

ارزیابی و رتبه‌بندی شرکت‌ها و صنایع بورسی کشور از منظر شاخص ارزش ایجاد شده سهامداران

تاریخ ارسال: ۹۵/۸/۱۲

تاریخ پذیرش: ۹۶/۲/۱۵

محمد سعید آقاجانی*

آرش خلیلی نصر**

علی نبی‌زاده***

چکیده

مفهوم ارزش و ارزش‌آفرینی تحولی را در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها ایجاد کرده‌اند. معیارهای حسابداری و مالی در گذر زمان جای خود را به رویکردهای اقتصادی داده‌اند. معیار ارزش خلق‌شده سهامداران از جدیدترین معیارهای معرفی‌شده با رویکرد اقتصادی است که هم می‌تواند سرمایه‌گذاران را در انتخاب سرمایه‌گذاری با بازده مناسب‌تر کمک نموده و هم به مدیران جهت فهم بهتر استراتژی‌های رقابتی کمک می‌نماید. در پژوهش حاضر، با اعمال برخی اصلاحات در معیار ارزش خلق‌شده سهامداران برای اولین بار تعداد ۲۳۹ شرکت و ۱۶ صنعت کشور در طی دوره زمانی سه و هفت ساله (۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۴) ارزیابی و رتبه‌بندی شدند. همچنین روند عملکرد شرکت‌ها و صنایع مختلف مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد در بازه زمانی هفت ساله به طور کلی ارزش ایجاد شده کاهنده بوده‌است. در بازه زمانی هفت ساله تعداد ۱۳۶ شرکت توانسته‌اند برای سهامداران خلق ارزش نموده و ۴۳ شرکت از ارزش ایجاد شده سهامداران کاسته‌اند. همچنین با محاسبه میانگین شاخص برای تمام شرکت‌ها در بازه سه ساله برابر ۱۱٫۹٪ و برای بازه هفت ساله ۲۰٫۳٪ بدست آمد که این دو عدد در سطح ۵ درصد معنادار بوده‌است. در پایان یک مدل گروه‌بندی شرکت‌ها بر اساس این شاخص معرفی و به ۵ دسته کلی تقسیم شدند.

مفاهیم کلیدی: ارزش خلق‌شده سهامداران، مزیت رقابتی پایدار، مدیریت استراتژیک،

* دانش‌آموخته کارشناسی ارشد مدیریت MBA دانشگاه صنعتی شریف saeed.agn@gmail.com

** استادیار دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه صنعتی شریف khalilinasr@sharif.edu

*** دانش‌آموخته کارشناسی ارشد مدیریت MBA دانشگاه صنعتی شریف na.g.ali@gmail.com

فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال دوازدهم، شماره ۴۵، بهار ۱۳۹۶، صفحه ۱۱۶-۸۵

مقدمه و بیان مسأله

با توجه به باور و بینش عمیقی که در سال‌های اخیر، درباره تفکر و اصول ارزش‌آفرینی برای سهامداران مانند حاکمیت شرکتی و نیز مباحثی که مانند جهانی شدن سازمان‌ها و پیشرفت فناوری اطلاعات به وجود آمده است، باعث افزایش انتظارات سرمایه‌گذاران از اطلاعات و در نتیجه افزایش تقاضا برای معیارهای مربوط و شفاف‌اندازه‌گیری عملکرد و مزیت رقابتی پایدار شده است. امروزه سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران به دنبال یافتن شاخص‌هایی قابل اتکاء برای اندازه‌گیری ثروت سهامداران هستند که از میان آنها می‌توان به ارزش خلق شده سهامداران اشاره کرد. با وجود این که ارزش خلق شده 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, 2008).

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 وجوه 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^۱، 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 نشأت 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, 2000). 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, 1991). 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, 2000).

پیشینه 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.

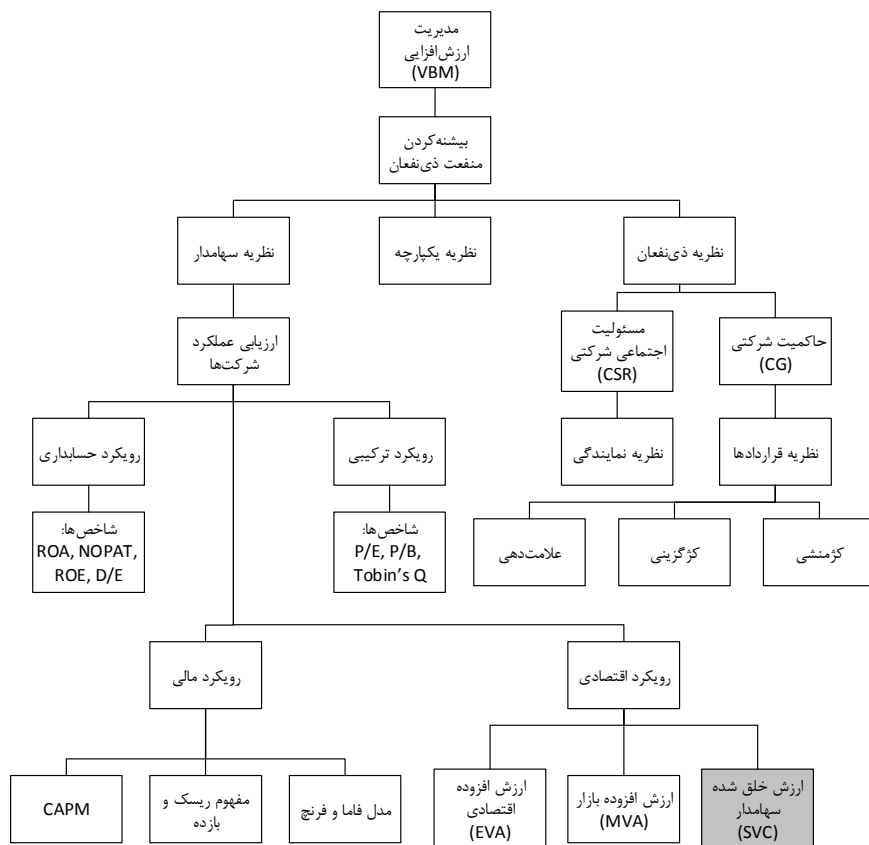
صرف نظر از اینکه شرکت در بخش تولیدی یا خدماتی فعالیت می‌کند در انتخاب مجموعه‌ای از معیارهای عملکرد باید این نکته را در نظر بگیرد که ایجاد رابطه در بین این معیارها ضرورت دارد. ایجاد رابطه به منظور حصول اطمینان از این مطلب است که یک بعد یا مجموعه‌ای از ابعاد عملکرد، در نتیجه توجه به ابعاد دیگر در نظر گرفته 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 شده‌است.

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)	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

تاکنون تحقیقات تجربی متعددی در مورد شاخص‌های اقتصادی ارزیابی عملکرد توسط پژوهشگران در کشورها و بازارهای سهام مختلف انجام شده است که در جدول پیوست شماره ۲، برخی از مهم‌ترین آن‌ها جهت مقایسه آورده شده است. گستره تحقیقات از نظر طیف جغرافیایی و زمان پژوهش متفاوت می‌باشد. عمده تحقیقات در مورد شاخص‌های اقتصادی، دو شاخص اصلی MVA^2 و EVA^3 و آزمون همگرایی و شناسایی عوامل توضیح دهنده این شاخص‌ها و مقایسه آن‌ها با برخی از مهم‌ترین شاخص‌های مالی و حسابداری بوده است.

دو معیار EVA و MVA نخستین بار توسط استوارت به عنوان معیاری جهت اندازه‌گیری ارزش آفرینی برای سهامداران مطرح شد. EVA از حاصل ضرب تفاوت بین

نرخ بازده سرمایه‌گذاری و هزینه سرمایه شرکت در مقدار سرمایه بدست می‌آید. معیار MVA نیز عبارت از تفاضل ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام از سرمایه دفتری شرکت است. (Steward, 1991)

برخی از این پژوهش‌ها با استناد بر مفاهیم این رویکرد و رابطه قوی این شاخص‌ها با برخی از شاخص‌های مالی و اقتصادی، این ادعا را دارند که از شاخص‌های اقتصادی نظیر EVA می‌توان به عنوان برترین معیارهای عملکرد شرکت‌ها استفاده نمود. طرفداران این رویکرد اعتقاد دارند "تمرکز بیش از حد بر سود ممکن است منجر به پذیرش استراتژی‌هایی گردد که از ارزش می‌کاهند و یا به عدم پذیرش استراتژی‌هایی بیانجامد که خلق ارزش می‌کنند." (Steward, 1991). از دیگر دلایل قابلیت اتکای بالاتر این شاخص‌ها، در نظر گرفتن هزینه فرصت صاحبان سهام و ارزش زمانی پول است که تحریف ناشی از به کارگیری اصول حسابداری را برطرف می‌کند (Rappaport, 1986).

از طرفی، برخی دیگر از محققان به همبستگی و یا قدرت تبیین پایین این شاخص‌ها در مقایسه با دیگر شاخص‌ها اشاره کرده‌اند. (Kramer & Pushner, 1997) از عمده دلایل نظری ضعف این شاخص‌ها، پیچیدگی زیاد محاسبات، نیازمندی به اطلاعات بیشتر، ضعف ساختاری برخی پارامترهای محاسبات معرفی شده است (Mahuga et al., 2002; Worthington & West, 2004).

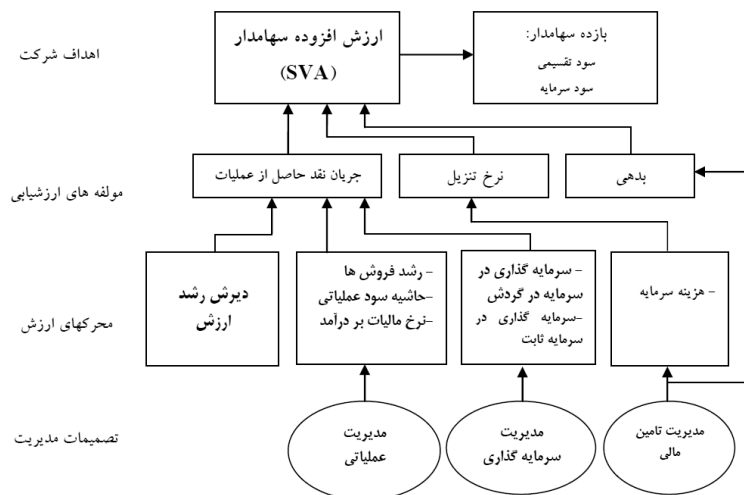
با نقص‌هایی که در شاخص‌های مذکور مشاهده شد، شاخص CSV^۴ اولین بار توسط فرناندز معرفی گردید. این شاخص با حل مشکل پیچیدگی زیاد EVA و عدم دقت MVA در اندازه‌گیری ارزش‌آفرینی شرکت‌ها مورد کاربرد قرار گرفت. در این شاخص به جای بازده سرمایه‌گذاری از بازده سهامدار و به جای هزینه سرمایه از مفهوم بازده مورد انتظار سهامداران استفاده شده است. محاسبات در این رویکرد به مراتب ساده‌تر و قابل‌اتکاتر شده است (Fernandez, 2001).

با توجه به ایرادات نظری و ساختاری بیان شده در مورد شاخص‌های حسابداری و مالی، استفاده از این شاخص‌ها در ارزیابی ارزش‌آفرینی شرکت‌ها بیش از پیش نامربوط به نظر می‌رسد. انجام پژوهش‌های بسیار در این حوزه در در دهه‌های اخیر منجر به معرفی شاخص‌های اقتصادی گردید که تا حد زیادی به حل این مشکل کمک کرده است. شاخص‌های کلیدی EVA و MVA به رغم کاربرد عملی در دو دهه اخیر، به طور

نظری و محاسباتی دارای مشکلاتی بوده که در مقالات مختلفی به آن پرداخته و محققانی در جهت رفع آن پیشنهادهای ارائه کرده اند. CSV یکی از شاخص هایی که جهت رفع مشکلات و جایگزینی شاخص های فوق معرفی و مورد توجه قرار گرفته است. این پژوهش ضمن ارائه و اعمال اصلاحاتی در این شاخص به ارزیابی، تحلیل و رتبه بندی شرکت ها و صنایع کشور با استفاده از رویکرد معرفی شده توسط این شاخص پرداخته است.

تعریف و محاسبه شاخص ارزش خلق شده سهامداران (CSV)

رویکرد ارزش سهامدار از گزینه های ارزشمند پیش بینی عملکرد شرکت ها محسوب می گردد. به طور کلی پیش بینی ارزش سرمایه گذاری ها از طریق تنزیل جریانات نقد آتی پیش بینی شده، صورت می پذیرد. ارزش یک سرمایه گذاری و یا ارزش یک شرکت و حتی ارزش بخشی از شرکت معادل کل جریان نقد تنزیل شده می باشد. ارزش سهامدار زمانی محاسبه می گردد که ارزش تمامی تعهدات مالی (ارزش بازار بدهی) از ارزش شرکت کسر گردد. راپورت بطور خلاصه ارتباط درونی اصلی بین مفاهیم ارزش سهامدار را مطابق شکل ۲ داده است (Rappaport, 1986).



شکل (۲): شبکه ارزش سهامدار راپاپورت

روند محاسبه ارزش خلق شده سهامداران (CSV) در این مقاله نیاز به آشنایی با متغیرهای دیگر مالی دارد. در زیر این روند بررسی آورده شده است. بنابراین برای توضیح این روند ابتدا با تک‌تک متغیرها آغاز می‌نماییم (Fernandez, 2001).

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام^۵ یک شرکت، معمولاً ارزش بازار شرکت نیز اطلاق می‌گردد که از طریق افزایش قیمت هر سهم افزایش می‌یابد. افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام^۶ در یکسال، برابر است با: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام پایان دوره منهای ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره (Fernandez, 2001).

اصطلاح ارزش افزوده سهامدار^۷ به تفاوت بین دارایی نگه داشته شده توسط سهامداران در پایان یکسال معین و دارایی نگه داشته شده آنان در سال گذشته تعریف می‌گردد. افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده سهامدار نمی‌باشد (Machuga et al., 2002). زمانی در مورد افزایش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بحث می‌شود که:

- ۱- سهامداران پول پرداختی به سهام جدید شرکت را پرداخت نمایند.
 - ۲- تبدیل اوراق قرضه بدون وثیقه^۸ (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^۹ یا سود سهام)
 - ۲- بازخرید سهام شرکت در بازار صورت پذیرد. (بازخرید سهام^{۱۰})
- 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
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 (۳): ارزش افزوده سهامدار (SVA)

بازده سهامدار^{۱۱} از تقسیم ارزش افزوده سهامدار (SVA) در یک سال به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام^{۱۲} (EMV) در ابتدای سال، بدست می‌آید که این نشان‌دهنده

رابطه بین SVA و EMV می‌باشد (Fernandez, 2001).

$$SR = \frac{SVA}{EMV} \quad (1)$$

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 گردد. بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام^{۱۳} به نرخ بازده دارایی بدون ریسک^{۱۴} و صرف ریسک سهام^{۱۵} بستگی دارد. بازده مورد انتظار صاحبان سهام از مجموع نرخ بهره سپرده بلند مدت بانکی به اضافه مقداری که معمولاً بعنوان صرف ریسک نامیده می‌شود، بدست می‌آید (Fernandez, 2001).

$$(K_e)_i = r_f + RP_i = r_f + \beta_i(R_m - r_f) \quad (2)$$

که در رابطه فوق،

$(K_e)_i$: بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهم i

r_f : نرخ بازده بدون ریسک

RP_i : صرف ریسک برای سهم i

β_i : ضریب بتای سهم i

R_m : بازده شاخص بورس اوراق بهادار

ضریب بتا، شاخصی است از ریسک سیستماتیک یک سرمایه‌گذاری یا مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی، نسبت به ریسک پرتفوی بازار را نشان می‌دهد. ضریب بتا همان شیب معادله رگرسیون خطی و در واقع یک ضریب همبستگی است، که نشان‌گر نوسان قیمتی سهم، در مقایسه با بازار کلی فعال در آن، می‌باشد. این ضریب نسبت به مقدار یک سنجیده می‌شود، بدین معنا که ضریب بتای یک، بزرگتر از یک و کوچکتر از یک، به ترتیب نشان‌دهنده هم شدت بودن، شدیدتر بودن و ملایم‌تر بودن نرخ بازده شرکت مورد نظر، با بازده شاخص کل بوده و همچنین ضریب بتای صفر نیز نشان‌دهنده بی‌تفاوتی و استقلال تغییرات بازده شرکت مورد نظر، نسبت به بازده شاخص کل می‌باشد. در نهایت علامت مثبت، هم‌سو بودن و علامت منفی این ضریب، غیرهمسو بودن تغییرات بازده شرکت مورد نظر با تغییرات بازده شاخص کل را نشان می‌دهد.

ارزش (ثروت) خلق شده سهامدار CSV^{۱۶} به معنی ارزش ایجاد شده شرکت در یک

سال است. مقدار این شاخص بیانگر مقدار عملکرد واقعی شرکت نسبت به انتظارات سهامداران است. اگر میزان ارزش بازده سهامدار از بازده مورد انتظار سهامداران بیشتر باشد مقدار این شاخص مثبت است و بیان کننده خلق ارزش برای سهامداران است. در مقابل مقدار منفی آن بیانگر تخریب ارزش برای سهامداران می‌باشد. این شاخص بر اساس رابطه شماره ۳ یا ۴ بدست می‌آید (Fernandez, 2001).

$$CSV_i = Market Cap_i \times (SR_i - K_e) \quad (3)$$

در رابطه شماره ۳، ترم $(SR_i - K_e)$ را بازده مازاد سهامدار نامگذاری می‌کنیم. همچنین می‌توان رابطه ۳ را به شکل زیر بازنویسی کرد:

$$CSV_i = SVA_i - (Market Cap_i \times K_e) \quad (4)$$

در این رابطه،

CSV_i : ارزش خلق شده سهامداران برای سهم i

$Market Cap_i$: ارزش بازاری سهم i

در این پژوهش از ترم بازده مازاد سهامدار به عنوان شاخص ارزیابی استفاده شده‌است.

روش تحقیق

جامعه آماری این پژوهش شامل ۲۳۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بازه زمانی مورد بررسی اسفند ماه ۱۳۸۹ تا اسفند ماه ۱۳۹۴ می‌باشد. داده‌های مورد نیاز این تحقیق از سایت شرکت مدیریت فناوری بورس تهران^{۱۷} استخراج گردید. برای انجام تحقیق مفروضات زیر مورد توجه قرار گرفت:

- سرمایه گذاران سهام عادی خریداران تصادفی هستند.
- 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 در نظر گرفته شد.^{۱۸} (جدول شماره ۳)

جدول (۳): نرخ مصوب سود سپرده بلندمدت بانکی و بازدهی بازار

سال	۱۳۹۴	۱۳۹۳	۱۳۹۲	۱۳۹۱	۱۳۹۰	۱۳۸۹	۱۳۸۸
نرخ سود سپرده	٪۲۰	٪۲۲	٪۲۲	٪۲۰	٪۱۲,۵	٪۱۴	٪۱۴,۵
بازده بازار	٪۲۹,۱	٪-۲۰,۴	٪۱۰۴,۷	٪۴۶,۹	٪۱۰,۶	٪۸۸,۳	٪۵۸,۴

- ضریب بتا طبق فرمول شماره ۵، با استفاده از بازده ماهانه شاخص بورس اوراق بهادار و بازده ماهانه هر شرکت در طول زمان مورد بررسی و به صورت مجزا محاسبه شد.

$$\beta_i = \frac{Cov(r_m, r_i)}{Var(r_m)} \quad (۵)$$

- در این فرمول، صورت کسر برابر کواریانس بین بازده پرتفوی با بازده بازار و مخرج کسر برابر واریانس بازده‌های بازار است.
- برآورد ارزش بازار بر اساس قیمت سهام در انتهای هر سال و تعداد اوراق منتشر شده در زمان مورد نظر انجام شد.
 - از شرکت‌هایی که داده‌های مورد نظر را در تاریخ مورد بررسی، موجود نداشته‌اند صرف نظر شده‌است.
 - تعداد ۲۳۹ شرکت در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفت که تعداد شرکت‌های صنایع مختلف به شرح جدول شماره ۴ آورده شده‌است.

جدول (۴): تعداد شرکت‌های مورد بررسی به تفکیک صنعت

نام صنعت	تعداد	نام صنعت	تعداد	نام صنعت	تعداد	نام صنعت	تعداد
محصولات دارویی	۲۶	کاشی و سرامیک	۱۰	واسطه گری‌های مالی-لیزینگ	۴	حمل و نقل	۶
محصولات غذایی	۱۹	فراآورده‌های نفتی	۱۱	محصولات کانی غیر فلزی	۱۲	بیمه	۹
محصولات شیمیایی	۳۷	سیمان، آهک و گچ	۳۰	رایانه	۷	بانک‌ها و موسسات اعتباری	۱۲
لاستیک و پلاستیک	۶	سرمایه‌گذاری	۱۷	خودرو	۳۲	انبوه سازی املاک و مستغلات	۱۱

برای هر شرکت مورد نظر، بازده‌های ماهانه و سالانه محاسبه شد. با استفاده از داده‌های بازده ماهانه شاخص بورس و بازده ماهانه هر شرکت، ضریب بتای هر کدام از شرکت‌ها محاسبه گردید. سپس با داشتن ضریب بتا و صرف ریسک بازار، صرف ریسک هر شرکت به صورت سالانه محاسبه گردید. با جمع نرخ سود بدون ریسک و صرف ریسک هر شرکت، بازده مورد انتظار سهامدار بدست آمد.

با توجه به سال‌های مورد پژوهش، قیمت تعدیل شده هر سهم با در نظر گرفتن افزایش سرمایه و تقسیم سود از سایت مدیریت فناوری بورس استخراج گردید. بر اساس میزان تغییرات ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تعدیل شده (که تغییرات سود تقسیم شده بین سهامداران و افزایش سرمایه را نیز در بر دارد)، میزان ارزش افزوده سهامدار و سپس با استفاده از رابطه شماره یک، برای هر سال بازده سهامدار محاسبه گردید.

با کسر بازده مورد انتظار از بازده سهامدار، میزان ارزش خلق شده سهامداران در هر سال فارغ از میزان ارزش بازاری آن شرکت بدست می‌آید. از این شاخص برای رتبه‌بندی و ارزیابی شرکت‌ها مورد استفاده قرار گرفت.

قابل ذکر است که عدم ضرب ارزش بازار هر سهم (بنا به رابطه شماره ۳) با هدف خنثی کردن اثر اندازه شرکت در شاخص ارزش خلق شده سهامداران صورت پذیرفته است. به بیان دیگر میزان ارزش خلق شده سهامدار بر اساس ارزش بازار آن شرکت که بیانگر اندازه آن است، استاندارد شده است. طبق فرمول شماره ۳، ترم $(SR_i - K_e)$ را بازده مازاد سهامدار^۹ نامگذاری می‌کنیم.

با دوره بررسی هفت ساله (سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴) برای هر شرکت، مقدار این شاخص در هر سال محاسبه شده است. از میانگین هندسی مطابق فرمول شماره ۶ به منظور محاسبه متوسط بازده مازاد سهامدار بهره برده شد. همچنین به علت عدم وجود برخی شرکت‌ها در سال‌های اولیه دوره شش ساله در بورس اوراق بهادار، مقدار این شاخص برای دوره سه ساله (سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴) نیز گزارش شده و بر اساس آن رتبه‌بندی انجام شده است.

$$ESR_{mean} = \left((1 + ESR_1)(1 + ESR_2) \dots (1 + ESR_n) \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \quad (۶)$$

در رابطه بالا، برای هر شرکت با توجه به دوره‌های مورد بررسی، n مقدار ۳ و ۷ را اتخاذ می‌کند.

قابل ذکر است که شرکت‌هایی که در هر یک از این دو دوره بررسی، در بورس اوراق بهادار حضور نداشته‌اند، از رتبه‌بندی کنار گذاشته شده‌اند.

یافته‌های پژوهش

مطابق روش توضیح داده شده، ۲۳۹ شرکت حاضر در بورس اوراق بهادار در بازه زمانی سه ساله از ۹۱ تا ۹۴ بر اساس شاخص بازده مازاد سهامدار، مورد بررسی قرار گرفته و شرکت‌های برتر هر صنعت مشخص و رتبه‌بندی شدند. همانطور که در جدول شماره ۵ مشاهده می‌شود، نام هر شرکت، مقدار شاخص، نام صنعت و رتبه در میان تمام شرکت‌ها آورده شده‌است. با توجه به نتایج بدست آمده سایپاآذین از صنعت خودرو به صورت معناداری و بانک صادرات از صنعت بانکداری، به عنوان برترین‌های صنعت خود، در مقایسه با بهترین‌های سایر صنایع، به ترتیب، بهترین و ضعیف‌ترین عملکرد را کسب کرده‌اند. همچنین با توجه به نتایج مشخص شد که نیمی از شرکت‌های منتخب در رتبه‌بندی کلی جایگاهی در میان ۱۰ درصد بالا را کسب کرده‌اند. همینطور میانگین شرکت‌های برتر صنایع عدد ۷۲ درصد بوده‌است.

مطابق جدول شماره ۶، در میان لیست ضعیف‌ترین‌های هر صنعت، به ترتیب نفت پاسارگاد و حمل و نقل پتروشیمی، در دوره سه ساله ۹۱ تا ۹۴ نامناسب‌ترین و بهترین عملکرد را داشته‌اند. شاخص بازده مازاد سهامدار برای تمام این شرکت‌ها به جز حمل و نقل پتروشیمی مقدار منفی شده‌است که این بیانگر این واقعیت است که شرکت‌های مذکور تخریب ارزش داشته‌اند و کمتر از انتظارات سهامدارانشان عمل کرده‌اند. تنها شرکت حمل و نقل پتروشیمی در میان ضعیف‌ترین‌های هر صنعت توانسته است ۱۱٪ بهتر از انتظارات عمل کند و برای سهامدارانش ارزش خلق کند. با توجه به نتایج میانگین لیست شرکت‌های ضعیف برابر ۲۱- درصد بوده‌است.

برای ارزیابی دقیق‌تر و تحلیل جامع‌تر برای دوره هفت ساله نیز این ارزیابی انجام شده‌است. با توجه به اینکه بعضی از شرکت‌ها در این مدت بررسی در بورس اوراق بهادار حضور نداشته‌اند از رتبه‌بندی و ارزیابی کنار گذاشته شدند و تعداد شرکت‌ها در این بازه

زمانی مورد بررسی برابر ۱۹۳ عدد بوده است. همانطور که در جدول شماره ۷ مشخص است، شرکت شیشه همدان از صنعت محصولات کانی غیر فلزی با شاخص بازده مازاد سهامدار ۷۲,۹۷٪ درصد توانسته است بهترین عملکرد را ثبت نماید و همچنین لیزینگ صنعت و معدن از صنعت واسطه‌گری‌های مالی - لیزینگ، در میان سایرین ضعیف‌ترین عملکرد را با ۱۲,۱۷٪ درصد بدست آورده است. همچنین قابل ذکر است برخی شرکت‌ها از قبیل: شیشه همدان، خدمات انفورماتیک، سخت‌آژند، سایپا آذین در دوره هفت ساله نیز مشابه دوره سه ساله جزء برترین‌های صنعت خود بوده‌اند. میانگین لیست برابر ۳۵ درصد بوده است که در مقایسه با دوره کوتاه سه ساله ۹۱ تا ۹۴ بسیار کمتر بوده است. این موضوع می‌تواند بیانگر این باشد که مجموع شرکت‌های برتر صنایع در گذر زمان و با بزرگتر شدن اندازه آن‌ها، به طور متوسط ارزش بیشتری را خلق کرده‌اند.

نکته دیگر اینکه صنعت شرکت‌های صنعت بیمه از سال ۸۹ وارد بورس شدند و داده‌های آن در سال‌های قبل در دسترس نبوده است، از بررسی کنار گذاشته شدند. همین‌طور با توجه به جدول شماره ۸، سیمان شمال، فرآورده‌های نسوز پارس و بین المللی ساختمان ضعیف‌ترین عملکردها را داشته‌اند. از لیست ضعیف‌ترین‌های صنایع، تنها بانک پارسیان توانسته است برای سهامداران خود ارزش ایجاد کند و سایرین در این لیست با توجه به منفی بودن این شاخص، تخریب ارزش داشته‌اند و کمتر از انتظارات عمل کرده‌اند. همچنین قابل ذکر است برخی شرکت‌ها از قبیل: شهد ایران، کاشی نیلو و سرمایه گذاری توسعه صنعتی ایران، در دوره هفت ساله نیز مشابه دوره سه ساله جزء ضعیف‌ترین‌های صنعت خود بوده‌اند.

قابل ذکر است در جدول شماره ۱۲ و ۱۳ لیست آمارهای توصیفی شاخص بازده مازاد سهامدار برای صنایع مختلف برای دو بازه زمانی هفت ساله و سه ساله آورده شده است.

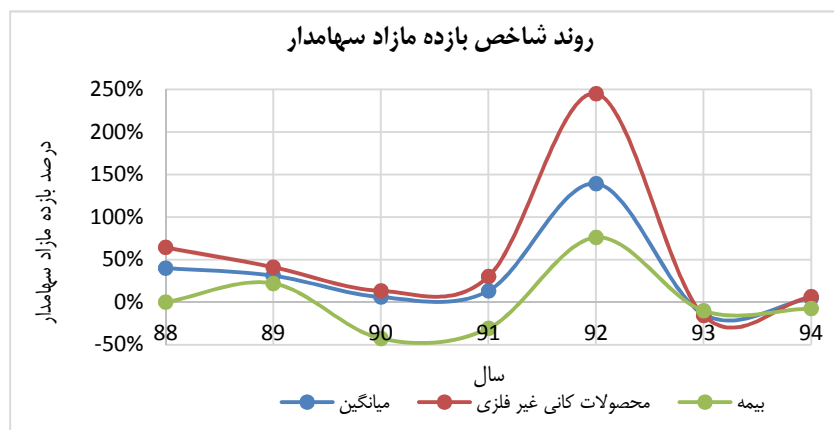
مطابق جدول شماره ۹، برترین و ضعیف‌ترین صنایع برای دو دوره بررسی متفاوت بررسی شده است. اعداد بدست آمده در این جدول بر اساس میانگین حسابی شرکت‌های موجود در یک صنعت برای دو دوره مختلف بدست آمده است.

به طور خلاصه با توجه به نتایج، در دوره ۹۱ تا ۹۴، دو صنعت خودرو و محصولات

دارویی با شاخص متوسط حدود ۵۰ درصد به طور معناداری بهتر از سایر صنایع عمل کرده و صنعت فرآورده‌های نفتی با منفی دو درصد نتوانسته است به انتظارات سهامداران پاسخ دهد و تخریب ارزش داشته است. در دوره ۸۸ تا ۹۳ نیز صنایع از نظر این شاخص بیشتر به یکدیگر نزدیک بوده و رقابتی تر عمل نموده‌اند. در این دوره صنایع محصولات کانی غیر فلزی و سیمان، آهک و گچ، به ترتیب بهترین و ضعیف‌ترین عملکرد را از خود نشان داده‌اند. متوسط این شاخص در دوره سه ساله حدود ۲۰ درصد بوده‌است که ۸ درصد بیشتر از دوره هفت ساله مورد بررسی است. بر اساس جداول شماره ۱۲ و ۱۳ این دو میانگین نیز در سطح ۵٪ معنادار می‌باشد.

جدول شماره ۱۰ روند شاخص مذکور را در صنایع مختلف در طول سال‌های مختلف نشان می‌دهد. قابل ذکر است که برای نتایج این جدول از تمامی ۲۳۸ شرکت استفاده شده‌است. با توجه به نتایج، صنایع برتر و ضعیف تر مشخص شده‌است. رنگ آبی نشان دهنده خلق ارزش و رنگ قرمز به معنای تخریب ارزش در سال مورد نظر است. همانگونه که در جدول مشخص است، سال ۹۲ بهترین و سال ۹۳ بدترین سال برای شرکت‌ها از منظر ارزش ایجاد شده برای سهامداران بوده‌است. نکته قابل توجه اینکه در سال ۹۴ بیشترین خلق ارزش در صنعت رایانه رخ داده‌است.

شکل شماره ۴ نیز، نمودار روند دو صنعت برتر و ضعیف‌تر و همچنین میانگین صنایع را در سال‌های مورد بررسی نشان می‌دهد. همانگونه که در تصویر در نمودار میانگین مشخص است، به طور کلی یک روند نزولی از سال ۸۸ تا ۹۴ مشاهده می‌شود که یک ماکزیمم قابل توجه در سال ۹۲ ایجاد شده‌است. مشاهده می‌شود از سال ۹۰ واگرایی بین صنایع ایجاد شده و در سال ۹۲ به بیشترین مقدار خود می‌رسد و در سال ۹۳ و ۹۴ نیز به مقدار زیادی همگرا می‌شود که این موضوع می‌تواند به دلیل افزایش رقابت در میان صنایع باشد.



شکل (۴): نمودار روند شاخص بازده مازاد سهامدار برای برترین و ضعیف‌ترین صنعت و میانگین

با توجه به نتایج بدست آمده در دوره زمانی ۷ ساله به دسته بندی شرکت‌ها از نظر شاخص ارزش مازاد سهامدار پرداختیم. این شرکت‌ها به ۵ دسته کلی به این شرح تقسیم شده‌اند: شرکت‌هایی که این شاخص برای آن‌ها بالاتر از ۷۵٪، بین ۵۰٪ تا ۷۵٪، بین ۲۵٪ تا ۵۰٪، بین صفر درصد تا ۲۵٪ و نیز کمتر از صفر درصد بوده‌اند به ترتیب رتبه کلی A^+ ، A ، B ، C ، D را کسب کرده‌اند. شرکت‌های با رتبه A^+ در رقابت با سایر شرکت‌ها بهتر^۲ عمل کرده‌اند و نیز شرکت‌هایی که جزء دسته D قرار گرفته‌اند، از ارزش سهامداران خود کاسته‌اند و در رقابت با سایر شرکت‌ها عملکرد ضعیفی نشان داده‌اند. جدول زیر تعداد و درصد توزیع این شرکت‌ها را در کل نشان می‌دهد.

جدول (۱۱): رتبه‌بندی کلی شرکت‌ها از نظر تعداد و درصد توزیع

رتبه	A^+	A	B	C	D
تعداد	صفر	۶	۳۲	۹۸	۳۳
درصد	۰٪	۳.۱٪	۱۶.۷٪	۵۱٪	۱۷.۲٪

جدول شماره ۱۴ تعدادی از شرکت‌های با رتبه‌های مختلف نشان داده شده است. همچنین نمودار شماره ۵ فراوانی بازده مازاد سهامدار شرکت‌ها و رتبه‌بندی آن‌ها آورده شده است.

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 عدم حضور تعدادی از شرکت‌ها قبل از سال ۹۰ تلاش شد تا پژوهش مورد نظر در دو بازه سه ساله و هفت ساله صورت گیرد و نتایج با توجه به این دو دوره گزارش شوند.

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 (بازده مازاد 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.

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 شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار برای بازه زمانی ۶ سال مالی پرداخته شد. از دیگر محدودیت‌هایی که ممکن است نتایج را تحت تاثیر قرار دهد، انتخاب یک روز سال به عنوان مبدا محاسبات و ارزیابی هاست (در این پژوهش ۲۹ اسفند ماه). محدودیت دیگر عدم دسترسی به داده‌های برخی از شرکت‌ها به علت عدم حضور آن‌ها در بورس اوراق بهادار می‌باشد.

محدودیت دیگری که می‌توان برای این شاخص متصور بود، امکان تاثیر شاخص‌های اقتصاد کلان بر نتایج مقایسه‌ای صنایع است.

با توجه به تایید بدست آمده در جدول شماره ۱۱ و ۱۲، میانگین بدست آمده برای شاخص در دو بازه زمانی در سطح ۵ درصد معنادار هستند.

به دلیل اهمیت موضوع، در این پژوهش به ارزیابی عملکرد مالی راهبردی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار برای بازه زمانی ۷ سال پرداخته شد. شرکت‌ها و صنایع بر اساس نتایج بدست آمده رتبه‌بندی شده و برای مقایسه بهتر، نتایج برای دوره‌های ۳ ساله و ۷ ساله ارائه شد. همچنین جهت آنالیز و تفسیر بهتر نتایج عملکرد رقابتی شرکت‌ها و میزان ارزشمندی آن‌ها از مبناهای مقایسه‌ای مختلف از جمله، متوسط بازده مازاد سهامدار در صنعت و کل صنایع در هر سال بهره گرفته شد. بر اساس نتایج حاصل از پژوهش، شرکت‌های: شیشه همدان، صنایع شیمیایی ایران و تهران شیمی و صنایع: کانی غیر فلزی، رایانه و لاستیک و پلاستیک به ترتیب بهترین عملکرد و همچنین شرکت‌های: سیمان شمال، فرآورده‌های نسوز پارس و شرکت بین المللی توسعه ساختمان و صنایع: لیزینگ، انبوه سازی املاک و سیمان و گچ و آهک ضعیف‌ترین عملکرد را برای ۷ دوره (۱۳۹۴-۱۳۸۸) داشته‌اند.

همچنین بر اساس ۳ دوره مالی (۱۳۹۴-۱۳۹۱) به ترتیب شرکت‌های: سایپاآذین، سخت‌آزند و پارس خودرو و صنایع: خودرو، دارویی و حمل و نقل بهترین عملکرد و همچنین شرکت‌های: نفت پاسارگاد، پتروشیمی زاگرس و دوده صنعتی پارس و صنایع: فرآورده‌های نفتی، لاستیک و پلاستیک و سیمان، آهک و گچ بدترین عملکرد را داشته‌اند.

با توجه به نمودار روند متوسط خلق ارزش در کل صنایع مورد بررسی، به طور کلی یک روند نزولی از سال ۸۸ تا ۹۴ مشاهده می‌شود که سال ۹۲ بهترین و سال ۹۳ بدترین سال برای شرکت‌ها از منظر ارزش ایجاد شده برای سهامداران بوده‌است. همچنین سال ۹۳ و ۹۴ نیز به مقدار زیادی شرکت‌ها همگرا می‌شود که این موضوع می‌تواند به دلیل افزایش شدت رقابت در میان صنایع باشد.

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 سرمایه گذاری خود را در سهام شرکتها و صناعی قرار دهند که دارای ارزش خلق شده سهامداران بالاتری هستند. همچنین توصیه می شود برای ارزیابی عملکرد مدیران ارشد از منظر مدیریت استراتژیک توجه بیشتری به معیار معرفی شده، به عمل آید.

به طور کلی رویکرد اتخاذ شده به صورت تجمعی و بلندمدت با بهره مندی از دامنه معقولی از معیارهای عملکردی در دسترس و زیرساخت نظری قوی و محاسبات ساده تر در مقایسه با سایر شاخص های اقتصادی، نتایج قابل اتکاتری را برای سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان قرار می دهد و رهیافتی برای ارزیابی راهبردها و عملکرد رقابتی مدیران شرکتها و صنایع به ارمغان می آورد.

مقاله حاضر در بهبود روش عملیاتی و مفهومی رویکرد مورد بحث مشارکت و نوآوری های زیر را در بر داشته است: ۱- با حذف فرض متنوع بودن سبد هر سهامدار جهت دقت و قابلیت اتکای بالاتر نتایج، با محاسبه بتای به صورت مجزا، صرف ریسک هر شرکت محاسبه کرده است. ۲- معرفی و استفاده از شاخص بازده مازاد سهامدار به جای شاخص ارزش خلق شده سهامدار (CSV) به جهت از بین بردن اثر اندازه شرکت در میزان ارزش خلق شده و نیز تبدیل خروجی از عدد مطلق به نسبت ۳- به کارگیری میانگین هندسی جهت محاسبه متوسط در یک دوره زمانی به جهت کاهش اثرات نتایج پرت ۴- ارائه مقایسه و ارزیابی صنایع کشور با استفاده از شاخص فوق در دو دوره زمانی ۵- مقایسه متوسط شاخص برای مجموع شرکت های بورسی در دو بازه زمانی و آزمون معناداری نتایج برای سطح ۵ درصد ۶- ارائه مدل بر اساس شاخص فوق جهت دسته بندی و گروه بندی کلی شرکتها

برای تحقیقات آینده می توان عوامل اثر گذار و توضیح دهنده مزیت رقابتی معرفی شده توسط این شاخص به خصوص شاخص های کلان اقتصادی مورد بررسی قرار بگیرد و نتایج در صنایع مختلف مقایسه و ارزیابی گردد. همچنین بازده مورد انتظار (Ke) را بر اساس سایر مدل ها برای هر سهم به صورت جداگانه محاسبه نموده و نتیجه آن با تحقیق حاضر مقایسه گردد. همچنین پیشنهاد می شود جهت مقایسه بهتر، شاخص ارزش خلق شده سهامداران (CSV) و بازده مازاد سهامداران (ESR) پیش بینی روند آن در سایر کشورها انجام شود و عوامل موثر و توضیح دهنده این موضوع مورد آزمون قرار

گیرد. سایر زمینه‌های پژوهشی در ارتباط با شاخص بیان شده می‌تواند شامل موارد زیر باشد:

بررسی ارتباط افزوده اقتصادی (EVA) بازده مازاد سهامداران (ESR)، ارزیابی و تحلیل عواملی که قوی یا ضعیف بودن شاخص بازده مازاد سهامداران را در صنایع مختلف توضیح می‌دهد، اثر تغییرات در سیاست سود سهام پرداختی به سهامداران در شرکت‌های سهامی بر روی بازده مازاد سهامداران، محدودیت‌ها و توانمندی تئوری‌های ارزیابی عملکردی مبتنی بر ارزش علی‌الخصوص بازده مازاد سهامداران از منظر تئوری‌های مالی رفتاری، بررسی وجود همبستگی بین شاخص فوق و دیگر شاخص‌های ارزیابی عملکرد از جمله EVA، ROE و غیره.

پی‌نوشت‌ها

1. Agent Theory
2. Market Value Added
3. Economic Value Added
4. Created Shareholder Value
5. Equity Market Value (EMV)
6. Increased Shareholder Value
7. Shareholder Value Added (SVA)
8. Conversion of Convertible Debentures
9. Dividends
10. Share Buy-Backs
11. Shareholder Return
12. Equity Market Value (EMV)
13. Required Return to Equity (Equity Cost : K_e)
14. Risk Free Rate (r_f)
15. Equity Risk Premium
16. Created Shareholder Value
17. www.tsetmc.com (تاریخ دسترسی: اردیبهشت ۱۳۹۵ ماه)
18. www.cbi.ir/page/6252.aspx (تاریخ دسترسی: اردیبهشت ۱۳۹۵ ماه)
19. Excess Shareholder Return (ESR)
20. Outperform

مراجع

- Cheng, J. M.-S., Tsao, S.-M., Tsai, W.-H., & Tu, H. H.-J. (2007). Will eChannel additions increase the financial performance of the firm?—The evidence from Taiwan. *Industrial Marketing Management*, 36(1), 50-57.
- Erasmus, P. (2008). Value based financial performance measures: An evaluation of relative and incremental information content. *Corporate Ownership & Control*, 6(1), 66-77.
- Fernandez, P. (2001). *A definition of shareholder value creation*. IESE Business School.
- Fernandez, P. (2001). EVA, economic profit and cash value added do not measure

- shareholder value creation. *IESE business School*, 72-79.
- Fernandez, P. (2015). A definition of shareholder value creation. Available at SSRN 268129.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (2000). Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and Society*, 29(1), 80-110.
- Fu, X. M., Lin, Y. R., & Molyneux, P. (2014). Bank efficiency and shareholder value in Asia Pacific. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 33, 200-222.
- Giurcă, V. L. (2007). new approaches on shareholders' value of a firm, Faculty of Economy and Business Administration, University of Craiova.
- Griffith, J. M. (2004). The true value of EVA. *Journal of applied finance*, 14(2).
- Gupta, V. K., & Sikarwar, E. (2016). Value creation of EVA and traditional accounting measures: Indian evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 65(4), 436-459
- Hověžáková, I. (2010). 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.
- Jalaja, K. (2010). Shareholder Value Creation in India-a sectoral analysis.
- Khan, U. A., Aleemi, A. R., & Qureshi, M. A. (2016). Is Economic Value Added More Associated with Stock Price than Accounting Earnings? Evidence from Pakistan. *City University Research Journal*, 6(2), 204-216.
- Kramer, J. K., & Peters, J. R. (2001). An Interindustry Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added. *Journal of Applied Finance*, 11(1).
- Kramer, J. K., & Pushner, G. (1997). An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added (Digest Summary). *Financial Practice and Education*, 7(1), 41-49.
- Kyriazis, D., & Anastassis, C. (2007). The validity of the economic value added approach: an empirical application. *European Financial Management*, 13(1), 71-100.
- Lehn, K., & Makhija, A. K. (1996). EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change. *Strategy & Leadership*, 24(3), 34-38.
- Machuga, S. M., Pfeiffer Jr, R. J., & Verma, K. (2002). Economic value added, future accounting earnings, and financial analysts' earnings per share forecasts. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 18(1), 59-73.
- Radić, N. (2015). Shareholder value creation in Japanese banking. *Journal of Banking & Finance*, 52, 199-207.
- Ramana, D. V. (2005). *Market value added and economic value added: Some empirical evidences*. Paper presented at the 8th Capital Markets Conference, Indian Institute of Capital Markets Paper.
- Rappaport A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*, New York: Free Press.
- Steward, G. (1991). *The quest for value: a guide for senior managers*. New York: HarperBusiness.
- Worthington, A. C., & West, T. (2004). Australian evidence concerning the information content of economic value-added. *Australian Journal of Management*, 29(2), 201-223.

پیوست‌ها

جدول (۲): پژوهش‌های انجام شده در حوزه شاخص‌های اقتصادی ارزیابی عملکرد

نام محقیق	دوره پژوهش	نمونه آماری	نتایج
استرن و استوارد	۱۹۸۷ - ۱۹۸۸	۶۱۳ شرکت آمریکایی	همبستگی بالا بین EVA و MVA در مورد شرکت‌های با EVA بالا وجود دارد.
کرامر و پوشنر	۱۹۸۲ - ۱۹۹۲	۱۰۰۰ شرکت آمریکایی	NOPAT بیش از EVA انحراف ارزش بازار را نشان می‌دهد.
فرناندز	۱۹۷۹ - ۱۹۹۳	۵۸۳ شرکت آمریکایی	MVA به ترتیب همبستگی بیشتر و کمتری با NOPAT و EVA دارد.
کرامر و پیترز	۱۹۷۸ - ۱۹۹۶	۵۳ صنعت آمریکایی	EVA در مقایسه با NOPAT تبیین بهتری برای MVA نیست.
ماچوگا و همکاران	۱۹۸۱ - ۱۹۹۶	۴۳۸۲ شرکت آمریکایی	EVA رابطه معناداری با EPS دارد.
گرفیت	۱۹۷۸ - ۱۹۹۶	۵۳ صنعت آمریکایی	EVA در مقایسه با NOPAT تبیین بهتری برای MVA نیست.
ورثینگتون و وست	۱۹۹۲ - ۱۹۹۸	۱۱۰ شرکت استرالیایی	EVA در مقایسه با جریان نقد عملیاتی و سود باقی مانده کمترین ضریب همبستگی را با بازده سهام دارد.
فرناندز	۱۹۹۲ - ۱۹۹۹	۱۴۲ شرکت آمریکایی	معرفی شاخص CSV و ارزیابی شرکت‌ها با شاخص ارزش خلق شده سهامدار (CSV)
رامانا	۱۹۹۹ - ۲۰۰۳	۲۴۳ شرکت هندی	EVA در مقایسه با PAT، PBIT و NOPAT همبستگی پایین تری با MVA دارد.
کای ریازیس و انستیس	۱۹۹۶ - ۲۰۰۳	۱۲۱ شرکت یونانی	بین MVA و EVA و بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد.
چنگ و همکاران	۱۹۹۷ - ۲۰۰۳	۳۲ شرکت تایوانی	توسعه زیرساخت‌های اینترنت منجر به افزایش MVA و EVA می‌شود.
فو و مگی	۲۰۰۳ - ۲۰۱۰	۱۴ بانک قاره آسیا	همبستگی مثبت بین بهره‌وری عملیات بانکی و ارزش سهامداران وجود دارد.
رادبیچ	۱۹۹۹ - ۲۰۱۱	۱۳۶ موسسه بانکی ژاپن	عوامل بهره‌وری عملیات و ریسک اعتباری بانک و اندازه آن توضیح دهنده CSV است.
گوپتا و سیکاروار	۲۰۰۸ - ۲۰۱۱	۵۰ شرکت هندی	EVA نسبت به شاخص‌های حسابداری همبستگی بیشتری با CSV دارد.
خان و همکاران	۲۰۰۹ - ۲۰۱۲	۲۸ شرکت پاکسانی	شاخص EVA نسبت به شاخص‌های حسابداری، قدرت تبیین کمتری برای تغییرات قیمت سهام دارد.

جدول (۵): لیست برترین شرکت‌های هر صنعت در بازه زمانی سه ساله (۹۱ تا ۹۴)

رتبه در کل	نام صنعت	شاخص بازده مازار سهامدار	نام شرکت	رتبه
۱	خودرو	۲۱۱.۳٪	سایپا آذین	۱
۲	املاک و مستغلات	۱۱۹.۲٪	سخت آژند	۲
۴	محصولات شیمیایی	۱۰۴.۷٪	صنایع شیمیایی فارس	۳
۶	محصولات دارویی	۹۰.۸٪	گروه دارویی سبحان	۴
۱۰	حمل و نقل	۷۹.۲٪	کشتیرانی جمهوری اسلامی ایران	۵
۱۴	محصولات کانی غیر فلزی	۷۲.۹٪	شیشه همدان	۶
۱۶	کاشی و سرامیک	۷۰.۵٪	کاشی پارس	۷
۲۲	محصولات غذایی	۶۵.۱٪	گلوکوزان	۸
۲۴	سیمان، آهک و گچ	۶۴.۵٪	سیمان خاش	۹
۳۰	واسطه‌گری‌های مالی لیزینگ	۶۱.۷٪	لیزینگ رایان سایپا	۱۰
۳۹	رایانه	۵۱.۰٪	خدمات انفورماتیک	۱۱
۵۵	فرآورده‌های نفتی	۴۰.۷٪	پالایش نفت تهران	۱۲
۶۸	سرمایه‌گذاری	۳۴.۴٪	سرمایه‌گذاری سایپا	۱۳
۷۷	بیمه	۳۱.۰٪	بیمه پاسارگاد	۱۴
۸۶	لاستیک و پلاستیک	۲۸.۵٪	گروه صنعتی بارز	۱۵
۸۷	بانک‌ها و موسسات اعتباری	۲۸.۲٪	بانک صادرات ایران	۱۶
میانگین		۷۲.۱٪		

جدول (۶): لیست ضعیف‌ترین شرکت‌های هر صنعت در بازه زمانی سه ساله (۹۱ تا ۹۴)

رتبه در کل	نام صنعت	شاخص بازده مازاد سهامدار	نام شرکت	رتبه
۲۳۹	فراآورده‌های نفتی	-۴۰.۰٪	نفت پاسارگاد	۱
۲۳۸	محصولات شیمیایی	-۳۸.۲٪	پتروشیمی زاگرس	۲
۲۳۵	سیمان، آهک و گچ	-۳۴.۱٪	سیمان کردستان	۳
۲۳۲	املاک و مستغلات	-۳۲.۹٪	توسعه‌شهری توس گستر	۴
۲۳۱	بیمه	-۳۲.۴٪	بیمه دی	۵
۲۳۰	خودرو	-۳۱.۴٪	فنر سازی خاور	۶
۲۲۹	محصولات غذایی	-۲۹.۳٪	شهد ایران	۷
۲۲۵	محصولات کانی غیر فلزی	-۲۴.۶٪	بازرگانی و تولیدی مرجان کار	۸
۲۲۴	سرمایه گذاری	-۲۲.۵٪	سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران	۹
۲۲۲	لاستیک و پلاستیک	-۱۹.۸٪	پلاسکوکار	۱۰
۲۱۸	کاشی و سرامیک	-۱۸.۲٪	کاشی نیلو	۱۱
۲۱۲	بانک‌ها و موسسات اعتباری	-۱۶.۴٪	بانک سرمایه	۱۲
۱۹۸	محصولات دارویی	-۹.۵٪	پخش البرز	۱۳
۱۹۴	رایانه	-۸.۵٪	کارت اعتباری ایران کیش	۱۴
۱۷۸	واسطه‌گری‌های مالی لیزینگ	-۲.۴٪	لیزینگ صنعت و معدن	۱۵
۱۳۸	حمل و نقل	۱۱.۴٪	حمل و نقل پتروشیمی	۱۶
میانگین		-۲۱.۸٪		

جدول (۷): لیست برترین شرکت‌های هر صنعت در بازه زمانی هفت ساله (۸۸ تا ۹۴)

رتبه در کل	نام صنعت	شاخص بازده مازار سهامدار	نام شرکت	رتبه
۱	محصولات کانی غیر فلزی	۷۲.۹۷٪	شیشه همدان	۱
۳	محصولات شیمیایی	۶۳.۱۶٪	صنایع شیمیایی ایران	۲
۵	محصولات دارویی	۵۳.۴۸٪	تهران شیمی	۳
۶	رایانه	۵۰.۹۹٪	خدمات انفورماتیک	۴
۷	لاستیک و پلاستیک	۴۹.۲۵٪	ایران یاساتایرورابر	۵
۱۲	محصولات غذایی	۴۲.۹۱٪	نوش مازندران	۶
۳۱	انبوه‌سازی املاک و مستغلات	۲۹.۵۵٪	سخت آژند	۷
۳۳	حمل و نقل	۲۸.۱۶٪	حمل و نقل توکا	۸
۳۵	کاشی و سرامیک	۲۷.۵۴٪	صنایع کاشی و سرامیک سینا	۹
۳۷	سرمایه گذاری	۲۵.۲۶٪	سرمایه گذاری ملی ایران	۱۰
۴۱	خودرو	۲۴.۳۹٪	سایپا آذین	۱۱
۵۰	بانک‌ها و موسسات اعتباری	۲۱.۴۷٪	بانک ملت	۱۲
۶۵	سیمان، آهک و گچ	۱۶.۰۴٪	سیمان بهبهان	۱۳
۷۷	فرآورده‌های نفتی	۱۴.۳۶٪	نفت پارس	۱۴
۹۰	واسطه‌گری‌های مالی-لیزینگ	۱۲.۱۷٪	لیزینگ صنعت و معدن	۱۵
-	بیمه	-	-	۱۶
میانگین		۳۵.۴۵٪		

جدول (۸): لیست ضعیف‌ترین شرکت‌های هر صنعت در بازه زمانی هفت ساله (۸۸ تا ۹۴)

رتبه در کل	نام صنعت	شاخص بازده مازاد سهامدار	نام شرکت	رتبه
۱۹۳	سیمان، آهک و گچ	-۲۱.۸۱٪	سیمان شمال	۱
۱۹۲	محصولات کانی غیر فلزی	-۲۱.۰۸٪	فرآورده‌های نسوز پارس	۲
۱۹۱	انبوه‌سازی املاک و مستغلات	-۱۹.۳۴٪	بین‌المللی توسعه ساختمان	۳
۱۹۰	خودرو	-۱۸.۲۷٪	فنر سازی خاور	۴
۱۸۶	حمل و نقل	-۱۶.۱۹٪	تایدواتر خاورمیانه	۵
۱۸۱	محصولات دارویی	-۱۱.۰۵٪	کیمیدارو	۶
۱۷۹	محصولات غذایی	-۱۰.۶۵٪	شهد ایران	۷
۱۷۷	کاشی و سرامیک	-۱۰.۴۳٪	کاشی نیلو	۸
۱۷۶	سرمایه گذاری	-۹.۹۹٪	سرمایه‌گذاری توسعه صنعتی ایران	۹
۱۶۲	لاستیک و پلاستیک	-۵.۵۳٪	پلاسکوکار	۱۰
۱۵۸	رایانه	-۴.۳۷٪	ایران ارقام	۱۱
۱۵۶	محصولات شیمیایی	-۴.۰۸٪	دوده صنعتی پارس	۱۲
۱۵۴	فرآورده‌های نفتی	-۳.۸۸٪	پالایش نفت اصفهان	۱۳
۱۴۷	واسطه‌گری‌های مالی-لیزینگ	-۲.۴۱٪	لیزینگ ایران	۱۴
۱۱۹	بانک‌ها و مؤسسات اعتباری	۵.۵۹٪	بانک پارسیان	۱۵
-	بیمه	-	-	۱۶
متوسط		-۱۰.۲۳٪		

جدول (۹): میانگین شاخص بازده مازاد سهامدار برای دو دوره هفت و سه ساله و رتبه‌بندی صنایع

رتبه	میانگین دوره هفت ساله (۸۸ تا ۹۴)	میانگین دوره سه ساله (۹۱ تا ۹۴)
1	محصولات کانی غیرفلزی	26.62%
2	رایانه	23.92%
3	لاستیک و پلاستیک	22.98%
4	محصولات شیمیایی	22.54%
5	محصولات دارویی	21.25%
6	محصولات غذایی	18.98%
7	بانک‌ها و اعتباری	12.77%
8	سرمایه گذاری	10.54%
9	کاشی و سرامیک	9.04%
10	حمل و نقل	7.56%
11	خودرو	7.26%
12	فرآورده‌های نفتی	6.80%
13	واسطه گری مالی	3.77%
14	انبوه سازی املاک	-2.65%
15	سیمان، آهک و گچ	-3.78%
16	بیمه	-
متوسط		11.88%

جدول (۱۰): میانگین شاخص بازده مازاد سهامدار برای صنایع مختلف در سال‌های مختلف

نام صنعت	۸۸	۸۹	۹۰	۹۱	۹۲	۹۳	۹۴	متوسط صنعت
محصولات کانی غیر فلزی	۶۴.۴۰٪	۴۱.۱۱٪	۲۲.۲۶٪	۳۰.۱۷٪	۲۴۵.۰۲٪	-۱۵.۵۲٪	۶.۴۰٪	۵۴.۹۸٪
کانسی و سرامیک	۹۵.۵۸٪	۱۵.۸۴٪	۴۴.۷۷٪	-۲۲.۳۶٪	۲۸۸.۴۵٪	-۴۸.۵۷٪	-۱۶.۴۳٪	۴۹.۶۷٪
محصولات غذایی	۲۵.۳۸٪	۳۵.۵۷٪	۶.۱۱٪	۱۱۴.۱۸٪	۱۵۱.۸۹٪	۷.۹۳٪	۷.۰۸٪	۴۷.۴۷٪
لاستیک و پلاستیک	۱۱۷.۹۹٪	۵۱.۰۴٪	-۱۱.۱۴٪	۹۷.۲۶٪	۹۷.۶۰٪	-۹.۵۳٪	-۲۸.۱۱٪	۴۵.۵۱٪
رایانه	۶۳.۴۷٪	۱۲۵.۲۴٪	۱۵.۸۱٪	-۲۶.۳۷٪	۱۰۹.۰۴٪	-۳۱.۴۶٪	۵.۰۶۸٪	۴۳.۷۹٪
محصولات شیمیایی	۲۷.۷۲٪	۴۲.۴۸٪	۵۵.۶۲٪	۹۴.۹۰٪	۱۰۱.۳۴٪	۳۰.۰۰٪	۶.۶۱٪	۴۲.۶۷٪
محصولات دارویی	۳۶.۷۵٪	۶۱.۴۰٪	-۸.۵۶٪	-۱۹.۵۸٪	۲۰.۳۹۶٪	-۱۴.۵۱٪	۳۶.۲۵٪	۴۲.۲۵٪
خودرو	۲۷.۲۴٪	۴۲.۴۸٪	-۲۰.۸۷٪	-۴۵.۱۶٪	۱۸۶.۵۱٪	۱۵.۹۵٪	۴۱.۷٪	۳۵.۴۱٪
فراورده های نفتی	-۵.۵۰٪	-۹.۶۵٪	۲۲.۳۳٪	۱۰۵.۰۸٪	۱۵۹.۰۴٪	-۴۳.۶۳٪	۲.۲۶٪	۲۳.۸۵٪
حمل و نقل	۱۵.۵۸٪	-۴.۱۸٪	۱۴.۷۰٪	-۱۶.۳۷٪	۳۵.۹۱٪	-۱۸.۶۳٪	۲۹.۵۳٪	۲۲.۳۸٪
سرمایه گذاری	۳۶.۴۰٪	۳۸.۴۰٪	-۱.۴۸٪	-۶.۱۱٪	۹۹.۸۳٪	-۲۶.۵۲٪	۴.۱۷٪	۲۰.۶۷٪
واسطه گری های مالی-لیزینگ	۷۸.۷۲٪	۳۰.۰۶٪	-۲۲.۹۱٪	-۲۱.۳۷٪	۴۸.۸۳٪	۵۷.۰۸٪	-۱۰.۴۹٪	۱۹.۹۹٪
بانک ها و موسسات اعتباری	۵۷.۰۶٪	۴۷.۶۹٪	-۱۶.۷۹٪	-۲۸.۱۹٪	۸۹.۵۴٪	۲۰.۳۸٪	-۶.۰۸٪	۱۷.۵۵٪
سیمان، آهک و سنج	-۱۸.۸۷٪	-۱۲.۸۷٪	۴.۵۰٪	۲۲.۳۷٪	۱۵۳.۱۰٪	۳۶.۵۵٪	-۲۹.۷۰٪	۱۳.۱۲٪
تجارت سازی املاک و مستغلات	-۱۹.۷۹٪	-۱۷.۶۶٪	۵۴.۷۸٪	-۳۲.۰۰٪	۸۲.۷۸٪	۳.۸۸٪	-۱۱.۳۶٪	۱۰.۱۰٪
بیمه	-	۲۲.۱۵٪	-۴۲.۶۳٪	-۲۰.۶۸٪	۷۶.۱۱٪	۱۰.۰۱٪	-۷.۴۳٪	۱۰.۷٪
میانگین	۴۰.۱۴٪	۳۱.۳۰٪	۶.۰۹٪	۱۳.۴۸٪	۱۳۹.۳۱٪	-۱۴.۱۴٪	۴.۷۰٪	۳۱.۵۴٪

جدول (۱۲): لیست آمارهای توصیفی شاخص بازده مازاد سهامدار برای صنایع مختلف در بازه زمانی هفت ساله (۸۸ تا ۹۴)

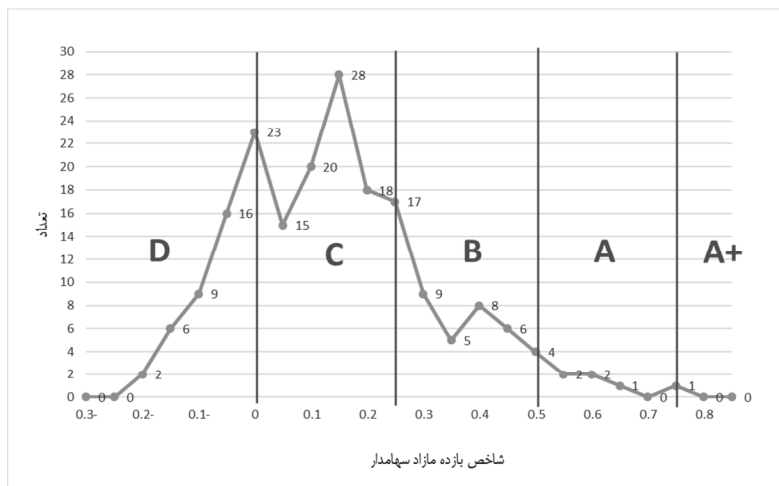
صنایع	میانگین شاخص	استاندارد	میانگین	انحراف معیار	وزن	کشیدگی	چولایی	بازه تغییرات	کمینه	پیشینه	مجموع	تعداد	بزرگترین	کوچکترین	اطمینان
کانی غیر فلزی	۲۶۳٪	۰۰۰۸	۲۳۳٪	۲۹۰۵٪	۰۰۰۸	-۰۰۸۲	-۰۰۱۳	۰۰۹۴	-۰۰۲۱	۰۰۲۳	۲۹۳	۱۱	۰۰۲۳	-۰۰۲۱	۰۰۲۰
رایانه	۲۳۹٪	۰۰۱۶	۲۵۱٪	۲۸۰٪	۰۰۰۸	-	-۰۰۲۰	۰۰۵۵	-۰۰۰۴	۰۰۵۱	۰۰۲۳	۳	۰۰۵۱	-۰۰۰۴	۰۰۶۹
لاستیک و لاستیک	۲۳۹٪	۰۰۰۷	۲۴۰٪	۱۸۱٪	۰۰۰۲	۱۲۲	-۰۰۲۵	۰۰۵۵	-۰۰۰۶	۰۰۴۹	۱۲۸	۶	۰۰۴۹	-۰۰۰۶	۰۰۱۹
محصولات شیمیایی	۲۳۵٪	۰۰۰۴	۱۶۵٪	۱۸۶٪	۰۰۰۳	-۰۰۳۷	۰۰۷۱	۰۰۶۷	-۰۰۰۴	۰۰۶۳	۴۹۶	۲۳	۰۰۶۳	-۰۰۰۴	۰۰۰۸
محصولات دارویی	۲۱۲٪	۰۰۰۳	۲۱۳٪	۱۶۳٪	۰۰۰۳	-۰۰۶۳	-۰۰۰۲	۰۰۶۵	-۰۰۱۱	۰۰۵۳	۵۳۱	۲۵	۰۰۵۳	-۰۰۱۱	۰۰۰۷
محصولات غذایی	۱۸۹٪	۰۰۰۳	۱۶۷٪	۱۵۵٪	۰۰۰۲	-۰۰۷۲	۰۰۰۴	۰۰۵۴	-۰۰۱۱	۰۰۴۳	۲۲۳	۱۷	۰۰۴۳	-۰۰۱۱	۰۰۰۸
بانک‌ها و اعتباری	۱۲۷٪	۰۰۰۳	۱۲۰٪	۶۵٪	۰۰۰۰	۱۵۸	۰۰۶۸	۰۰۱۶	۰۰۰۶	۰۰۲۱	۰۵۱	۴	۰۰۲۱	۰۰۰۶	۰۰۱۰
سرمایه‌گذاری	۱۰۵٪	۰۰۰۳	۹۳٪	۱۲۳٪	۰۰۰۲	-۰۰۵۰	-۰۰۱۳	۰۰۳۵	-۰۰۱۰	۰۰۲۵	۱۳۷	۱۳	۰۰۲۵	-۰۰۱۰	۰۰۰۸
کاشی و سرامیک	۹۰٪	۰۰۰۴	۱۲۹٪	۱۳۸٪	۰۰۰۲	-۰۰۶۳	-۰۰۲۷	۰۰۳۸	-۰۰۱۰	۰۰۲۸	۰۹۰	۱۰	۰۰۲۸	-۰۰۱۰	۰۰۱۰
حمل و نقل	۷۵٪	۰۰۰۹	۹۱٪	۱۸۳٪	۰۰۰۳	۰۰۹۶	-۰۰۳۹	۰۰۴۴	-۰۰۱۶	۰۰۲۸	۰۳۰	۴	۰۰۲۸	-۰۰۱۶	۰۰۲۹
خودرو	۷۳٪	۰۰۰۲	۱۱۲٪	۱۱۱٪	۰۰۰۱	-۰۰۴۱	-۰۰۰۶	۰۰۴۳	-۰۰۱۸	۰۰۳۴	۲۲۵	۲۱	۰۰۳۴	-۰۰۱۸	۰۰۰۴
فرآورده‌های نفتی	۶۰٪	۰۰۰۴	۸۳٪	۸۳٪	۰۰۰۱	-۰۰۲۳	-۰۰۷۶	۰۰۱۸	-۰۰۰۴	۰۰۱۴	۰۲۷	۴	۰۰۱۴	-۰۰۰۴	۰۰۱۳
واسطه‌گری مالی	۳۷٪	۰۰۰۳	۲۶٪	۶۹٪	۰۰۰۰	-۰۰۳۱	۰۰۴۷	۰۰۱۵	-۰۰۰۲	۰۰۱۲	۰۱۵	۴	۰۰۱۲	-۰۰۰۲	۰۰۱۱
انبوه‌سازی املاک	۲۶٪	۰۰۰۳	۴۸٪	۱۳۰٪	۰۰۰۲	۲۳۸	۱۳۶	۰۰۴۹	-۰۰۱۹	۰۰۳۰	-۰۰۳۹	۱۱	۰۰۲۰	-۰۰۱۹	۰۰۰۹
سیمان، آهک و گچ	۳۷٪	۰۰۰۹	۳۹٪	۹۴٪	۰۰۰۱	-۰۰۵۳	۰۰۳۲	۰۰۳۸	-۰۰۲۳	۰۰۱۶	-۰۰۰۶	۷۸	۰۰۱۶	-۰۰۲۳	۰۰۰۴
بیمه												۰			
کل شرکت‌ها	۱۱۸٪	۰۰۰۱۳	۱۱۳٪	۱۲۹٪	۰۰۰۳	۰۰۳۰	۰۰۶۳	۰۰۹۵	-۰۰۲۳	۰۰۲۳	۲۲۹۳	۱۹۳	۰۰۲۳	-۰۰۲۳	۰۰۰۳

جدول (۱۳): لیست آمارهای توصیفی شاخص بازده مازاد سهامدار برای صنایع مختلف در بازه زمانی سه ساله (۹۱ تا ۹۴)

صنایع	میانگین شاخص	خطای استاندارد	میانگین	انحراف معیار	وزن	کشی	جو	بازه تغییرات	کمینه	پیشینه	مجموع	تعداد	بزرگترین	کوچکترین	سطح اطمینان
خودرو	50.96%	0.073	45.31%	41.54%	0.17	6.54	1.67	2.43	-0.31	2.11	16.31	32.00	2.11	-0.31	0.15
محصولات دارویی	45.15%	0.051	47.42%	25.98%	0.07	-0.14	-0.26	1.00	-0.09	0.91	11.74	26.00	0.91	-0.09	0.10
حمل و نقل	31.62%	0.104	25.58%	25.50%	0.07	2.77	1.62	0.68	0.11	0.79	1.90	6.00	0.79	0.11	0.27
کانی غیر فلزی	31.22%	0.089	37.29%	30.77%	0.09	-0.73	-0.44	0.98	-0.25	0.73	3.75	12.00	0.73	-0.25	0.20
واسطه گری مالی	26.88%	0.161	24.10%	32.12%	0.10	-4.86	0.17	0.64	-0.02	0.62	1.08	4.00	0.62	-0.02	0.51
رئانه	21.04%	0.075	24.44%	19.86%	0.04	-0.33	0.05	0.60	-0.09	0.51	1.47	7.00	0.51	-0.09	0.18
محصولات غذایی	20.42%	0.059	19.08%	25.54%	0.07	-0.23	0.09	0.94	-0.29	0.65	3.88	19.00	0.65	-0.29	0.12
انبوه سازی املاک	14.27%	0.127	6.65%	42.23%	0.18	3.49	1.64	1.52	-0.33	1.19	1.57	11.00	1.19	-0.33	0.28
سرمایه گذاری	11.78%	0.041	11.43%	16.74%	0.03	-0.47	-0.53	0.57	-0.22	0.34	2.00	17.00	0.34	-0.22	0.09
بیمه	10.48%	0.065	17.36%	19.44%	0.04	2.46	-1.39	0.63	-0.32	0.31	0.94	9.00	0.31	-0.32	0.15
بانک‌ها و اعتباری	10.40%	0.041	12.59%	14.27%	0.02	-0.65	-0.65	0.45	-0.16	0.28	1.25	12.00	0.28	-0.16	0.09
کاشی و سرامیک	9.13%	0.080	6.80%	25.44%	0.06	3.60	1.60	0.89	-0.18	0.70	0.91	10.00	0.70	-0.18	0.18
محصولات شیمیایی	5.63%	0.063	4.23%	32.99%	0.11	1.83	1.17	1.43	-0.38	1.05	1.52	27.00	1.05	-0.38	0.13
سیمان، آهک و گچ	1.73%	0.037	0.97%	20.11%	0.04	2.15	0.96	0.99	-0.34	0.64	0.52	30.00	0.64	-0.34	0.08
لاستیک و پلاستیک	0.29%	0.074	-6.68%	18.07%	0.03	-0.54	0.83	0.48	-0.20	0.29	0.02	6.00	0.29	-0.20	0.19
فرآورده‌های نفتی	-2.03%	0.090	-12.67%	29.96%	0.09	-1.53	0.39	0.81	-0.40	0.41	-0.22	11.00	0.41	-0.40	0.20
کل شرکت‌ها	20.35%	0.021	17.36%	33.23%	0.110	3.933	1.147	2.513	-0.400	2.113	48.629	239	2.113	-0.400	0.042

جدول (۱۴): برخی از شرکت‌های با رتبه‌های مختلف

شرکت‌های رتبه A			
72.97%	شیشه همدان	57.17%	سرامیک‌های صنعتی اردکان
63.16%	صنایع شیمیایی ایران	53.48%	تهران شیمی
57.23%	گلناش	50.99%	خدمات انفورماتیک
شرکت‌های رتبه B			
49.25%	ایران یاساتایرورابر	38.72%	شیر پاستوریزه پگاه اصفهان
44.77%	صنایع شیمیایی فارس	35.17%	پتروشیمی شیراز
41.22%	البرز دارو	28.16%	حمل و نقل توکا
شرکت‌های رتبه C			
23.90%	سرمایه‌گذاری سایپا	11.37%	بانک اقتصاد نوین
20.32%	پتروشیمی شازند	5.67%	کشتیرانی ج.ا. ایران
16.67%	لابراتوار داروسازی دکتر عبیدی	1.75%	لبنیات کالبر
شرکت‌های رتبه D			
-2.41%	لیزینگ ایران	-10.55%	سایپا دیزل
-3.88%	پالایش نفت اصفهان	-16.19%	تایدواتر خاورمیانه
-7.65%	سرمایه‌گذاری مسکن	-21.81%	سیمان شمال



شکل (۵): نمودار فراوانی بازده مزاد سهامدار شرکت‌ها و رتبه‌بندی آن‌ها

Quantitive evaluation and ranking of all Iranian companies based on CSV criteria

Mohammad Saeed, Aghajani

Arash Khalili Nasr

Ali Nabizadeh

Abstract

To understand why CSV often goes away and how important strategic thinking is to it, a manager must understand the relationship between competitive advantage, value creation, and business strategy. Every manager knows something about those things individually. Competitive advantage means outperforming competitors along dimensions like cost, technological capability, and acquisition of raw materials or providing superior value to customers. Value creation is the increase in shareholder value, which requires that the company earn more than its cost of capital. But not every manager understands how competitive advantage and shareholder value interact. A sound strategy generates both: for a strategy to win in the marketplace, it must create sustainable advantage; only when a strategy wins in the marketplace can it generate sustained shareholder value. In this paper, based on shareholder return for the period of 2012 to 2015 all Iranian companies, listed in Tehran Stock Exchange were ranked. Results showed that 136 companies have created value for shareholders; conversely, 43 companies have destroyed it. In the period studied, Shisheh Hamedan Co. was the leading shareholder value creator and, on the other end of the spectrum, Siman-e Shomal Co. was the top shareholder value destroyer.

Keywords: Shareholder Value Creation, Sustainable Competitive Advantage, Strategic management