

ارزیابی کمی مزیت رقابتی پایدار موسسات بانکی کشور با معرفی معیار مالی CSV^۱

محمد سعید آقاجانی*

محمد امین احمدیه**

آرش خلیلی نصر***

چکیده:

در دنیای رقابتی امروز، خلق ارزش برای مشتریان و سهامداران، هدف اصلی شرکت‌ها می‌باشد. اقتصاد به هم پیوسته جهانی، پارادایم جدیدی در مفهوم ارزش شرکت از منظر سهامداران پدید آورده است. دیگر، دارایی‌های مشهود و نقدینگی، منشاء اولیه و اصلی ارزش بنگاه را تشکیل نمی‌دهند و عواملی همانند دارایی‌های نامشهود و الگوی نوین سازمانی مبتنی بر استراتژی‌مداری و ارزش‌آفرینی است که بیش از پیش مورد توجه می‌گیرد. از طرفی به دنبال پیشرفت فناوری اطلاعات، انتظارات سرمایه‌گذاران از اطلاعات و معیارهای کارا تر برای ارزیابی و تصمیم‌گیری بالاتر رفته است. به همین جهت معیارهای مالی راهبردی، بهتر می‌تواند منعکس کننده عملکرد مالی سازمان‌ها و مزیت رقابتی پایدار آن‌ها باشد. معیار ارزش خلق شده سهامداران، با در نظر گرفتن پارامترهایی نظیر ارزش بازار سهام، میزان سود تقسیم شده و افزایش سرمایه، هم می‌تواند سرمایه‌گذاران را در انتخاب پرتفوی سرمایه‌گذاری با بازده مناسب‌تر کمک نموده و هم به مدیران جهت فهم بهتر استراتژی‌های رقابتی کمک می‌نماید. در پژوهش حاضر، مفهوم معرفی شده، در نظام بانکداری کشور مورد بررسی قرار گرفته است. در این راستا، ۱۴ بانک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی شش دوره زمانی (۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۳) ارزیابی و رتبه‌بندی شدند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد بیش از ۴۵٪ مجموع ارزش خلق شده در صنعت، تنها توسط دو بانک با میزان تقریباً یکسان صورت پذیرفته است در حالیکه مقدار متوسط آن در صنعت ۷٪ بوده می‌باشد.

مفاهیم کلیدی: ارزش خلق شده سهامداران، مزیت رقابتی پایدار، مدیریت استراتژیک

^۱ مقالات این شماره فصلنامه، به مقالات منتخب سیزدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت اختصاص یافته است.

* دانشجوی کارشناسی ارشد رشته مدیریت MBA، دانشگاه صنعتی شریف

** دانشجوی کارشناسی ارشد رشته مدیریت MBA، دانشگاه صنعتی شریف

*** استادیار دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه صنعتی شریف

مقدمه

در سال‌های اخیر، باور عمیقی درباره ارزش‌آفرینی برای سهامداران مانند حاکمیت شرکتی به وجود آمده است. جهانی شدن سازمان‌ها و پیشرفت فناوری اطلاعات باعث شده است که انتظارات سرمایه‌گذاران از اطلاعات افزایش یافته و در نتیجه موجب افزایش تقاضا برای معیارهای مربوط و شفاف‌اندازه‌گیری عملکرد و مزیت رقابتی پایدار شده است. امروزه سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران در جستجوی شاخصی به موقع و قابل اتکا برای اندازه‌گیری ثروت سهامداران هستند که از میان آنها می‌توان به ارزش خلق‌شده سهامداران اشاره کرد. با وجود این که ارزش خلق‌شده سهامداران، مقیاس مهمی برای سلامت مالی شرکت محسوب می‌شود اما محدودیت‌های خاص خود را دارد و از ترفندهای حسابداری و هیجانات بازار بورس اوراق بهادار تهران مصون نیست (Erasmus, ۲۰۰۸).

از نظر سهامداران واحد تجاری، جریان‌های نقد آزاد می‌تواند به عنوان معیاری به منظور ایجاد ارزش برای آنان تلقی شود. زیرا واحدهای تجاری که جریان‌های نقد آزاد مثبت بالایی داشته باشند، انتظار می‌رود که با سرمایه‌گذاری و جوه مذکور در طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید بتوانند برای سهامداران خود ایجاد ارزش نمایند. از دیدگاه اقتصادی با فرض منطقی بودن رفتار افراد، فرض بر این است که همه در وهله اول به دنبال حداکثر کردن منافع خویش هستند. مدیران نیز از این قاعده مستثنی نمی‌باشند. با در نظر گرفتن نظریه تضاد منافع میان مدیران و مالکان، مدیران واحدهای تجاری از انگیزه لازم برای دستکاری سود به منظور حداکثر کردن منافع خود برخوردار می‌باشند. عمل دستکاری در سود، روش مرسوم در بین شرکت‌ها است که از مشکلات نمایندگی نشات می‌گیرد به خصوص زمانی که جریان‌های نقدی آزاد بالا و فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین باشد. فعالیت‌های مدیران ممکن است در جهت تامین منافع خود و ضرر سهامداران باشد و منجر به هزینه‌ها و مخارجی گردد که باعث کاهش ثروت سهامداران شود. مدیران ممکن است فرایندهای حسابداری را برای افزایش سود منتشرشده و به منظور پنهان کردن اثرات منفی پروژه‌ها به کار گیرند. مدیران این شرکت‌ها به شکل فرصت طلبانه ای به منظور اهداف شخصی عمل می‌کنند و قصد دارند تا با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیان‌ده و فاقد بازده و عدم افشای مناسب در رابطه با وجوه نقد سرمایه‌گذاری شده به منظور جلوگیری از تجزیه و تحلیل محدودیت‌های پروژه توسط سرمایه‌گذاران بر مشکلات نمایندگی بیفزایند (Froud & Johal, ۲۰۰۰).

نقش اساسی مدیریت سازمان‌های نوین، ارزش‌آفرینی برای همه افراد و نهادهایی است که به نوعی وجود خود را در سازمان جستجو می‌کنند. در میان ذینفعان هر سازمان و بنگاه که به‌طور عمده از سهامداران، مشتریان، کارکنان، تامین‌کنندگان کالا، جامعه و مراجع دولتی تشکیل می‌گردند، سهامداران بخاطر نقش محوری در کارآفرینی و شکل‌دهی بنگاه و همچنین پذیرش ریسک، از جایگاه ویژه‌ای برخوردارند. ارزش برای سهامداران عملاً از طریق خلق ارزش برای سایر ذینفعان سازمان ایجاد می‌شود و هنر مدیریت، تلفیق و تعادل در ارزش‌آفرینی برای مجموعه ذینفعان است. نهایت امر سهامداران به ارزش‌های مورد انتظار خویش دست می‌یابند و نیز ادامه سرمایه‌گذاری در شرکت را مطلوب می‌دانند (Steward, ۱۹۹۱). امروزه سهامداران انتظار دارند که بتوانند از طریق شاخص‌های قابل اتکا، اطلاعات مربوط به سودآوری واقعی بنگاه، وضعیت نقدینگی فعلی و آتی بنگاه، پتانسیل درآمدزایی و رشد پایدار شرکت و تحلیل ریسک آن را بدست آورند. از این‌رو معیارهای جدیدی برای سنجش ارزش بنگاه مطرح شده که به سرعت جایگزین معیارها و شاخص‌های سنتی اندازه‌گیری ارزش بنگاه شده است (Froud & Johal, ۲۰۰۰).

از منظر راهبردی، دستیابی به مزیت رقابتی نیازمند اجرای راهبردی بلند مدت می‌باشد تا نتایج این تصمیمات اثر خود را بروی ثروت صاحبان سهام بگذارد. پس صاحبان سهام در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود آینده نگر عمل می‌کنند به همین دلیل قیمت سهام شرکت تا حد مناسبی نشان دهنده انتظارات سهامداران از آینده شرکت می‌باشد. در طرف دیگر و آنچه از دیرباز بر آن تاکید می‌گشت، شاخص‌های حسابداری عمدتاً بر سود و زیان کوتاه مدت و نه آینده بلند مدت تکیه دارند. شاخص‌های مالی، شاخص‌های گذشته نگر هستند. آنها نتایج و خروجی‌ها را گزارش می‌کنند؛ نتایج عملیاتی که در گذشته اتفاق افتاده است.

شاخص‌های مالی موجب ترویج رفتارهایی در کوتاه مدت می‌شود که ارزش آفرینی بلند مدت را فدای عملکرد کوتاه مدت می‌گرداند. بنابراین همواره کاهش هزینه و افزایش درآمد به هر نحو مورد نظر است. در واقع از یک زاویه نگاه دیگر، شاخص مبتنی بر ارزش ایجاد شده برای سهامداران گویای این مفهوم است که شرکت در کجای مسیر راهبردی خود گام بر می‌دارد و شاخصی آینده‌نگر محسوب می‌شود. بنابراین می‌تواند تا حد مناسبی گویای ابعاد راهبردی شرکت‌ها باشد. بدین منظور در این پژوهش به بررسی ارزش خلق شده برای سهامداران پرداخته می‌شود. شاخص بکارگرفته شده شاخصی است آینده‌نگر که ارزیابی مناسبی از استراتژی‌های پیاده‌سازی شده بنگاه اقتصادی در بازاری رقابتی را نمایان می‌سازد.

ادبیات پژوهش

به طور کلی رویکردها و روش‌های مختلفی برای ارزیابی عملکرد از منظر مالی وجود دارد که پژوهشگران در طول تاریخ از آنها برای سنجش عملکرد سازمان‌ها به کار بسته‌اند. از منظر نوع اطلاعات مورد استفاده، این روش‌ها را می‌توان در چهار دسته زیر طبقه‌بندی کرد:

الف) روش‌هایی که در آنها از اطلاعات حسابداری برای ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود، مانند نسبت‌هایی همچون ROE و ROI.

ب) روش‌هایی که ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار را برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌دهد. مانند نسخه‌های مختلف Q توبین، با نسبت P/E.

ج) داده‌های مدیریت مالی مانند بازده حقوق صاحبان سهام و بازده اضافی هر سهم

د) معیارهای اقتصادی مانند EVA و MVA و REVA

در نظر گرفتن اهداف استراتژیک شرکت برای انتخاب مجموعه‌ای از روش‌های ارزیابی عملکرد مناسب، برای یک شرکت ضرورت دارد. این استراتژی‌ها به منظور رقابت آسان در زمینه‌های فعالیتی شرکت طراحی شده‌اند، به عنوان مثال، در صورتی که برتری فنی و نوآوری محصولات به عنوان عوامل اصلی در مزیت‌های رقابتی شرکت محسوب شوند، معیارهای عملکرد مورد استفاده بایستی عملکرد شرکت در این زمینه‌ها را نسبت به سایر رقبا اندازه‌گیری کند و یا اگر شرکت خواهان برتری در بازار از بعد کیفیت محصولات باشد، معیار مورد استفاده بایستی سطح مطلوبی از کیفیت را اندازه‌گیری و کنترل کند.

صرف نظر از اینکه شرکت در بخش تولیدی یا خدماتی فعالیت می‌کند در انتخاب مجموعه‌ای از معیارهای عملکرد باید این نکته را در نظر بگیرد که ایجاد رابطه در بین این معیارها ضرورت دارد. ایجاد رابطه به منظور حصول اطمینان از این مطلب است که یک بعد یا مجموعه‌ای از ابعاد عملکرد، در نتیجه توجه به ابعاد دیگر در نظر گرفته نشوند. انتخاب مجموعه یا ترکیبی از معیارهای عملکرد در اغلب موارد متفاوت است؛ با اینکه بسیاری از شرکت‌ها سیستم حسابداری خود را با استفاده از اصول حسابداری مشترک سازماندهی می‌کنند، ولی در زمینه استفاده از معیارهای ارزیابی عملکرد از انتخاب‌های متفاوتی برخوردار هستند. مثلاً بعضی از معیار ارزش افزوده

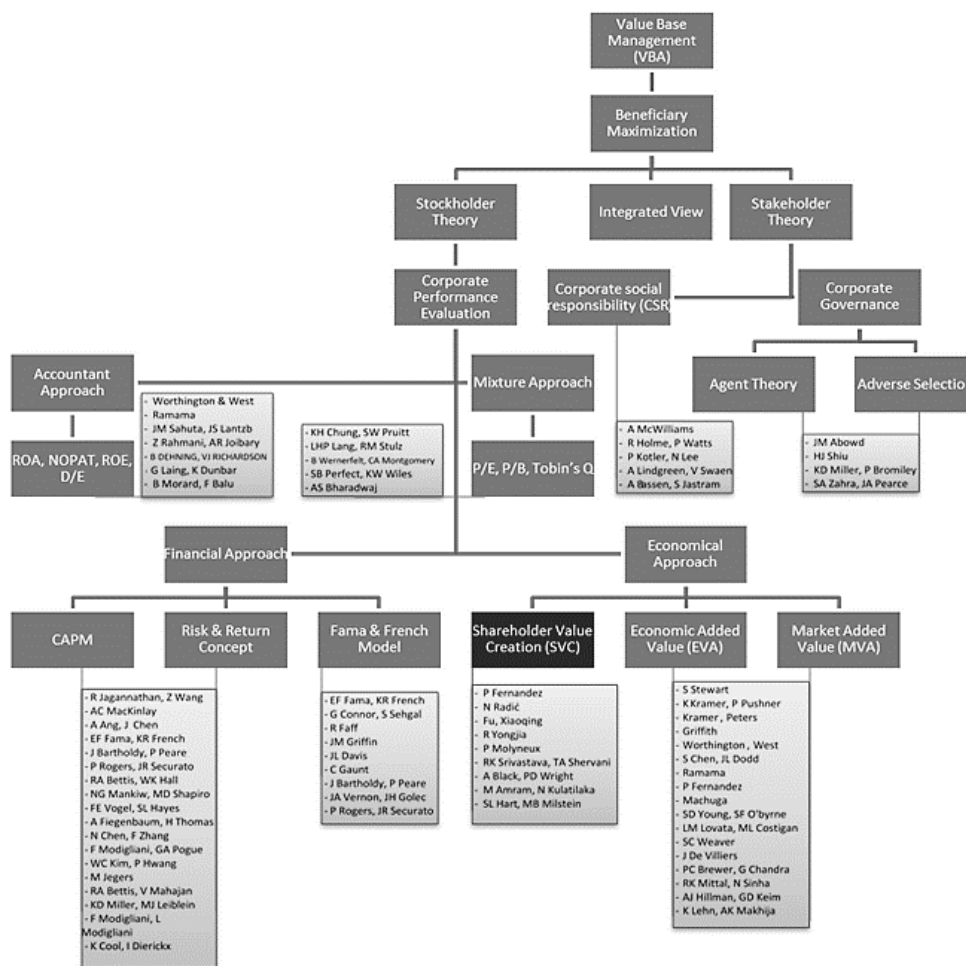
اقتصادی (EVA)، برخی از معیار نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)، برخی از معیار نرخ بازده سرمایه (ROE) و یا غیره استفاده می‌کنند.

از دیر باز شرکت‌ها به دنبال معیاری برای سنجش عملکردشان بوده‌اند. تا این که مفاهیم و معیارها در گذر زمان کامل شدند و بحث ارزش را در خود جای دادند. روند این معیارها در جدول شماره (۱) نشان داده شده است.

جدول ۱. روند معیارهای ارزیابی عملکرد سازمان‌ها

| دهه ۱۹۶۰ | دهه ۱۹۷۰ | دهه ۱۹۸۰ | دهه ۱۹۹۰ |
|----------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|--|
| شکل‌گیری اولیه سیستم دوپونت | سود هر سهم (EPS) | نسبت‌های ارزش بازار به ارزش دفتری | ارزش افزوده اقتصادی (EVA) |
| نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌ها (ROI) | ترکیب قیمت و حقوق صاحبان سرمایه | نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) | ارزش افزوده بازار (MVA) |
| نرخ بازده اضافی (RI) | | نرخ بازده خالص دارایی‌ها (RONA) | معیار ارزیابی متوازن |
| | | جریان نقدی (CF) | حقوق متعلق به سهامداران (TSR) |
| | | | بازده جریان نقد سرمایه‌گذاری‌ها (CF ROA) |

با نگاهی به سیر تغییرات این معیارها، مشاهده می‌کنیم که معیارهای سنتی حسابداری جای خود را به معیارهای مبتنی بر ارزش داده‌اند. از منظر راهبردی، دستیابی به مزیت رقابتی نیازمند اجرای راهبردی بلند مدت می‌باشد تا نتایج این تصمیمات اثر خود را بروی ثروت صاحبان سهام بگذارد. پس صاحبان سهام در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود آینده‌نگر عمل می‌کنند به همین دلیل قیمت سهام شرکت تا حد مناسبی نشان‌دهنده انتظارات سهامداران از آینده شرکت می‌باشد. در طرف دیگر و آنچه از دیرباز بر آن تاکید می‌گشت، شاخص‌های حسابداری عمدتاً بر سود و زیان کوتاه‌مدت و نه آینده بلندمدت تکیه دارند. شاخص‌های مالی، شاخص‌های گذشته‌نگر هستند. آنها نتایج و خروجی‌ها را گزارش می‌کنند؛ نتایج عملیاتی که در گذشته اتفاق افتاده است. شاخص‌های مالی موجب ترویج رفتارهایی در کوتاه مدت می‌شود که ارزش آفرینی بلندمدت را فدای عملکرد کوتاه مدت می‌کند. بنابراین همواره کاهش هزینه و افزایش درآمد به هر نحو مورد نظر است. اقدام در جهت کاهش برنامه‌های آموزش و تحقیقات از این قبیل است. در واقع از یک زاویه نگاه دیگر، شاخص مبتنی بر ارزش ایجاد شده برای سهامداران گویای این مفهوم است که شرکت در کجای مسیر راهبردی خود گام بر می‌دارد و شاخصی آینده‌نگر محسوب می‌شود. بنابراین می‌تواند تا حد مناسبی گویای ابعاد راهبردی شرکت‌ها باشد.



شکل ۱. نقشه مرور ادبیات شیوه‌های ارزیابی عملکرد شرکت‌ها

استرن و استوارد (۱۹۹۱) تعداد ۶۱۳ شرکت را طی سال‌های ۱۹۸۷-۱۹۸۸ بر اساس میانگین ارزش افزوده اقتصادی مورد بررسی قرار دادند. نتیجه تحقیق در مورد شرکت‌های با ارزش افزوده اقتصادی مثبت، نشان دهنده همبستگی بالا بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار بود؛ در حالی که این نتیجه در مورد شرکت‌های با ارزش افزوده اقتصادی منفی چندان جالب نبود. استوارت جزئیات این تحقیق را در کتابش با عنوان "در جستجوی ارزش ۱۰" ارائه کرده است.

کرامر و پوشنر (۲۰۰۰) شدت رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را در ۱۰۰۰ شرکت نمونه‌ای استرن - استوارت طی سال‌های ۱۹۸۲-۱۹۹۲ آزمودند. آنها دریافتند سود خالص عملیاتی بعد از مالیات بیش از ارزش افزوده اقتصادی انحراف ارزش بازار را توضیح می‌دهد. در حقیقت از نتایج تحقیق آنها چنین استنباط شد که بازار بیشتر بر سود و نه ارزش افزوده اقتصادی متمرکز است.

کرامر و پیترز (۲۰۰۱) توانایی ارزش افزوده اقتصادی را به عنوان شاخصی از ارزش افزوده بازار در ۵۳ صنعت آمریکا آزمودند. دوره تحقیق آنها سال‌های ۱۹۷۸-۱۹۹۶ بود. نتیجه تحقیق حاکی از این - صنعت آمریکا آزمودند. دوره تحقیق آنها سال‌های ۱۹۷۸ بود، که استفاده از ارزش افزوده اقتصادی به عنوان شاخصی از ارزش افزوده بازار به جای سود خالص عملیاتی بعد از مالیات هیچ گونه منفعتی ندارد.

ماچوگا و همکاران (۲۰۰۲) محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی را در پیش بینی سود هر سهم برای نمونه‌ای شامل ۴۳۸۲ شرکت آمریکایی برای سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۶ بررسی کردند. نتیجه حاکی از بار فزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و رابطه معنادار آن با پیش بینی سود هر سهم بود. فرناندز (۲۰۰۱) به بررسی ۵۸۳ شرکت آمریکایی با استفاده از داده‌های ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده اقتصادی، سود خالص عملیاتی بعد از مالیات و میانگین موزون هزینه سرمایه پرداخت. نتایج برای ۲۹۶ شرکت حاکی از این بود که همبستگی ارزش افزوده بازار و سود خالص عملیاتی بعد از مالیات در هر سال بزرگتر از همبستگی ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی است. بنابراین، وی به این نتیجه رسید که نمی‌توان ارزش افزوده اقتصادی را به عنوان برترین شاخص اندازه گیری عملکرد و نماینده‌ای از ارزش افزوده بازار معرفی نمود.

ورثینگتون و وست (۲۰۰۴) محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی را برای ۱۱۰ شرکت استرالیایی در سال‌های ۱۹۹۲-۱۹۹۸ با محتوای اطلاعاتی سود باقی مانده، جریان‌های نقد عملیاتی و سود قبل از اقلام غیر مترقبه مقایسه کردند. در این تحقیق، سود قبل از اقلام غیر مترقبه و ارزش افزوده اقتصادی به ترتیب دارای بیشترین و کمترین ارتباط با بازده سهام بودند. ضرایب همبستگی برای متغیرهای ارزش افزوده اقتصادی، جریان نقد عملیاتی، سود باقی مانده و سود قبل از اقلام غیر مترقبه به ترتیب برابر ۱۳،۲۹٪، ۱۸،۱٪، ۱۹،۲۹٪ و ۲۳،۶۷٪ بود و سود قبل از اقلام غیر مترقبه بیشترین ارتباط را با بازده نشان می‌داد.

رامانا (۲۰۰۵) تحقیقی در مورد ارتباط ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای معمول حسابداری در ۲۴۳ شرکت بزرگ هندی طی سال‌های ۱۹۹۹-۲۰۰۳ انجام داد. معیارهای معمول حسابداری شامل CFO، NOPAT، PAT بود. نتیجه تحقیق نشان داد که ضریب همبستگی معیارها با ارزش افزوده بازار به صورت رابطه زیر است:

$$R^2_{PAT} > R^2_{PBIT} > R^2_{NOPAT} > R^2_{EVA}$$

در نتیجه PAT نسبت به سایر معیارها همبستگی بیشتری با MVA داشت و ادعای استوارت در مورد این که ارزش افزوده اقتصادی بهترین معیار ارزیابی عملکرد شرکت است، رد شد.

چنگ و همکاران (۲۰۰۷) در تحقیق خود، اثر استفاده از شبکه اینترنت را بر افزایش عملکرد مالی شرکت‌ها بررسی کردند. آنها ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی را در نظر گرفتند. نتایج نشان داد که استفاده از اینترنت، موجب افزایش عملکرد شرکت‌ها می‌شود.

کای ریازیس و انستیس (۲۰۰۷) تحقیقی در مورد ارتباط ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی با بازده سهام در ۱۲۱ شرکت یونانی برای سال‌های ۱۹۹۶-۲۰۰۳ انجام دادند. نتایج حاکی از رد ادعای استوارت مبنی بر وجود رابطه بین ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی با بازده سهام بود.

آنها دلیل نبودن رابطه توجیه کننده را چگونگی محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه، تعدیلات انجام شده و وضعیت بورس یونان معرفی کردند.

گریفیت (۲۰۰۴) توانایی ارزش افزوده اقتصادی را به عنوان شاخصی از ارزش افزوده بازار در ۵۳ صنعت آمریکا آزمون کرد. دوره تحقیق او سالهای ۱۹۹۶-۱۹۷۸ بود. نتیجه تحقیق حاکی از این بود، که استفاده از ارزش افزوده اقتصادی به عنوان شاخصی از ارزش افزوده بازار به جای سود خالص عملیاتی بعد از مالیات هیچ گونه منفعتی ندارد.

فرناندز (۲۰۰۱) که معتقد بود نمی توان ارزش افزوده اقتصادی را به عنوان برترین شاخص اندازه گیری عملکرد و نماینده ای از ارزش افزوده بازار معرفی نمود و آن را در قالب مقاله ای نگاشت. فرناندز خود شاخصی برای ارزیابی ارزش خلق شده برای سهامداران معرفی نمود که کاملا مبتنی بر بازار سهام و انتظارات سهامداران بود. در آن مقاله این شاخص را معرفی و سپس برای ۱۴۲ شرکت سهامی آمریکایی بین دوره های زمانی ۱۹۹۷-۱۹۹۹ و همچنین ۱۹۹۲-۱۹۹۹ محاسبه نمود.

فو و مگی (۲۰۱۴) تحقیقی بر روی ۱۴ بانک بزرگ تجاری در قاره آسیا و اقیانوسیه بین سالهای ۲۰۰۳ - ۲۰۱۰ صورت دادند. که به وجود همبستگی مثبت بین بهره وری عملیات بانکی و ارزش سهامداران در طول زمان پی بردند.

رادپچ (۲۰۱۵) طی پژوهشی بر روی معتبرترین بانکهای ژاپنی بین سالهای ۱۹۹۹-۲۰۱۱ مهم ترین عوامل در توضیح ارزش خلق شده برای سهامداران را سه عامل بهره وری عملیات بانکی، ریسک اعتباری بانکها و اندازه آنها دانست.

تعریف و محاسبه شاخص ارزش خلق شده سهامداران (CSV)

روند محاسبه ارزش خلق شده سهامداران (CSV) در این مقاله نیاز به آشنایی با متغیرهای دیگر مالی دارد. در شکل زیر این روند بررسی به ترتیب در شکل دیده می شود. بنابراین برای توضیح این روند ابتدا با تک تک متغیرها آغاز می نمایم (Fernandez, ۲۰۰۱).

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام یک شرکت، معمولا ارزش بازار شرکت نیز اطلاق می گردد که از طریق افزایش قیمت هر سهم افزایش می یابد. افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در یکسال، برابر است با، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام پایان سال منهای ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان سال گذشته.

میزان افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در بازار برای یک دوره زمانی مشخص از اختلاف ارزش کل سهام در بازار در آخر دوره و ابتدای دوره محاسبه می شود (Fernandez, ۲۰۰۲).

اصطلاح ارزش افزوده سهامدار به تفاوت بین دارایی نگه داشته شده توسط سهامداران در پایان یکسال معین و دارایی نگه داشته شده آنان در سال گذشته تعریف می گردد. افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده سهامدار نمی باشد (Machuga et al., ۲۰۰۲). زمانی در مورد افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بحث می شود که:

۱. سهامداران پول پرداختی به سهام جدید شرکت را پرداخت نمایند.
۲. تبدیل اوراق قرضه بدون وثیقه^۲ (تضمین شده) قابل تبدیل، رخ دهد.

و زمانی در مورد کاهش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (نه کاهش ارزش افزوده سهامدار) بحث می‌شود که:

۱. شرکت به تمامی سهامداران پول پرداخت نماید. (سود تقسیمی^۳ یا سود سهام)

۲. بازخرید سهام شرکت در بازار صورت پذیرد. (بازخرید سهام^۴)

با توجه به موارد یاد شده ارزش افزوده سهامدار را می‌توان از دیدگاه مورد محاسبه قرار داد، که بدین شرح است:

| | | |
|---|---|------------------------------------|
| افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام | + | ارزش افزوده سهامدار (SVA) |
| سود تقسیم شده در طول سال | + | |
| دیگر پرداختی‌ها به سهامدار (حق تقدم سهام، تخفیف بر ارزش اسمی سهام، خرید مجدد سهام، سهام جایزه و...) | + | |
| هزینه افزایش سرمایه، اختیار معامله، اختیار خرید | - | |
| تبدیل اوراق قرضه قابل تبدیل به سهام | - | |

شکل ۲. ارزش افزوده سهامدار (SVA)

از تقسیم ارزش افزوده سهامدار (SVA) در یک سال به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (EMV) در ابتدای سال، بازده سهامدار^۵ بدست می‌آید که این نشان‌دهنده رابطه بین SVA و EMV می‌باشد (Fernandez, ۲۰۰۲).

$$SR = \frac{SVA}{EMV} \quad (۱)$$

ارزش افزوده سهامدار (SVA)، ارزش ایجاد شده حقوق صاحبان سهام نمی‌باشد و این دو، مفاهیم متفاوتی دارند. برای ارزش ایجاد شده طی دوره، بازده سهامدار بایستی بالاتر از بازده مورد انتظار^۶ گردد. بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام به نرخ بازده دارایی بدون ریسک^۷ و ریسک شرکت بستگی دارد. بازده مورد انتظار صاحبان سهام از مجموع نرخ بهره سپرده بلند مدت بانکی به اضافه مقداری که معمولاً بعنوان صرف ریسک^۸ نامیده می‌شود، بدست می‌آید (Fernandez, ۲۰۰۱).

$$K_e = r_f + Risk\ Premium \quad (۲)$$

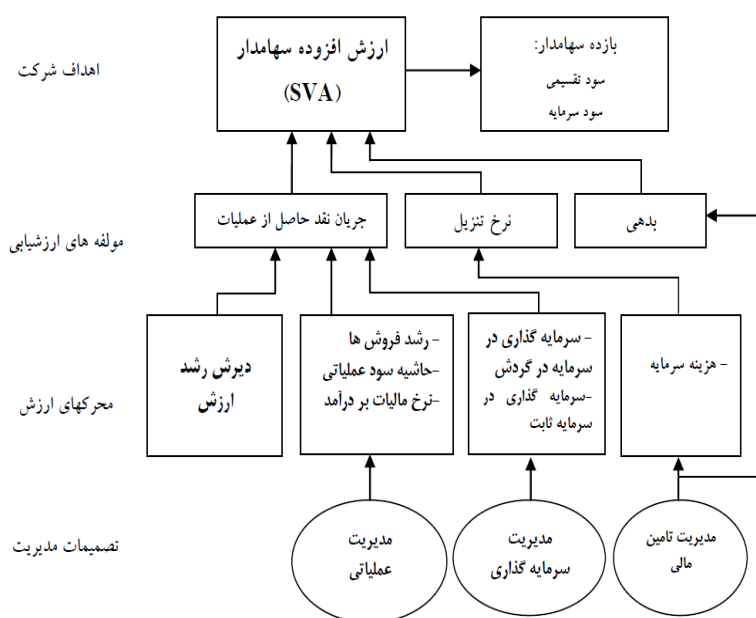
CSV بدین معنی است که ارزش ایجاد شده شرکت در یک سال، زمانی ایجاد می‌شود که عملکرد شرکت بیش از انتظار افزایش یابد و بر اساس رابطه شماره ۳ یا ۴ بدست می‌آید (Fernandez, ۲۰۰۲).

$$CSV_i = Market\ Cap_i \times (SR_i - K_e) \quad (۳)$$

به عبارت دیگر:

$$CSV_i = SVA_i - (Market Cap_i \times K_e) \quad (۴)$$

رویکرد ارزش سهامدار از گزینه‌های ارزشمند پیش‌بینی عملکرد شرکت‌ها محسوب می‌گردد. پیش‌بینی ارزش سرمایه‌گذاری‌ها از طریق تنزیل جریانات نقد آتی پیش‌بینی شده، صورت می‌پذیرد. ارزش یک سرمایه‌گذاری و یا ارزش یک شرکت و حتی ارزش بخشی از شرکت معادل کل جریان نقد تنزیل شده می‌باشد. ارزش سهامدار زمانی محاسبه می‌گردد که ارزش تمامی تعهدات مالی (ارزش بازار بدهی) از ارزش شرکت کسر گردد. راپورت بطور خلاصه ارتباط درونی اصلی بین مفاهیم ارزش سهامدار را در نمودار زیر نشان داده است (Giurcia, ۲۰۰۷):



شکل ۳. شبکه ارزش سهامدار راپورت

روش تحقیق

جامعه آماری این پژوهش شامل ۱۴ بانک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازه زمانی مورد بررسی اسفند ماه ۱۳۸۷ تا اسفند ماه ۱۳۹۳ می‌باشد که ۶ سال مالی را در بر می‌گیرد. داده‌های مورد نیاز این تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌ها در سایت کدال^۹ و سابقه قیمت آن‌ها در سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران^{۱۰} استخراج گردید. برای انجام تحقیق مفروضات زیر مورد توجه قرار گرفت:

۱. سرمایه گذاران سهام عادی خریداران تصادفی هستند.
۲. سرمایه گذاری بر روی سبد سهام متنوع^{۱۱} انجام می‌پذیرد و در نتیجه صرف ریسک برابر صرف ریسک بازار است.
۳. نرخ بازده دارایی بدون ریسک برابر نرخ بازده تضمین شده سپرده بلندمدت بانکی و مقدار آن برای سال‌های مختلف بر اساس نرخ‌های مصوب اعلام شده از طرف بانک مرکزی^{۱۲} در نظر گرفته شد. (جدول شماره ۲)

۴. صرف سهام بازار برابر تفاضل میانگین سالانه بازده شاخص کل بورس و نرخ سالانه سود سپرده بانکی بلندمدت در طول ۱۵ سال محاسبه گردید و مقدار تقریبی ۴٪ در نظر گرفته شد.
۵. برآورد ارزش بازار بر اساس قیمت سهام در انتهای سال مالی و تعداد اوراق منتشر شده در زمان مورد نظر انجام شد.
۶. با توجه به اینکه، سال مالی اغلب بانکها ۳۰ اسفند ماه می‌باشد این زمان به عنوان معیار استخراج داده‌ها در نظر گرفته شد.

جدول ۲. نرخ مصوب سود سپرده بلندمدت بانکی و بازده مورد انتظار سهامدار

| سال | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۲ | ۱۳۹۱ | ۱۳۹۰ | ۱۳۸۹ | ۱۳۸۸ |
|-------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| بازده سود سپرده | ۲۲٪ | ۲۰٪ | ۲۰٪ | ۱۵٪ | ۱۷٫۵٪ | ۱۹٪ |
| بازده مورد انتظار | ۲۶٪ | ۲۴٪ | ۲۴٪ | ۱۹٪ | ۲۱٪ | ۲۱٫۵٪ |

برای هر بانک مورد نظر، در انتهای سال‌های مورد پژوهش، قیمت، تعداد سهام و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه گردید. همچنین با استفاده صورت‌های مالی منتشر شده، داده‌های سود نقدی، افزایش سرمایه استخراج گردید. بر اساس میزان تغییرات ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و همچنین سود تقسیم شده بین سهامداران و افزایش سرمایه از طریق عرضه سهام حق تقدم به سهامداران، میزان ارزش افزوده سهامدار و بازده سهامدار محاسبه گردید. در ادامه، با استفاده از متغیرهای بازده مورد انتظار، بازده سهامدار و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام مقدار شاخص ارزش خلق شده سهامداران بدست می‌آید.

یافته‌های پژوهش

مطابق روش توضیح داده شده، همانطور که در جدول شماره (۳) مشاهده می‌شود، ارزش خلق شده سهامداران برای بانک‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران در طول ۶ سال، از ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ و همچنین سه سال اخیر از ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۳ محاسبه گردید. همچنین ارزش بازار حقوق سهامداران این شرکت‌ها در سه سال ۱۳۸۷، ۱۳۹۰ و ۱۳۹۳ در جدول آمده است. در قسمت‌هایی که ارزش بازار برابر صفر قرار داده شده، به معنای آن است که در آن سال شرکت مورد نظر در بورس اوراق بهادار حضور نداشته است.

جدول ۳. ارزش خلق شده سهامداران و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

| بانک | ارزش خلق شده سهامداران (هزار میلیارد ریال) | | ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (هزار میلیارد ریال) | |
|----------|---|-----------|--|-------|
| | ۱۳۸۸-۱۳۹۳ | ۱۳۹۰-۱۳۹۳ | ۱۳۸۷ | ۱۳۹۰ |
| پاسارگاد | ۵۳٫۸۱ | ۱۰٫۸۴ | ۱۱٫۳۶ | ۵۱٫۳۸ |
| ملت | ۵۳٫۳۹ | ۳۶٫۹۲ | ۱۳٫۹۰ | ۳۱٫۲۲ |
| تجارت | ۲۷٫۹۰ | ۱۵٫۹۹ | ۱۰٫۴۴ | ۲۷٫۴۱ |

| | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| پارسیان | ۲۶,۳۶ | ۵,۶۸ | ۳۶,۴۳ | ۱۸,۴۴ | ۳,۰۰ |
| صادرات | ۱۸,۸۱ | ۱۸,۹۲ | ۴۸,۶۱ | ۲۵,۵۶ | ۱۶,۸۰ |
| کارآفرین | ۱۴,۵۸ | ۹,۱۸ | ۲۷,۱۲ | ۱۱,۶۱ | ۵,۰۲ |
| اقتصاد نوین | ۱۱,۷۹ | -۷,۹۵ | ۲۲,۶۴ | ۲۴,۳۹ | ۵,۵۷ |
| سینا | ۱۱,۶۲ | ۲,۶۵ | ۱۲,۹۸ | ۱۰,۱۸ | ۱,۵۹ |
| انصار | ۱۲,۷۴ | ۳,۵۸ | ۲۰,۶۴ | ۱۱,۲۴ | ۲,۰۰ |
| دی | ۷,۱۷ | ۵,۰۳ | ۱۰,۵۱ | ۳,۴۳ | ۰,۰۰ |
| گردشگری | ۳,۲۶ | ۳,۲۶ | ۷,۳۵ | ۲,۵۲ | ۰,۰۰ |
| ایران زمین | ۲,۴۶ | ۶,۱۶ | ۶,۷۰ | ۰,۰۰ | ۰,۰۰ |
| سرمایه | ۲,۲۹ | -۴,۵۷ | ۶,۹۴ | ۷,۰۷ | ۰,۰۰ |
| پست بانک | ۱,۹۱ | ۰,۸۹ | ۴,۸۵ | ۲,۲۹ | ۰,۵۶ |

همانطور که در نتایج دیده می‌شود بر اساس شاخص مورد نظر، بانک‌های پاسارگارد و ملت در طول سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ نسبت به سایر بانک‌ها ثروت بیشتری برای سهامداران خود خلق کرده‌اند و در مقایسه با سایر بانک‌ها استراتژی رقابتی بهتری را اتخاذ کرده‌اند. این در حالی است که بانک‌های مذکور نسبت به سایر بانک‌ها، از سرمایه ثبت شده بیشتری برخوردار بوده و در طول سال‌های مورد بررسی نسبت به رقبای افزایش سرمایه بیشتری داشته‌اند. همچنین بنابر نتایج بدست آمده، پست بانک و بانک سرمایه در این جدول کمترین میزان خلق ارزش را برای سهامداران داشته و در رقابت با سایر بانک‌ها عملکرد پایین تری داشته‌اند. نکته دیگر اینکه بانک اقتصاد نوین و بانک سرمایه در سه سال اخیر از میزان ثروت خلق شده برای سهامداران خود کاسته‌اند و مقدار این شاخص برای آن‌ها منفی شده است.

با مقایسه ارزش ایجاد شده سهامداران در دو دوره ۳ ساله و ۶ ساله، مشخص گردید بانک ملت نسبت به سایر بانک‌ها در سه سال گذشته، ارزش بسیار بیشتری را برای سهامدارانش ایجاد کرده است که این امر می‌تواند نشان دهنده برتر بودن استراتژی‌های این بانک در طول این زمان باشد. بانک اقتصاد نوین نیز در این زمان مقدار ۷۹۵۰ میلیون ریال از ثروت صاحبان سهام خود کاسته است و در رقابت با سایر بانک‌ها عملکرد ضعیف تری داشته است. در جدول شماره (۵) ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در صنعت بانکداری و میزان متوسط آن در سه سال ۱۳۹۳، ۱۳۹۰ و ۱۳۸۷ درج شده است. همچنین، مجموع ۶ ساله و ۳ ساله ارزش خلق شده سهامداران صنعت بانکداری و مقدار متوسط ارزش خلق شده به ازای هر بانک آمده است.

مطابق با نتایج بدست آمده، در طی زمان ۶ سال مورد بررسی این پژوهش، در مجموع به ارزش بازار بانک‌ها ۳۴۷۶ هزار میلیارد ریال اضافه شده است در حالیکه ارزش خلق شده سهامداران در این مدت تنها ۶۰٪ این مقدار و برابر ۲۴۷,۱ هزار میلیارد بوده است. میزان ارزش بازار روند افزایشی داشته است در حالیکه ثروت خلق شده سهامداران در سه سال اخیر نسبت به زمان مشابه پیش از آن کاهش یافته است.

جدول ۵. ارزش خلق شده سهامداران و ارزش بازار در صنعت

| | |
|---|-----------------------------------|
| ارزش خلق شده سهامداران (هزار میلیارد ریال) | ارزش بازار (هزار میلیارد ریال) |
|---|-----------------------------------|

| سال | ۱۳۸۸-۱۳۹۳ | ۱۳۹۰-۱۳۹۳ | ۱۳۹۳ | ۱۳۹۰ | ۱۳۸۷ |
|------------|-----------|-----------|--------|--------|-------|
| مجموع صنعت | ۲۴۷,۰۹ | ۱۰۶,۶ | ۴۱۷,۸۳ | ۲۲۶,۷۴ | ۷۰,۳۴ |
| متوسط صنعت | ۱۷,۶۵ | ۷,۶۱ | ۲۹,۸۴ | ۱۶,۲۰ | ۵,۰۲ |

به منظور مقایسه دقیق تر و بی اثر کردن ارزش بازار هر بانک، در جدول شماره (۶) نسبت ارزش خلق شده سهامداران هر بانک به ارزش بازار همان بانک در سال ۹۳ آمده است. همچنین ارزش خلق شده سهامداران برای هر بانک به مجموع ارزش خلق شده صنعت و نیز در ستون آخر جدول، ارزش خلق شده هر بانک به مجموع ارزش بازار برای بازه بررسی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ ذکر شده است.

جدول ۶. مقایسه عملکرد بانکها بر اساس شاخص ارزش خلق شده

سهامداران

| بر اساس انتهای سال (۱۳۹۳) | ارزش خلق شده سهامداران نسبت به ارزش بازار بانک | سهم ارزش خلق شده سهامداران هر بانک از مجموع ارزش خلق شده صنعت | ارزش خلق شده سهامداران هر بانک به مجموع ارزش بازار صنعت |
|---------------------------|--|---|---|
| پاسارگاد | ۷۱٪ | ۲۲٪ | ۰,۱۳ |
| ملت | ۶۱٪ | ۲۱٪ | ۰,۱۳ |
| تجارت | ۵۳ | ۱۱٪ | ۰,۰۷ |
| پارسیان | ۷۲٪ | ۱۱٪ | ۰,۰۶ |
| صادرات | ۳۹٪ | ۸٪ | ۰,۰۵ |
| کارآفرین | ۵۴٪ | ۶٪ | ۰,۰۳ |
| اقتصاد نوین | ۵۲٪ | ۵٪ | ۰,۰۳ |
| سینا | ۹۰٪ | ۵٪ | ۰,۰۳ |
| انصار | ۶۲٪ | ۵٪ | ۰,۰۳ |
| دی | ۶۸٪ | ۳٪ | ۰,۰۲ |
| گردشگری | ۴۴٪ | ۱٪ | ۰,۰۱ |
| ایران زمین | ۳۷٪ | ۱٪ | ۰,۰۱ |
| سرمایه | ۳۳٪ | ۱٪ | ۰,۰۱ |
| پست بانک | ۳۹٪ | ۱٪ | ۰,۰۰ |
| متوسط | ۵۹٪ | ۷٪ | ۰,۰۴ |
| مجموع | - | ۱۰۰٪ | ۰,۵۹ |

همانطور که در جدول شماره (۶) مشاهده می‌شود، با تقسیم ثروت خلق شده سهامداران هر بانک بر میزان ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آن بانک در سال ۹۳، امکان مقایسه بانک‌ها بدون اثرات بزرگی ارزش بازار آن‌ها فراهم می‌شود. در این حالت بانک‌های سینا، پارسیان و پاسارگاد به ترتیب بیشترین ارزش خلق شده و مزیت رقابتی را داشته‌اند.

نکته جالب دیگر اینکه، مطابق ستون دوم جدول ۵، بیش از ۴۵٪ مجموع ارزش خلق شده در صنعت، تنها توسط دو بانک پاسارگاد و ملت با میزان تقریباً یکسان صورت پذیرفته در حالیکه مقدار متوسط آن در صنعت ۷٪ بوده است. این نکته می‌تواند بیانگر رقابت بالای این دو بانک در صنعت بانکداری برای جلب مشارکت بیشتر سرمایه گذاران باشد.

نکته قابل توجه دیگر اینکه بر اساس جدول (۳) بانک صادرات با وجود ثروت خلق شده سهامداران بالاتر از میانگین، نسبت به ارزش بازار خود ثروت کمی را برای سهامداران خلق کرده است و با مقدار ۳۹٪ کمتر از میانگین قرار می‌گیرد.

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، یکی از شاخص‌های ارزیابی و اندازه‌گیری کمی ارزشمندی شرکت‌ها از منظر راهبردی و ثروت خلق شده برای صاحبان سهام و سودمندی سرمایه‌گذاری معرفی گردید. به علت حضور تعداد محدودی از بانک‌ها در بورس اوراق بهادار قبل از سال ۸۷ و احتمال وجود خطا و اشتباه در گزارش‌های موجود، بازه ۶ ساله برای این پژوهش در نظر گرفته شد.

جهانی شدن، پیشرفت تکنولوژی اطلاعات، تشدید رقابت در صنعت و کسب و کار و نیز اهمیت یافتن تفکرات استراتژیک در سرمایه‌گذاری، جستجو برای رویکردهای جدید جهت ارزیابی عملکرد شرکت‌ها را بیش از پیش ضروری ساخته است. از آنجا که شاخص ثروت خلق شده سهامداران علاوه بر ماهیت تجمعی، دامنه معقولی از معیارهای عملکردی در دسترس را مورد کاربرد قرار داده و نیز امکان مقایسه را برای سازمان‌ها فراهم می‌کند، می‌توان از آن به عنوان ابزاری کارآمد برای ارزیابی عملکرد در حوزه‌های مختلف از جمله استراتژی، مالی و اقتصادی استفاده کرد.

از طرفی، محققان حوزه مالی و حسابداری امروزه بر توانمندی بالای معیارهای مبتنی بر ارزش بیش از معیارهای سنتی عملکرد تاکید می‌کنند، زیرا تفکر حاکم بر سازمان‌ها امروزه به دنبال خلق ارزش در نگاه مشتریان و سهامداران است، به همین سبب معیارهای مالی استراتژیک بهتر می‌تواند منعکس کننده عملکرد سازمان‌ها باشد. باید متذکر شد که عواملی ممکن است بر نتایج این تحقیق اثرگذار باشند.

به رغم حسابرسی‌های انجام شده، نمی‌توان ادعا کرد که اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی به دور از اشتباهات با اهمیت و اساسی است. این امر می‌تواند بر نتایج عملکرد شرکت‌ها و ثروت خلق شده سهامداران بدست آمده، تاثیر داشته باشد. همچنین از محدودیت‌های این روش، این است که در دوره کوتاه‌مدت بر ارزش سهامدار تمرکز دارد، در حالیکه در بلندمدت ممکن است ارزش سهامدار کاهش یابد.

به دلیل اهمیت موضوع، در این پژوهش به ارزیابی عملکرد مالی راهبردی بانک‌های حاضر در بورس اوراق بهادار برای بازه زمانی ۶ سال مالی پرداخته شد. بانک‌ها بر اساس نتایج بدست آمده رتبه بندی شده و برای مقایسه بهتر، نتایج برای دوره‌های مالی ۳ ساله و ۶ ساله ارائه شد. همچنین جهت آنالیز و تفسیر بهتر نتایج عملکرد رقابتی بانک‌ها و میزان ارزشمندی آن‌ها از مبنای مقایسه‌ای^{۱۳} مختلف از جمله، مجموع و مقدار متوسط ارزش بازار صاحبان سهام در صنعت و نیز مجموع و متوسط ارزش خلق شده در صنعت بهره گرفته شد. بر اساس نتایج حاصل از پژوهش، بانک‌های پارسیان و ملت به ترتیب بهترین و بانک‌های پست بانک و سرمایه به ترتیب بدترین عملکرد را برای ۶ دوره مالی (۱۳۸۸-۱۳۹۳) داشته‌اند. همچنین بر اساس ۳ دوره مالی (۱۳۹۰-۱۳۹۳) به ترتیب بانک ملت و بانک سرمایه بهترین و بدترین عملکرد را داشته‌اند. همچنین بانک سینا نسبت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام خود، بیش از سایر بانک‌ها برای سهامداران ارزش ایجاد کرده است.

در ارتباط با نتایج پژوهش، به سرمایه‌گذارانی که به دنبال کسب ارزش بالاتری از سرمایه‌گذاری خود می‌باشند، پیشنهاد می‌شود در انتخاب سرمایه‌گذاری خود به معیارهای مالی راهبردی شرکت توجه نموده و سرمایه‌گذاری خود را در سهام شرکت‌هایی انجام دهند که دارای ارزش خلق شده سهامداران بالاتری هستند. همچنین توصیه می‌شود برای ارزیابی عملکرد مدیران ارشد از منظر مدیریت استراتژیک توجه بیشتری به معیار معرفی شده، به عمل آید.

برای تحقیقات آینده می‌توان بازده مورد انتظار (K_e) را بر اساس مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) برای هر سهم به صورت جداگانه محاسبه نموده و نتیجه آن با تحقیق حاضر مقایسه گردد. همچنین پیشنهاد می‌شود جهت مقایسه بهتر، شاخص ارزش خلق شده سهامداران (CSV) و پیش بینی روند آن، در دیگر صنایع رقابتی انجام گیرد. سایر زمینه‌های پژوهشی در ارتباط با شاخص بیان شده می‌تواند شامل موارد زیر باشد:

بررسی ارتباط افزوده اقتصادی (EVA) ارزش خلق شده سهامداران (CSV)، ارزیابی و تحلیل عواملی که بالا یا ضعیف بودن ارزش خلق شده سهامداران (CSV) را در صنعت بانکداری یا هر صنعت دیگر را توضیح می‌دهد، اثر تغییرات در سیاست سود سهام پرداختی به سهامداران در شرکت‌های سهامی بر روی ارزش خلق شده سهامداران (CSV)، محدودیت‌ها و توانمندی تئوری‌های ارزیابی عملکردی مبتنی بر ارزش علی‌الخصوص ارزش خلق شده سهامداران (CSV) از منظر تئوری‌های مالی رفتاری، بررسی وجود همبستگی بین ارزش خلق شده سهامداران (CSV) و دیگر شاخص‌های ارزیابی عملکرد از جمله EVA، ROE و غیره.

پی‌نوشت‌ها

- ^۱ Agent Theory
- ^۲ Conversion of Convertible Debentures
- ^۳ Dividends
- ^۴ Share Buy-Backs
- ^۵ Shareholder Return (SR)
- ^۶ Required Rate of Return (K_e)
- ^۷ r_f
- ^۸ Risk Premium
- ^۹ www.codal.ir

- ^{۱۰} www.tsetmc.com
- ^{۱۱} Diversified Portfolio
- ^{۱۲} www.cbi.ir/page/۶۲۵۲.aspx
- ^{۱۳} Benchmark

منابع

- Erasmus, P. (۲۰۰۸). Value based financial performance measures: An evaluation of relative and incremental information content. *Corporate Ownership & Control*, 7(1), ۶۶-۷۷.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (۲۰۰۰). Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and Society*, 29(1), ۸۰-۱۱۰.
- Steward, G. (۱۹۹۱). The quest for value: a guide for senior managers. *New York*.
- Kramer, J. K., & Pushner, G. (۱۹۹۷). An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added (Digest Summary). *Financial Practice and Education*, 7(1), ۴۱-۴۹.
- Kramer, J. K., & Peters, J. R. (۲۰۰۱). An Interindustry Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added. *Journal of Applied Finance*, 11(1).
- Machuga, S. M., Pfeiffer Jr, R. J., & Verma, K. (۲۰۰۲). Economic value added, future accounting earnings, and financial analysts' earnings per share forecasts. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 18(1), ۵۹-۷۳.
- Fernandez, P. (۲۰۰۱). EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation. *IESE business School*, ۷۲-۷۹.
- Worthington, A. C., & West, T. (۲۰۰۴). Australian evidence concerning the information content of economic value-added. *Australian Journal of Management*, 29(2), ۲۰۱-۲۲۳.
- Ramana, D. V. (۲۰۰۵). *Market value added and economic value added: Some empirical evidences*. Paper presented at the 4th Capital Markets Conference, Indian Institute of Capital Markets Paper.
- Cheng, J. M.-S., Tsao, S.-M., Tsai, W.-H., & Tu, H. H.-J. (۲۰۰۷). Will eChannel additions increase the financial performance of the firm?—The evidence from Taiwan. *Industrial Marketing Management*, 36(1), ۵۰-۵۷.
- Kyriazis, D., & Anastassis, C. (۲۰۰۷). The validity of the economic value added approach: an empirical application. *European Financial Management*, 12(1), ۷۱-۱۰۰.
- Griffith, J. M. (۲۰۰۴). The true value of EVA. *Journal of applied finance*, 14(2).
- Fernandez, P. (۲۰۰۱). A definition of shareholder value creation. *IESE Business School*.
- Fu, X. M., Lin, Y. R., & Molyneux, P. (۲۰۰۴). Bank efficiency and shareholder value in Asia Pacific. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 23, ۲۰۰-۲۲۲.
- Radić, N. (۲۰۱۵). Shareholder value creation in Japanese banking. *Journal of Banking & Finance*, ۵۲, ۱۹۹-۲۰۷.

- Hověžáková, I. (۲۰۱۰). The project of the Economic Value Added implementation into the management of the company XY s.r.o in order to raise its economic performance.
- Fernandez, P. (۲۰۱۵). A definition of shareholder value creation. *Available at SSRN* ۲۶۸۱۲۹.
- Jalaja, K. (۲۰۱۰). Shareholder Value Creation in India-a sectoral analysis.
- Lehn, K., & Makhija, A. K. (۱۹۹۶). EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change. *Strategy & Leadership*, ۲۴(۳), ۳۴-۳۸.
- Giurcă, V. L. (۲۰۰۷). new approaches on shareholders' value of a firm, Faculty of Economy and Business Administration, University of Craiova.