون F
عدم خودهمبستگی	-----	۱/۷۲۸۶	آزمون دوربین واتسون
تایید	۰/۰۰۰۰	۰/۱۶۳۹	ضریب ثابت
رد فرضیه پژوهش	۰/۳۸۳۷	۵/۴۰	ضریب متغیر مستقل
نشانه توان برازش مدل	-----	٪۲۰	ضریب تعیین (R^2)

۲-۸- فرضیه دوم :

توجه با مقدار F می توان بیان نمود که مدل از لحاظ آماری معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون ۱,۷۱ است که حاکی از عدم همبستگی بین جملات اخلاص (استقلال باقیمانده‌ها) است. ضریب تعیین در این مدل نشان می دهد که خط رگرسیون تنها معرف ۲۲٪ از تغییرات در متغیر وابسته است.

با توجه به نتایج مندرج در نگاره شماره ۲ مشخص می شود مقدار P.Value برای ضریب متغیر مستقل عدد ۰/۲۵۹۴ است که از ۰/۰۵ بزرگتر است. بنابراین، فرض صفر پذیرفته و فرض مقابل مبنی بر ارتباط معنادار بین بازده نقدی سرمایه گذاری و بازده سهام رد می شود. درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با

نگاره شماره (۲) - نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

مدل فرضیه دوم:			$R_{it} = b_{oi} + b_1 * CFROI_{it} + e_{it}$
نوع آزمون	مقدار محاسبه شده آماری	مقدار P.Value	نتیجه گیری
آزمون F لیمر	۱/۵۵۶۲	۰/۰۰۶۳	روش پانل دیتا
آزمون هاسمن	۰/۱۶۱۵	۰/۶۸۷۵	روش آثار ثابت
آزمون F	۱/۷۲	۰/۰۰۰۹۵	تایید
آزمون دوربین واتسون	۱/۷۱۳۳	-----	عدم خود همبستگی
ضریب ثابت	۰/۱۶۵۲	۰/۰۰۰۰	تایید
ضریب متغیر مستقل	-۰/۰۰۵	۰/۲۵۹۴	رد فرضیه پژوهش
ضریب تعیین (R^2)	٪۲۲	-----	نشانه توان برازش مدل

۳-۸- فرضیه سوم:

درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه با مقدار F می توان بیان نمود که مدل از لحاظ آماری معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون ۱,۷۵ است. که حاکی از عدم همبستگی بین جملات اخلاص است. مدل رگرسیون برازش شده در این مدل با توجه به عدم ارتباط معنی دار میان ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام، تنها معرف ۲۲٪ از تغییرات در متغیر وابسته است.

با توجه به نتایج مندرج در نگاره شماره ۳ مشخص می شود که مقدار P.Value برای ضریب متغیر مستقل عدد ۰/۱۴۳۸ است که از ۰/۰۵ بزرگتر است. بنابراین، فرض صفر پذیرفته و فرض مقابل مبنی بر ارتباط معنادار بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام رد می گردد.

نگاره شماره ۳ - نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

مدل فرضیه سوم:			$R_{it} = b_{oi} + b_1 * EVA_{it} + e_{it}$
نوع آزمون	مقدار محاسبه شده آماری	مقدار P.Value	نتیجه گیری
آزمون F لیمر	۱/۵۷۹۱	۰/۰۰۵۰	روش پانل دیتا
آزمون هاسمن	۳/۲۳۷۷	۰/۰۷۲۰	روش آثار ثابت
آزمون معناداری مدل (F)	۱/۶۵۱۲	۰/۰۰۲۱	تایید
آزمون دوربین واتسون	۱/۷۵۲۷	-----	عدم خود همبستگی
ضریب ثابت	۰/۱۶۵۴	۰/۰۰۰۰	تایید
ضریب متغیر مستقل	-۳/۵۷	۰/۱۴۳۸	رد فرضیه پژوهش
ضریب تعیین (R^2)	٪۲۲	-----	نشانه توان برازش مدل

۴-۸- فرضیه چهارم:

با توجه به نتایج مندرج در نگاره شماره ۴ مشخص می‌شود که مقدار P.Value برای ضریب متغیر مستقل عدد ۰/۰۰۰۰ است، بنابراین، فرض صفر رد می‌شود؛ بدین معنی که بین سود هر سهم و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. درباره اعتبار کلی مدل رگرسیون با توجه با مقدار F می‌توان بیان نمود

که مدل از لحاظ آماری معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون ۱,۸۲ است که حاکی از استقلال باقیمانده هاست. از میان چهار مدل رگرسیون برازش شده در این پژوهش، مدل مرتبط با فرضیه چهارم دارای بالاترین قدرت توضیح دهندگی متغیر وابسته است. خط رگرسیون برازش شده در این مدل، معرف ۳۸٪ تغییرات در متغیر وابسته است.

نگاره شماره (۴) - نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

مدل فرضیه چهارم:			
$R_{it} = b_{oi} + b_1 * EPS_{it} + e_{it}$			
نوع آزمون	مقدار محاسبه شده آماری	مقدار P.Value	نتیجه گیری
آزمون F لیمر	۱/۵۴	۰/۰۰۷۵	روش پانل دیتا
آزمون هاسمن	۱/۰۲۵۶	۰/۳۱۱۲	روش آثار ثابت
آزمون معناداری مدل (F)	۳/۵۵۳۰	۰/۰۰۰۰	تایید
آزمون دوربین واتسون	۱/۸۲	-----	عدم خودهمبستگی
ضریب ثابت	۷۱/۴۹۵۱	۰/۰۰۰۰	تایید
ضریب متغیر مستقل	۶/۰۲	۰/۰۰۰۰	تایید فرضیه پژوهش
ضریب تعیین (R ²)	٪۳۸	-----	نشانه توان برازش مدل

نگاره شماره (۵): خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌ها	نتیجه گیری
فرضیه اول	جریان نقدی آزاد بر بازده سهام تأثیری ندارد.
فرضیه دوم	بازده نقدی سرمایه‌گذاری بر بازده سهام تأثیری ندارد.
فرضیه سوم	ارزش افزوده اقتصادی بر بازده سهام تأثیری ندارد.
فرضیه چهارم	سود هر سهم بر بازده سهام تأثیر دارد.

۹- نتیجه گیری

سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که آیا متغیرهای منتخب مالی بر بازده سهام تأثیر دارند؟ طبق مبانی نظری، انتظار بر این بود که شاخص‌های مختلف ارزیابی عملکرد ارتباط معنی‌داری با بازده سهام داشته باشند، اما همان‌گونه که نتایج پژوهش در نگاره شماره پنج نشان می‌دهد، از میان شاخص‌های مورد بررسی، شاخص‌های جدید ارزیابی عملکرد (جریان نقدی آزاد، بازده نقدی سرمایه‌گذاری

و ارزش افزوده اقتصادی) ارتباط معناداری با بازده سهام ندارند، اما نتایج به دست آمده برای شاخص سستی سود هر سهم، نشان می‌دهد که سود هر سهم بر بازده سهام مؤثر است و رابطه مثبت و معناداری با بازده سهام دارد. در کل، نتایج پژوهش نشان نمی‌دهد که شاخص‌های جدید ارزیابی عملکرد با بازده سهام ارتباط معناداری داشته باشد و همانند گذشته، اعتبار شاخص سستی سود هر سهم هنوز هم به عنوان یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد به قوت خود باقی است. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش

متغیرهای مستقل گسترش یابد، به گونه‌ای که از متغیرهای مستقل بیشتری استفاده شود.

۴- با توجه به بند ۳، پیشنهاد می‌شود از هر طبقه، متغیرهای مستقل دیگری نیز در نظر گرفته شود و به صورت مقایسه‌ای این ارتباط بررسی شود.

منابع

۱- اکبری، نوردین. (۱۳۸۷). اثر تورم بر ارزش افزوده اقتصادی مورد استفاده جهت ارزیابی عملکرد، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه اصفهان.

۲- ایزدی نیا، ناصر. (۱۳۸۲). ارزشیابی واحدهای تجاری با استفاده از مدل‌های ارزش افزوده اقتصادی و جریان نقدی آزاد و تعیین شکاف قیمت و ارزش سهام، رساله دکترا، دانشگاه علامه طباطبایی.

۳- دهقان پور وحید، مجتبی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه‌ی بین ارزش افزوده اقتصادی و بازده واقعی سهام در گروه‌های منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت، دانشگاه اصفهان.

۴- شریعت، سید محمد تقی. (۱۳۸۲). ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم در صنعت خودرو سازی در بورس اوراق بهادار، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.

۵- قادرزاده، کریم. (۱۳۸۷). «بررسی مقایسه‌ای ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و سود هر سهم در تبیین بازده سهام» دانش و پژوهش حسابداری، ش ۱۴، صص ۱۸-۷۹.

۶- قنبری، عباس. (۱۳۸۲). بررسی رابطه EVA و نسبت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.

اسماعیل (۲۰۰۶)، ورثینگتون و وست (۲۰۰۴) و اکبری (۱۳۸۷) سازگار است.

۱۰- محدودیت های تحقیق:

۱- تمامی واحدهای تجاری انتخابی در نمونه آماری، از بین شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌اند؛ بنابراین، در تعمیم نتایج به کلیه واحدهای تجاری که هم اکنون در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده‌اند، باید با احتیاط عمل نمود.

۱۱- پیشنهاد برای پژوهش های آتی

با توجه به نتایج به دست آمده در این پژوهش، پیشنهادهای زیر برای انجام تحقیقات آینده در این زمینه ارائه می‌شود:

۱- شاخص عمومی بازار بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۵-۱۳۸۳ به دلایل آثار تحولات سیاسی در سطح بسیار پایینی قرار داشت؛ به طوری که طی این دوره نرخ بازده بدون ریسک (نرخ اوراق مشارکت دولتی) به مراتب بیشتر از نرخ بازده پرتفوی بازار بوده، بنابراین، پیشنهاد می‌شود که پژوهش حاضر طی یک دوره رونق بورس اوراق بهادار تهران انجام گیرد؛ چه بسا نتایج آن پژوهش با نتایج تحقیق حاضر متفاوت باشد.

۲- همان گونه که مشاهده شد، این پژوهش به شکل کلی و بدون تفکیک در سطح صنایع مختلف انجام پذیرفت. بنابراین، پیشنهاد می‌شود این پژوهش در سطح صنعت و برحسب سال‌های مختلف صورت پذیرد.

۳- در این پژوهش از میان شاخص‌های مختلف ارزیابی عملکرد، تنها سه شاخص جدید بررسی شد. پیشنهاد می‌شود دامنه پژوهش از لحاظ تعداد

- International Journal of Managerial Finance*. Vol. 2, pp.343-353.
- 19- KPMG Consulting, (1999). “*Value Based Management: The Growing Importance of Shareholder Value in Europe*”. KPMG Consulting, London.
- 20- Martin, J.D. and Petty, J.W. (2000). “*Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*”, New York: Oxford university press.
- 21- Marshall, A., (1890). “*Principles of Economics*”, The Macmillan Press Ltd London, New York
- 22- Otley, D.,(1999). Performance Management: a Framework for Management Control System Design. *Management Accounting Research*, Vol.10,pp.363-382.
- 23- Obrycki, D.J. and Resends, R. (2000). “*Economic Margin: The link Between EVA and CFROI*”, New York .Wiley & Sons, Inc.
- 24- Lee, Seoki & Woo Gon Kim.(2009). “EVA, Refined EVA, MVA,or Traditional Performance Measures For the Hospitality industry?”, *International Journal of Hospitality Management*, Vol.28,pp.439-445
- 25- Stewart III, G.B., (1994). EVA: fact or fantasy?,*Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.7,pp.71-84.
- 26- Stewart III, G.B., (1991). “*The Quest for Value*”, *Harper Business*, New York.
- 27- Stern, M.Joel and John, S.Shiely. (2001).“*The EVA Challenge*”,Wiley & Sons, Inc
- 28- Solomon, D., (1965). “*Division Performance: Measurement and Control*”, Financial Executives Research Foundation”,NewYork.
- 29- Young. S. D., & Stephen F. O. (2001). *EVA and Value-Based Management, A Practical Guide to Implementation*. MC Graw Hill, 58-67.
- 29- Worthington, A. and West, T. (2004). “Australian Evidence Concerning The Information Content of Economic Value Added”. *Australian Journal of Management*, Vol.29, pp. 201-242.
- ۷- گجراتی، دامودار. (۱۳۷۸). *مبانی اقتصادسنجی*، ترجمه حمید ابریشمی، جلد دوم، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- 8- Anthony, R.,(1965). “*Planning and Control Systems: A Framework for Analysis*”. Division of Research, Harvard Business School, Boston, MA.
- 9- Anthony, R.(1973).“Accounting for the Cost of Equity”, *Harvard Business Review* 51, pp.88-102.
- 10- Bartley J, Madden.(1999). “*CFROI Valuation; A TOTAL System Approach to Valuing to Firm*”, Butterworth-Heinemann.
- 11- Cheng, Julian. (2008). “Will e Channel Addition Increases the Financial Performance of Firm? The Evidence from Tiwan”, *Industrial Marketing Management*, Vol.36, pp.50-57
- 12- Cooper, R., Kaplan, R., (1991). “*The Design of Cost Management Systems*”. Prentice-Hall, Englewood Clis, NJ
- 13- Fisher, J.,(1995). “Contingency-Based Research on Management Control Systems: Categorization by level of Complexity”. *Journal of Accounting Literature* ,Vol.4, 24-53.
- 14- Gordon, L., Miller, D.,(1976). “A contingency Framework for the Design of Accounting Information Systems”. *Accounting, Organizations and Society*, Vol.1,pp.59-69
- 15- Gledle, Pauline. and Cornelius,Nelarine.(2008). “A Case Study of Financialization and EVA”, *Critical Perspective on Accounting*, Vol.19,pp.1219-123.
- 16- Hamilton, R. (1777). “*An Introduction to Merchandize*”.Edinburgh.
- 17- Institute of Management Accountants,(1999).“*Counting More, Counting Less*”.Transformations in the Management Accounting Profession. IMA Publications, Montvale, NJ.
- 18- Ismail, Ahmad. (2006). “Is Economic Value Added More Associated with Stock Return than AccountingEarnings?”,