**مبانی نظری وپیشینه تحقیق خصوصي سازي و** **ارزش افزوده اقتصادي**

**فصل دوم: مروري بر ادبيات تحقيق**

[1-2- مقدمه: 11](#_Toc252209175)

[2-2بخش اول ) خصوصي سازي 11](#_Toc252209176)

[1-2-2 تعريف خصوصي سازي 11](#_Toc252209177)

[3-2 اهداف خصوصي سازي 12](#_Toc252209178)

[4- 2روشهاي واگذاري فعاليتهاي اقتصادي به بخش خصوصي 13](#_Toc252209179)

[1-4-2 روش اول : عرضه سهام واحد مشمول واگذاري به عموم مردم 14](#_Toc252209180)

[2-4-2 روش دوم : عرضه سهام واحد مشمول واگذاري به گروه هاي خاص 14](#_Toc252209181)

[3-4-2 روش سوم : فروش دارائيهاي واحد دولتي 15](#_Toc252209182)

[4-4-2روش چهارم : تفكيك واحد مشمول واگذاري به واحدهاي كوچكتر 15](#_Toc252209183)

[5-4-2روش پنجم : جلب مشاركت بخش خصوصي در سرمايه گذاري جديد مورد نياز واحدهاي دولتي... 15](#_Toc252209184)

[6-4-2 روش ششم : فروش واحد دولتي به مديران يا كاركنان واحد 16](#_Toc252209185)

[5-2 تجربه خصوصي سازي در جهان 17](#_Toc252209187)

[6-2خصوصي سازي در ايران 19](#_Toc252209188)

[7-2 تاثير خصوصي سازي بر بازدهي 22](#_Toc252209190)

[8-2 مشكلات خصوصي سازي 22](#_Toc252209191)

[9-2بخش دوم ) ارزش افزوده اقتصادي 23](#_Toc252209192)

[1-9-2شاخص هاي سنجش عملكرد 23](#_Toc252209193)

[10-2معيارهاي مالي سنتي 25](#_Toc252209194)

[1-10-2 بازده سرمايه گذاري ها (ROI) 26](#_Toc252209195)

[2-10-2سود باقي مانده (RI) 26](#_Toc252209196)

[3-10-2بازده فروش (ROS) 27](#_Toc252209197)

[4-10-2 سود هر سهم (EPS) 27](#_Toc252209198)

[5-10-2نسبت قيمت به سود هر سهم (P/E) 27](#_Toc252209199)

[11-2 دلايل مطرح شدن EVA 28](#_Toc252209200)

[12-2ارزش افزوده اقتصادي EVA 29](#_Toc252209201)

[13-2سود خالص عملياتي پس از كسر ماليات ( NOPAT ) 34](#_Toc252209202)

[14-2 نرخ بازده سرمايه 35](#_Toc252209203)

[1-14-2محاسبة نرخ بازدة سرمایه براساس رویکرد عملیاتی 35](#_Toc252209204)

[2-14-2محاسبه نرخ بازدة سرمایه براساس رویکرد تامین مالی 39](#_Toc252209205)

[15-2 استاندارد سازي EVA 40](#_Toc252209206)

[16-2 اهمیت و كاربرد EVA 41](#_Toc252209207)

[17-2 نرخ هزينه سرمايه ( C ) 43](#_Toc252209208)

[18-2 مزاياي EVA 46](#_Toc252209209)

[19-2 معايب EVA 48](#_Toc252209210)

[20-2 نتيجه گيري 48](#_Toc252209211)

[21-2سابقه تحقيق 48](#_Toc252209212)

[1-21-2 تحقيقات جهاني 48](#_Toc252209213)

[2-21-2 تحقيقات در ايران 50](#_Toc252209214)

# مقدمه:

در اين فصل ابتدا به تعاريف و اهداف خصوصي سازي و مسائل خصوصي سازي و در بخش دوم به معرفي ارزش افزوده اقتصادي و متغيرهاي آن پرداخته و در آخر به ارتباط اين دو متغير و نتيجه گيري ها و بررسي سوابق تحقيق مي پردازيم .

# 2-2بخش اول ) خصوصي سازي

**1-2-2 تعريف خصوصي سازي**

اصطلاح خصوصي سازي در فرهنگ لغت دانشگاهي وبستر بدين صورت آمده است كه " خصوصي سازي ، تغيير كنترل يا مالكيت از سيستم دولت به سيستم خصوصي است ". در تعريفي ديگر از پيكاپ داريم : خصوصي سازي جنبه مهمي از سياستهاي اقتصادي است و به عنوان فرآيند انتقال « مالكيت » بنگاههاي دولتي به بخش خصوصي تعريف مي شود.

كلمنتي نيز خصوصي سازي را وسيله اي براي بهبود عملكرد فعاليتهاي اقتصادي از طريق افزايش نقش نيروهاي بازار مي داند در صورتيكه حداقل 50% سهام دولت به بخش خصوصي واگذار گردد.

خصوصي سازي را مي توان در مفهومي گسترده تر از انتقال مالكيت ، انتقال مديريت يا واگذاري مالكيت بخش دولتي به بخش خصوصي تعريف كرد كه اين روش شامل قراردادهاي مديريتي و قراردادهاي اجاره مي شود (جان موز، 1992 )[[1]](#footnote-1).

در ايران نيز طبق قانون محاسبات عمومي شركت دولتي واحد سازماني مشخصي است كه با اجازه قانون به صورت شركت ايجاد شود و يا به حكم قانون يا دادگاه صالح ملي شده و به عنوان شركت دولتي شناخته شده باشد و بيش از 50% سرمايه آن متعلق به دولت باشد .

شركتهاي تجاري كه از طريق سرمايه گذاري شركتهاي دولتي ايجاد شوند تا جاييكه بيش از 50% سهام آنها متعلق به شركتهاي دولتي باشند ، شركت دولتي تلقي مي شوند.

با توجه به موارد فوق و مفاد قانون برنامه سوم توسعه اقتصادي ، اجتماعي و فرهنگي جمهوري اسلامي ايران ، جهت تنظيم راهكارهاي مناسب به منظور تسريع و تسهيل دستيابي به توسعه مشاركت عمومي در جهت " تحقق ارتقاي كارايي و افزايش بهره وري منابع مادي و انساني كشور و توسعه توانمندي هاي بخش هاي خصوصي و تعاوني " سهام شركتهاي قابل واگذاري بخش دولتي و شركتهايي كه فعاليت آنها در بخش غير دولتي غير ضروري است ، طبق مقررات اين قانون به بخشهاي خصوصي و تعاوني فروخته خواهد شد . به طور خلاصه خصوصي سازي در ايران به معني واگذاري سهام دولتي به طوريكه سهم دولت در اين شركتها به حداكثر 50% برسد ، مي باشد و سازمان خصوصي سازي طبق قانون برنامه سوم توسعه در سال 1379 تشكيل و متولي اجراي اين سياست قرار گرفت .

# 3-2 اهداف خصوصي سازي

خصوصي سازي مي تواند اهداف متعدد و گوناگوني مطابق با خصوصيات هر كشوري داشته باشد به معني آنكه براي هر كشوري جهت تحقق يكي از اهداف آن كشور مي تواند اجرا شود . ولي به طور كل مي توان به اهداف اقتصادي آن نظير جلوگيري از بكار گيري امكانات توليدي در بخش دولتي به منظور افزايش بازدهي يا توليد و تقويت بازار سرمايه در چارچوب نظام بازار آزاد و افزايش درآمدهاي ارزي و اهداف ديگر مثل مردمي كردن مالكيت صنعتي ، جلوگيري از تمركز سرمايه در يك قطب و زمينه سازي براي تحقق اقتصاد آزاد يا ليبرال (نليس، 1992 )[[2]](#footnote-2) ، اشاره كرد .

به طور كلي مي توانيم هدفهاي خصوصي سازي را به سه دسته تقسيم كنيم (ويكرويرو، 1998 )[[3]](#footnote-3) :

**1-اهدف اقتصادي ، شامل :**

* + - افزايش راندمان
    - توسعه بازار آقتصاد آزاد
    - تقويت بازار سرمايه
    - افزايش درآمدهاي ارزي

**2-اهداف مالي :**

* + - تامين درآمد براي پرداختهاي دولت

**3-اهداف اجتماعي :**

* + - مردمي كردن سرمايه يا تقسيم سرمايه بين مردم

در ايران طبق سياستهاي كلي اصل 44 قانون اساسي اين اهداف بدين صورت ذكر شده است كه ، به منظور :

* شتاب بخشيدن به رشد اقتصاد ملي .
* گسترش مالکیت در سطح عموم مردم به منظور تامین عدالت اجتماعی.
* ارتقای کارایی بنگاههای اقتصادی و بهره‌وری منابع مادی و انسانی و فناوری.
* افزایش رقابت‌پذیری در اقتصاد ملی.
* کاستن از بار مالی و مدیریتی دولت در تصدی فعالیتهای اقتصادی.
* افزایش سطح عمومی اشتغال.
* تشویق اقشار مردم به پس‌انداز و سرمایه‌گذاری و بهبود درآمد خانوارها.

سياست خصوصي سازي مقرر مي گردد .

# 4- 2روشهاي واگذاري فعاليتهاي اقتصادي به بخش خصوصي

رايج ترين روشهاي واگذاري فعاليتهاي اقتصادي به بخش خصوصي به شرح زير است ( ماندال ، 1994،ص78)[[4]](#footnote-4) .

* عرضه سهام واحد مشمول واگذاري به عموم مردم
* عرضه سهام واحد مشمول واگذاري به گروه هاي خاص
* فروش دارائيهاي واحد دولتي
* تفكيك واحد مشمول واگذاري به واحدهاي كوچكتر
* جلب مشاركت بخش خصوصي در سرمايه گذاري جديد مورد نياز واحدهاي دولتي
* فروش واحد دولتي به مديران يا كاركنان واحد

هر كدام از اين روشها اهداف خاصي را نشانه گيري مي كند و به نوبه خود مي تواند تاثير متفاوتي بر وضعيت اقتصاد باقي بگذارد لذا به بررسي بيشتر اين روشها مي پردازيم .

# 1-4-2 روش اول : عرضه سهام واحد مشمول واگذاري به عموم مردم

در اين روش سهام به طور آزاد و بدون شرط به عموم عرضه مي شود و روش كار آن بدين صورت است كه اگر واحد مشمول واگذاري به تغيير سازمان نياز داشته باشد تا به شكل واحد خصوصي درآيد ، بايد اين تغيير پيش از عرضه سهام به عموم صورت پذيرد . در غير اين صورت تنها بايد جريانات و تشريفات عادي عرضه سهام به عموم طي شود . قيمت ميتواند ثابت و از پيش اعلام شده يا متغير و از راه مزايده باشد و وجود بازار بورس سهام اوراق بهادار الزامي است .

كاربرد اين روش در مواردي توصيه مي شود كه شركت مشمول واگذاري از لحاظ بافت و ساخت از سلامت برخوردار باشد و بتواند روي توان سودآوري و درآمد زايي آن اعتماد كرد . هدف از به كارگيري اين روش اشاعه مالكيت در ابعاد بسيار گسترده است .

مكانيسم ارزيابي ارزش واحد و قيمت گذاري سهام بايد به طور دقيق مشخص شود و نيز بايد مكانيسم ويژه اي براي توزيع سهام عرضه شده به كار گرفته شود .

از مزيتهاي اين روش آشكار و قابل رديابي بودن روش ، عموميت يافتن مالكيت وسهامداري و گسترش امكانات عرضه منابع پس اندازي براي نيازهاي سرمايه اي اقتصاد است .

شرايطي براي واگذاري به عموم وجود دارد كه بدين صورت است كه :

* بزرگ بودن واحد مشمول واگذاري و سابقه اي مبني بر توان كسب سود و درآمدزايي
* وجود مجموعه مديريتي و اطلاعاتي لازم براي تجهيز واحد جهت ورود به بازار خصوصي و اطلاع رساني به متقاضيان احتمالي خريد سهام
* وجود نقدينگي لازم در بازار عرضه كننده سهام جهت جذب سهام
* وجود بازار فعال و مكانيسم مشخص با حمايت قانون جهت بررسي امور

عدم وجود نهادهاي مالي جا افتاده و سازمانهاي واسطه مالي و موسسات ارزيابي از مطلوبيت اين روش در كشورهاي در حال توسعه مي كاهد .

# 2-4-2 روش دوم : عرضه سهام واحد مشمول واگذاري به گروه هاي خاص

در اين روش تمام يا قسمتي از سهام دولتي به يك يا چند شخص حقيقي يا حقوقي عرضه مي شود . براي اين كار مذاكرات دو جانبه يا مزايده مي تواند انجام شود . قيمت مي تواند ثابت و از پيش تعيين شده و يا متغير و از راه مزايده باشد و پرداختها نيز به صورت يكجا يا قطعي باشد .

موارد استفاده از اين روش زماني است كه بازار سرمايه و اوراق بهادار وجود نداشته باشد و يا در مورد سازمانهايي كه ساخت مالي ضعيف دارند و يا از نظر اندازه قابل عرضه به عموم نباشند به كار مي رود .

اين نوع عرضه موجب فراهم آوردن زمينه براي ايجاد طبقه كارآفرين خلاق است ولي ممكن است معامله در معرض انواع روابط و رانت خواري هاي ناخواسته قرار گيرد .

# 3-4-2 روش سوم : فروش دارائيهاي واحد دولتي

در مواردي كه دولت به شدت به منابع مالي نيازمند است و يا فروش سهام واحد مشمول واگذاري ممكن نباشد از واگذاري به شكل فروش دارايي هاي واحد دولتي به بخش خصوصي استفاده مي شود و فروش دارايي ها زماني صورت مي گيرد كه شركت مشمول واگذاري اميدي براي استقلال اقتصادي و يا توانايي سودآوري با وضعيت موجود ، نداشته باشد .

روش كار بدين صورت است كه دارايي توسط دولت مورد فروش مستقيم قرار مي گيرد و يا برخي از دارايي ها بدست شركت مشمول واگذاري فروش رفته و در نتيجه فروش كامل دارايي ها انحلال شركت اعلام مي شود كه البته در بيشتر موارد اين فروشها به صورت مزايده است .

# 4-4-2روش چهارم : تفكيك واحد مشمول واگذاري به واحدهاي كوچكتر

در مواردي كه واحد دولتي به دلايل غير اقتصادي بيش از حد بزرگ شده باشد و يا هدف واگذاري بخشي از فعاليتهاي دولتي به بخش خصوصي باشد ، لازم است واحد مشمول واگذاري به يك مجموعه مادر و چندين واحد تابعه تفكيك شود ، سپس هر يك از شركتهاي تابعه به صورت جداگانه به بخش خصوصي واگذار گردد . اين روش در فعاليتهاي بزرگ انحصاري يا شبه انحصاري مثل آب و برق مي تواند به كار گرفته شود .

# 5-4-2روش پنجم : جلب مشاركت بخش خصوصي در سرمايه گذاري جديد مورد نياز واحدهاي دولتي

در مواقعي كه دولت نياز زيادي به منابع مالي ندارد ولي بخواهد بار اقتصادي اش را در حد امكان سبك نمايد از اين روش استفاده مي شود . مثلا در مواردي كه مالكيت شركت از راه مصادره به دولت رسيده باشد ، بار سياسي كاهش سرمايه به مراتب كمتر خواهد بود.

در واقع با انتشار سهام جديد به صورت عمومي يا خصوصي كه قابل فروش به بخش خصوصي است و به منظور ايجاد واحدهاي مختلف كه در آن سهم بخش دولتي سير نزولي و در مجموع سهم مالكيت خصوصي در اقتصاد رو به افزايش باشد ، واگذاري صورت مي گيرد و دولت با اين كار از مبتلا شدن به درگيريهاي سياسي براي از دست دادن مالكيت در بخش دولتي مي گريزد .

# 6-4-2 روش ششم : فروش واحد دولتي به مديران يا كاركنان واحد

در اين روش مديران يا كاركنان شركت مشمول واگذاري درصدي از سهام آن شركت را خريداري مي كنند و كنترل شركت را در دست مي گيرند و در واقع با تقويت انگيزه مالكيت بر كارايي واحد مشمول واگذاري مي افزايد و حتي ممكن است فروش به صورت اقساطي نيز به مديران يا كاركنان صورت گيرد كه در حالت فروش اقساطي دولت منابع لازم را براي واگذاري از راه وام گيري از موسسات مالي تامين مي كند .

در پايان مقايسه اي بين سه روش واگذاري به بخش خصوصي ، عرضه سهام به عموم ، عرضه خصوصي سهام و فروش به مديران و كاركنان در كشورهاي مختلف در فاصله سالهاي 1980 تا 1987 صورت گرفته است كه نشان مي دهد كه مجموع فروش به مديران يا كاركنان كمتر از دو نوع ديگر واگذاري صورت گرفته است ( جدول شماره 1 ) .

# جدول 1-2 : مقايسه سه روش واگذاري به بخش خصوصي در فاصله 1980 تا 1987

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **شرح** | **عرضه عمومي سهام** | **عرضه خصوصي سهام** | **فروش به مديران و كاركنان** |
| **آفريقا** | 4 | 73 | 6 |
| **آسيا و اقيانوسيه** | 29 | 24 | 0 |
| **اروپا** | 60 | 61 | 14 |
| **آمریكاي شمالي و جنوبي** | 24 | 101 | 1 |
| **جمع** | 117 | 259 | 21 |

از عوامل كم بودن شيوه واگذاري به شكل فروش به مديران و كاركنان به خصوص در كشورهاي در حال توسعه مي توان به كمبود تخصص مديريت به منظور خريداري واحد دولتي يا كمبود امكانات مالي كاركنان حتي براي خريد اقساطي و يا نبود بازارهاي مالي كه بتواند منابع مالي مورد نياز را براي اين نوع واگذاري ها تامين كنند اشاره كرد .

# 5-2 تجربه خصوصي سازي در جهان

خصوصي سازي نه فرآيندي ساده است و نه به يك صورت متحدالشكل اجرا مي شود . چگونگي شروع آن متفاوت است و كشورها اهداف مختلفي را از اجراي آن دنبال مي كنند و براي نيل به اهداف مورد نظر خود به راهبردها و طرح هاي متفاوت نيازمند هستند .در دو دهه قبل ، خصوصي سازي از مهم ترين عناصر اصلي برنامه اصلاح ساختاري كشورهاي در حال توسعه و توسعه يافته بوده است .

كشورهاي در حال توسعه در دهه 1980 با بحران هاي مالي مواجه شدند .اين بحران ها موانع قابل توجهي در ظرفيت دولتها براي سرمايه گذاري در بنگاه هاي دولتي پديد آوردند . اين امر در سطح اقتصاد كلان پيامدهاي منفي به بار آورد كه به نوبه خود ، هم در بخش دولتي و هم در بخش خصوصي براي شركتها تبعات بدي داشت . در بسياري موارد ، اصلاحات جز لا ينفك برنامه هاي تعديل ساختاري بود كه بر خصوصي سازي شتابان تاكيد داشتند ، نه لزوماً نوعي خصوصي سازي كه كارايي و ارزش خالص را افزايش دهد . با توجه به اين سلسله اوضاع ، ملاحظات مربوط به كارايي براي بسياري از دولتها آن قدر اهميت نداشت كه ضرورت غلبه بر موانع منابع داشت .

پژوهش هاي تجربي اخير درباره تاثير خصوصي سازي بر عملكردپولي و عملياتي ، نيروي كار ، ترازهاي مالي و ارزش ويژه توزيعي ، به ميزان بسيار زيادي مويد اين نظر است كه خصوصي سازي مي تواند براي شركتهايي مفيد باشد كه در ساختار بازار رقابتي در كشورهاي ميانه درآمد فعاليت مي كنند .

از طرفي دو مجموعه مهم تر از شرايط موفقيت خصوصي سازي عبارتند از شرايط كشور و شرايط بازار كار . شرايطي كه در كشور به خصوصي سازي موفق كمك مي كند مشتمل است بر رژيم حاكم بر تجارت ، محيط پايدار و پيش بيني پذير براي سرمايه گذاري و ظرفيت توسعه يافته نهادي و مقرراتي . شرايط بازار نيز نقش مهمي در خصوصي سازي موفق دارد و خصوصي سازي بنگاههايي كه محصولات قابل تجارت توليد مي كنند يا در بازارهاي رقابتي يا بالقوه رقابتي فعاليت مي كنند به كارائي بهتر ختم مي شود ، به شرط اين كه خصوصي سازي را بتوان به صورت شفاف پيش برد .

خصوصي سازي بايد به ميزان زيادي به هزينه ها و فايده هاي آن بستگي داشته باشد و اين ها نيز خود بستگي دارند به اين كه چگونه انواعي از اصلاحات در پي هم مي آيند و اصلاحات با چه سرعتي اعمال مي شود . بحرانهاي اقتصادي ممكن است زمينه اي براي خصوصي سازي سريع به شمار آيد ، كه بسياري از نويسندگان هم اين را مطرح كرده اند ، اما خصوصي سازي در چنين شرايطي لزوما به نتايج اقتصادي مطلوب نخواهد انجاميد .

در واقع براي كشورهاي كم درآمد يك پيش شرط خصوصي سازي موفق همانا ايجاد محيط تواناساز است كه در آن بخش خصوصي بتواند به طرز اثربخشي عمل كند كه شرايط رسيدن به اين محيط تواناساز مي تواند وجود اصلاحات اقتصاد كلان ، بهبود چارچوب هاي تنظيم مقررات ، تقويت سيستم پولي ، كاهش موانع رقابت ، مقررات زدايي از بازارهاي محصول و عامل و بهبود روش هاي كشورداري ، باشد . و اگر كشورها هنوز در مرحله اي نباشد كه آغاز برنامه خصوصي سازي از لحاظ سياسي يا اقتصادي امكانپذير باشد ، در اين صورت خصوصي سازي مديريت ، اجاره دارايي ها، اعطاي معافيت ها و قراردادهاي مديريتي مي تواند به منافع اقتصادي مهمي بيانجامد بي آنكه اجباري به تغيير مالكيت باشد .

در كل خصوصي سازي در جهان را مي توان به سه دسته تقسيم كرد :

* خصوصي سازي در كشورهاي پيشرفته
* خصوصي سازي در كشورهايي با اقتصاد متمركز
* خصوصي سازي در كشورهاي جهان سوم

كه در اين بخش توضيحاتي مختصر درباره اجراي خصوصي سازي در اين دسته كشورها داده مي شود .

خصوصي سازي در كشورهاي پيشرفته مانند بريتانيا در دهه 1980 موج جديدي را آغاز كرد و بار مالي و اشتغال اداري مهمي را از دوش دولت برداشت و درآمد ها و منابع مالي زيادي نصيب حكومت تاچر شد ( ويلتشير، 1998 ،ص24)[[5]](#footnote-5).

تجربه اي ديگر از خصوصي سازي در كشورهاي پيشرفته ، كشور ژاپن مي باشد كه در آغاز انقلاب ميجي ،1868 دولت اقدامات وسيعي را در تقويت ظرفيتهاي توليدي جامعه صورت داد و منجر به موج عظيم سرمايه گذاري بخش خصوصي شد كه دولت در بسياري موارد نقش ارشاد و هدايت را بازي مي كرد .

در اوخر دهه 1880 دولت شروع به واگذاري شركتهاي دولتي كرد كه با اعمال مديريت سازمان يافته و قدرتمند خصوصي توانستند بيشترين سود را در تاريخ تجاري خود تحصيل نمايند .

خصوصي سازي در كشورهايي با اقتصاد متمركز ، آغازي براي فعاليت بازار و حاكميت مكانيزم قيمتها است . بنابراين ، تغيير و دگرگوني ساختارها در تمامي بخشها و ايجاد زمينه هاي ارزشي قانوني و نهادي براي بوجود آوردن فضايي مناسب براي توسعه و رشد بنگاههاي خصوصي لازم است.

تمركز فعاليتهاي اقتصادي در دست دولت مشكلات بزرگي را تا حد بحران و فروپاشي نظام سياسي براي اين كشورها بوجود آورده است . سهم دولت در محصول توليد شده در كشورهاي چكسلواكي (1986 ) آلمان شرقي (1982) روسيه (1985 ) لهستان ( 1985 ) مجارستان (1984 ) به ترتيب 97 ، 5/96 ، 96 ، 81 ، 5/62 درصد بوده است .

خصوصي سازي در كشورهاي جهان سوم اغلب متاثر از فشارهاي مستقيم و غير مستقيم سازمانهاي بين المللي از جمله بانك جهاني و صندوق بين المللي پول مي باشد . اين نهادهاي بين المللي اعطاي اعتبارات و وامهاي بين المللي را منوط به اصلاحات و تعديل اقتصادي در چارچوب خصوصي سازي مي نمايند .

البته تنها فشار سازمانهاي بين المللي علت اين امر نيست بلكه انگيزه هاي ديگري مثل افزايش سرمايه گذاري هاي نهادهاي خصوصي و شركتهاي بزرگ فرامليتي در اين كشورها و برنامه ريزي هاي متمركز اقتصادي بوجود آمده پس از جنگ جهاني دوم ، موجب قبول شرايط تعديل اقتصادي مي باشد (ماندال ، 1944 )[[6]](#footnote-6).

البته موفقيت خصوصي سازي در كشورهاي جهان سوم در گرو مجموعه اي از اصلاحات قانوني و آماده سازي جو و فضاي مناسب رشد سرمايه داري مي باشد .

# 6-2خصوصي سازي در ايران

واگذاري سهام دولت به عموم مردم نخستين بار در سال 1353 مطرح شد . دولت وقت با وجودي كه از مازاد درآمدهاي نفتي بهترين بهره برداري را كرده بود ، با هدف واگذاري سهام به عموم مردم ، كاركنان و كشاورزان ، سازماني را بنا نهاد كه بعدها در برنامه سوم توسعه همان وظيفه را به نحو ديگري و نام ديگري بر عهده گرفت .

« سازمان مالي گسترش مالكيت واحدهاي توليدي » در سال 1354 و با هدف سهيم كردن كارگران و كشاورزان در مالكيت واحدهاي توليدي تشكيل شد . اين سازمان در طول سالهاي بعد تا وقوع انقلاب حداقل نيمي از روستائيان و بخش عمده اي از كارگران كشور را سهام دار كرد . وقوع انقلاب و متعاقب آن جنگ 8 ساله و البته اقدامات دولت در ملي كردن صنايع موجب شد اهداف خصوصي سازي وحتي واگذاري سهام به كاركنان خود دولت ، متوقف شد . در اين مدت تعداد شركتهاي دولتي هر روز رو به افزايش بود و كشور نيز مجبور يود براي نگهداري اين شركتها هزينه هاي گزافي را متحمل شود .

در اوايل سال 68 و درحالي كه اقتصاد دوران بعد از جنگ را تحمل مي كرد ، بحث خصوصي سازي مجددا مطرح شد و چند آيين نامه و طرح ولايحه در دستور كار مجلس و دولت قرار گرفت و با تصويب هيات وزيران و اعلام فهرست 400 شركت قابل واگذاري از سال 70 خصوصي سازي شكل قوي تري به خود گرفت .سازمان مديريت وقت نيز با ارائه پيشنهادي كه بعدها به تبصره 32 قانون برنامه اول توسعه معروف شد ، همچنين دو مصوبه هيئت وزيران در سالهاي 70 و 71 روند خصوصي سازي را سرعت بيشتري بخشيد .

نتيجه كار دولت در واگذاري شركتهاي دولتي در سال هاي 70 تا 73 فروش 5/1715 ميليارد ريال سهم بود كه به سه روش بورس ، مزايده و مذاكره واگذار شد. در سالهاي 74 تا 76 دولت موفق شد 7/1780 ميليارد ريال سهم به سه روش مذكور بفروشد و از سال 77 تا 79 نيز دولت حاضر شد به روش هاي بورس و مزايده از مالكيت خود در 3/4832 ميليارد ريال سهم يگذرد .

بدين ترتيب جمع كل سهام واگذار شده در طول سالهاي 70 تا 79 ، 7/8328 ميليارد ريال بود به طوري كه ميزان واگذاري ها از سال 70 تا 76 حدود 42 درصد و از سال 77 تا 79 حدود 58 درصد واگذاري ها را شامل شد .

تا قبل از قانون برنامه سوم توسعه ، واگذاري سهام شركتهاي دولتي به موجب قوانين و مقررات پراكنده اي صورت مي گرفت كه آخرين آنها تبصره 35 قوانين بودجه سنواتي كل كشور بود . در قانون برنامه سوم توسعه برنامه خصوصي سازي مشتمل بر ساماندهي شركتهاي دولتي و واگذاري سهام آنها در فصول دوم و سوم قانون ياد شده مورد تائيد قرار گرفت .

در اين قانون ، هيئت وزيران و هيات عالي واگذاري به عنوان نهادهاي سياست گذار در برنامه خصوصي سازي و سازمان خصوصي سازي و شركت مادر تخصصي به عنوان عوامل اجرايي آن تعريف شده اند .

پس از تصويب اساسنامه سازمان خصوصي سازي توسط هيئت وزيران اين سازمان با تغيير در وضعيت سازمان مالي گسترش مالكيت واحدهاي توليدي سابق تشكيل شد و با حكم وزير امور اقتصادي و دارائي ، مسئوليت دبيرخانه هيات عالي واگذاري را پذيرفت و مدير عامل سازمان به عنوان دبير هيئت عالي واگذاري تعيين شد (روزنامه دنياي اقتصاد ، 18/10/1381 )1.

در مجموع از ابتداي سال 1370 تا پايان سال 1387 جمعا 401.507 ميليارد ريال سهام شركتهاي دولتي به بخش خصوصي واگذار شده است كه 93.04 درصد آن در سالهاي 1385 تا 1387 بوده و مابقي در سالهاي 1370 تا 1384 صورت گرفته است .

# جدول شماره 2-2 : آمار واگذاري شركتهاي دولتي از سال 1370 تا 1387 ( 2-2 )

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| سال واگذاري | ارزش به تفكيك روش واگذاري( ميليارد ريال) | | | جمع ارزش واگذاري | درصد نسبت به كل |
| بخش خصوصي  (بورس،مزايده ،مذاكره) | سهام عدالت | رد ديون |
| **1370** | **266** | **-** | **-** | **266** | **0.07** |
| **1371** | **239** | **-** | **-** | **239** | **0.06** |
| **1372** | **288** | **-** | **-** | **288** | **0.07** |
| **1373** | **924** | **-** | **-** | **924** | **0.23** |
| **1374** | **516** | **-** | **-** | **516** | **0.13** |
| **1375** | **1091** | **-** | **-** | **1091** | **0.27** |
| **1376** | **173** | **-** | **-** | **173** | **0.04** |
| **1377** | **762** | **-** | **-** | **762** | **0.19** |
| **1378** | **2348** | **-** | **-** | **2348** | **0.58** |
| **1379** | **1722** | **-** | **-** | **1722** | **0.43** |
| **1380** | **201** | **-** | **-** | **201** | **0.05** |
| **1381** | **3118** | **-** | **-** | **3118** | **0.78** |
| **1382** | **9012** | **-** | **-** | **9012** | **2.24** |
| **1383** | **6496** | **-** | **-** | **6496** | **1.62** |
| **1384** | **764** | **0** | **-** | **764** | **0.19** |
| **1385** | **3655** | **21735** | **-** | **25390** | **6.32** |
| **1386** | **45100** | **160882** | **27627** | **233609** | **58.18** |
| **1387** | **39058** | **35000** | **40531** | **114589** | **28.54** |
| **جمح كل** | **115732** | **217617** | **68158** | **401507** | **100** |

در كل مي توان گفت كه دولت به علت عوامل زير سياست خصوصي سازي را در پيش گرفته است :

* افزايش كارايي و سود آوري از طربق كاهش هزينه هاي غير ضروري و افرايش كيفيت كالا و خدمات در بخش خصوصي
* تامين منابع مالي از طريق فروش سهام شركتهاي دولتي
* ايجاد انگيزه رقابت از طريق ايجاد مالكيت در بخش خصوصي
* رونق بازار سرمايه و تعميم مشاركت همگاني
* گسترش فرهنگ مشاركت و تجميع و تجهيز پس اندازها به سوي توليد
* ايجاد تعادل اقتصادي و ايجاد تعادل بين عرضه و تقاضاي كل

# 7-2 تاثير خصوصي سازي بر بازدهي

از آنجا كه خصوصي سازي مي تواند اهداف متنوعي را دنبال كند و افزايش كارايي و بازدهي يكي از اهداف اصلي و قابل لمس خصوصي سازي است و با توجه به اينكه از طريق ايجاد حس مالكيت و مشاركت بيشتر بخش خصوصي و عموم مردم در اقتصاد و تغيير مسير دادن منابع مالي از مصرف به سمت توليد و سرمايه گذاري كه توسط فرآيند خصوصي سازي صورت مي گيرد ، اين امر مي تواند باعث افزايش كارايي و بازدهي شود ، لذا در اين تحقيق به دنبال تاثيرات سياست خصوصي سازي در ايران بر يكي از شاخصهاي سنجش بازدهي تحت عنوان ارزش افزوده اقتصادي هستيم و مي خواهيم وصعيت شركتهاي واگذار شده را قبل و بعد از خصوصي سازي مورد آزمون قرار دهيم .

# 8-2 مشكلات خصوصي سازي

مطمئنا در مسير هر عمليات وفرآيندي برخي مسائل و مشكلات وجود دارد كه خصوصي سازي از اين امر مستثني نيست . يكي از اين مشكلات مي تواند ايجاد انحصارات مالكيت بخش خصوصي در برخي صنايع باشد كه موجب كاهش رفاه عمومي بشود .

يا ايجاد انگيزه كسب سود در بخش خصوصي در موسسات دولتي واگذار شده كه هدف اوليه آنها كسب سود نبوده است ، مي تواند موجب توجه كمتر به قدرت خريد مصرف كننده بشود و موجب نارضايتي عمومي بشود .

از ديگر مسائل موجود مي تواند كاهش انگيزه توليد كننده خصوصي در توليد برخي كالاهايي باشد كه سودآور نباشد و مي تواند موجب نارضايتي توليد كنندگان ديگر يا حتي كاركنان و كارگران آن بخش شود .

براي جلوگيري از بروز اين مشكلات راهكارهايي توصيه شده كه مثلا فعاليتهايي كه به طور طبيعي در آنها انحصار وجود دارد و يا فعاليتهايي كه بخش غير دولتي انگيزه اي براي ورود به آن ندارد را همچنان در بخش دولتي فعاليت كنند .

تاسيس سازمان خصوصي سازي نيز راه حلي براي رفع مشكلات اجرايي خصوصي سازي مانند زمانبندي اجرا ، چگونگي فروش سهام و ارزيابي دارايي هاي دولتي و تعيين ارزش روز آنها ، مي باشد .

مشكلات ديگري بر سر راه خصوصي سازي وجود دارندكه مي توان به مشكلات سياسي و مخالفت احزاب و گروههاي مختلف سياسي و يا مشكلات اجتماعي مانند واگذاري خدمات عمومي و احتمال نارضايتي مردم و يا مشكلات كمبود منابع مالي در بخش خصوصي و يا ايجاد اخلال منابع پولي در نظام گردش اقتصاد كشور، اشاره كرد (بهرامفر ، 1385،ص53)1.

# 9-2بخش دوم ) ارزش افزوده اقتصادي

با توجه به مطالب گفته شده در بخش قبل در رابطه با مفهوم خصوصي سازي و اهداف اين تحقيق مبني بر بررسي تاثير خصوصي سازي بر بازدهي از طريق معيار ارزش افزوده اقتصادي ، در اين بخش به تعريف و مفهوم ارزش افزوده اقتصادي و عناصر تشكيل دهنده آن مي پردازيم .

# 1-9-2شاخص هاي سنجش عملكرد

با توجه به تشکیل شرکت‌های سهامی بزرگ در قرن هجدهم میلادی و همچنین عدم وجود تخصص لازم، زمان لازم و نه حتی نیاز مالکان به اداره شرکت خود، اشخاصی به نام مدیران پا به عرصه اقتصاد گذاشتند. با این جدائی مالکیت از مدیریت و قرار گرفتن منابع عظیم شرکتهای سهامی و حتی غیرسهامی دراختیار مدیران باید معیارهائی برای سنجش مدیران شرکت‌ها و عملکرد آنها و نیز معیار معناداری برای پاداش‌دهی به آنها در نظر گرفته می‌شد، مانند درآمد کل، سود عملیاتی، سود کل و به صورت تکامل یافته نظام دو پونت، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار، Q تویین و ... (بورس نگر ، 1386 )1.

همچنين امروزه يكي از شرايط اصلي براي بقا در بازار رقابت جهاني رضايت مشتري است كه يكي از روشهايي كه مي تواند در اين باره به ما كمك كند اندازه گيري عملكرد مي باشد . اندازه گيري عملکرد هدف مهمي است که قضاوت و تصميم گيري را ممکن مي سازد و استفاده کارا از نتايج آن سبب بهبود کليه فرآيندهاي سازمان مي گردد.

دلايل زيادي براي اندازه گيري عملكرد وجود دارد (دلايل از سازماني به سازمان ديگرمتفاوت است ) که عبارتند از:

* شناسايي نمودن موفقيتها
* شناسايي نمودن که آيا آنها نيازهاي مصرف کننده را برآورده گرديده است. اندازه گيري سبب مي شود که سازمانها نسبت به خدمات و محصولات مورد نيازمصرف کننده بيشتر آگاهي يابند.
* اندازه گيري در تاييد آنچه که آنها نسبت به آن آگاهي دارند و همچنين پي بردن به آنچه که آنها نسبت به آن نا آگاه هستند کمک مي کند.
* شناسايي نمودن نقاطي که در آنجا مشکلات گلوگاهي ‏، مسايل بدون اهميت و وجود دارد و همچنين جاهاييکه بهبود در آنجا ضروري است.
* تصميمات قاطع براساس حقيقت و واقعيت است نه بر اساس تصور و خيال ، احساسات يا عقيده و يا دريافت ناگهاني و ...

نشان دادن آنچه که با بهبود برنامه ريزي بطور واقعي اتفاق مي افتد .

اگر چه اندازه گيري عملکرد مفيد است ، ولي آن سئولات زيادي از قبيل چرا ،چطور و چه وقت از آن استفاده مي شود را به دنبال خواهد آورد(کاپلان و نورتن،1997) [[7]](#footnote-7)2.

معیارهای سنجش عملکرد به دو بخش مالی و غیر مالی تقسيم بندي مي شوند كه عبارتند از :

**معیارهای مالی**

معیار مالی داخلی (سود عملیاتی)

معیار مالی خارجی (قیمت سهام)

**معیارهای غیر مالی**

معیار غیرمالی داخلی (زمان تحویل کالا)

معیار غیر مالی خارجی (رضایت مندی مشتریان)

شرکتها معیارهای مالی و غیر مالی را تحت گزارشی به نام معیار سنجش جامع عملکرد[[8]](#footnote-8) بیان می کنند.این گزارشات شامل موارد زیر است:

1. **معیارهای سودآوری:** سود عملیاتی و رشد درآمدی
2. **معیارهای رضایتمندی مشتریان :** سهم بازار ، پاسخگویی به مشتریان ، عملیات به موقع
3. **معیارهای کارایی ، کیفیت و زمان :** انحراف کارایی مواد مستقیم ، انحراف سربار جذب شده
4. **معیارهای نوآوری :** تعداد اختراعات ، تعداد کالاهای جدید

شاخص جامع سنجش عملكرد ( BSC ) كه تحت عنوان كارت امتيازي متوازن شناخته مي شود از جمله معيارهاي نوين سنجش عملكرد به شمار مي رود كه اين شاخص اولين بار توسط نورتون و كاپلان مطرح گرديد و از ويژگي اين شاخص جامعيت آن است به طوريكه معيارهاي مالي و غير مالي را تواما مد نظر قرار مي دهد . ( رهنماي رودپشتي ، فريدون ؛ نيكومرام ، هاشم « مديريت مالي راهبردي ( ارزش آفريني ) » (انتشارات كسا كاوش ، 1385 ، ص 360 )2.

# 10-2معيارهاي مالي سنتي

به طور كل 5 معيار در ارزيابي عملكرد مبتني بر داده هاي تاريخي هستند .

1. بازده سرمايه گذاري ها (ROI)
2. سود باقي مانده (RI)
3. بازده فروش (ROS)
4. عايدي هر سهم (EPS)
5. نسبت قيمت به سود هر سهم (P/E)

كه در اينجا به طور خلاصه مروري بر اين معيارها داريم .

# 1-10-2 بازده سرمايه گذاري ها (ROI)

يك معيار حسابداري است كه از تقسيم سود عملياتي بر سرمايه گذاري حاصل مي شود .

بازده سرمايه گذاري = سود عملياتي / متوسط سرمايه گذاري ها

ROI مبتني بر سرمايه گذاري است و شامل همه عناصر سودآوري ( درآمد ، هزينه و سرمايه گذاري) مي باشد و اين نرخ را مي توان با نرخ فرصت از دست رفته مقايسه كرد .

اين نرخ به مهارتهاي توليد و فروش شركت مربوط مي شود و بوسيله ساختار مالي شركت تحت تاثير قرار نمي گيرد . بدليل استفاده از سود حسابداري در محاسبه نرخ بازده سرمايه گذاري ، ايرادهايي كه بر سود حسابداري وارد است بر اين معيار نيز وارد است و با توجه به اينكه سرمايه گذاري ها در ترازنامه به خالص ارزش دفتري نشان داده مي شوند ، بنابراين ارزش واقعي سرمايه گذاري ها يا دارايي ها ممكن است بسيار پايين تر يا بالاتر از ارزش هاي دفتري آنها باشد .

راهكارهاي بهبود اين نسبت در يك سازمان مي تواند افزايش نرخ فروش البته در شرايط انحصاري بازار ، كاهش هزينه ها از طريق مديريت هزينه و به كارگيري دارايي هاي كمتر و در واقع درست به كارگيري دارايي ها و منابع و ايجاد نكردن ظرفيتهاي خالي است .

# 2-10-2سود باقي مانده (RI)

سود باقي مانده از تفاوت سود و بازده مورد انتظار سرمايه گذاري بدست مي آيد .

سود باقيمانده = سود عملياتي – ( سرمايه گذاري \* نرخ بازده مورد انتظار )

يا از نگاهي ديگر سود باقيمانده عبارتست از سود مركز سرمايه گذاري منهاي هزينه سرمايه آن كه هزينه سرمايه مركز سرمايه گذاري از ضرب مبلغ سرمايه به كار گرفته شده در نرخ بازدهي مورد انتظار به دست مي آيد .

مطلوبيت سود باقيمانده در اين است كه نرخ سود يك بخش از نرخ مورد انتظار سرمايه گذاري بيشتر باشد در مقابل بازده سرمايه گذاري ها كه مديريت با قبول پروژه هاي سود ده جديد (به علت افزايش مخرج كسر يعني ميزان سرمايه گذاري) مخالفت مي كند ، لذا سود باقيمانده ، مديران را به سرمايه گذاري هاي سودآوري ترغيب مي كند كه در صورت توجه به نسبت بازده سرمايه به كارگرفته شده ، پذيرفته نمي شوند .

البته ROI و RI هر دو نتايج يك دوره را نشان مي دهند و مديريت مي تواند باعث افزايش كوتاه مدت در آنها شود بدون آنكه منافع بلند مدت سازمان را درنظر بگيرند مثل توجه نكردن به مخارج تحقيق و توسعه در دوره كوتاه مدت .

# 3-10-2بازده فروش (ROS)

اين معيار از تقسيم سود عملياتي به درآمد بدست مي آيد .

بازده فروش = سود عميلاتي / درآمد فروش

و اين نسبت از اجزاي نسبت دوپانت در محاسبه نسبت بازده سرمايه گذاري ها به شمار مي آيد .

ROI = سود / سرمايه به كار گرفته شده = سود / فروش \* فروش / سرمايه به كار گرفته شده

در تحليل اين نرخ داريم كه از هر ريال درآمد چه ميزان سود كسب شده است و اين متفاوت است با تحليل نرخ ROI كه از هر ريال سرمايه گذاري چه ميزان سود كسب شده است.

# 4-10-2 سود هر سهم (EPS)

سود هر سهم عبارتست از سود خالص پس از كسر ماليات شركت ، تقسيم بر تعداد سهام آن شركت .

EPS = سود خالص / تعداد سهام عادي

اين نسبت نشان مي دهد كه به ازاي يك سهم چه ميزان سود به دست آمده است و افزايش اين نسبت نشان دهنده مطلوبتر شدن عملكرد شركت است . براي ارزشيابي سهام نيز از اين نسبت استفاده مي شود .

از جمله ايرادات اين نسبت اين است كه به تنهايي منعكس كننده ميزان ريسك نيست و در برنامه ريزي ها به اهميت هاي سياست هاي تقسيم سود اشاره اي نمي كند .

# 5-10-2نسبت قيمت به سود هر سهم (P/E)

اين نسبت از رابطه زير بدست مي آيد :

P/E = قيمت معاملاتي سهم / سود هر سهم

اين نسبت شاخص سنجش عملكرد شركت در بازار سرمايه است و به عنوان ابزاري براي ارزيابي قيمت سهام نيز به كار مي رود و نشان دهنده آن است كه به ازاي سود هر سهم در بازار ، قيمت سهام چه ميزان است و هرچه اين نسبت بالاتر باشد عملكرد مطلوب شركت را نشان مي دهد .

از معايب اين نسبت مي توان به استفاده از سود حسابداري در محاسبه آن و بي معني بودن آن در شركتهايي كه سودآور نيستند ، اشاره كرد .

به طور كلي معيارهاي اندازه گيري عملكرد شركت را با توجه به مطالب گفته شده و مفاهيم حسابداري و اقتصادي مي توان به دو دسته حسابداري و اقتصادي تقسيم بندي كرد. در معيارهاي حسابداري عملكرد شركت با توجه به داده هاي حسابداري و تاريخي ارزيابي مي شود كه شامل سود ، سود تقسيمي ، سود هر سهم ، بازده حقوق صاحبان سهام ، ارزش دفتري ، جريانهاي نقدي و سود تقسيمي، عرضه و تقاضاي سهام ، مي باشد. البته ممكن است معيارهاي حسابداري با توجه به داده هاي و ارزش هاي بازار بدست بيايد كه معايب معيارهاي حسابداري با داده هاي تاريخي را تا حدودي برطرف كند مانند نسبت قيمت به سود و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتري سهام و نسبت Q توبين .

در حاليكه معيارهاي اقتصادي عملكرد شركت را با توجه به قدرت كسب سود دارايي هاي موجود و سرمايه گذاري بالقوه و با عنايت به نرخ بازده و نرخ هزينه سرمايه ارزيابي مي كند كه مي توان به معيارهاي ارزش افزوده اقتصادي ، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادي تعديل شده اشاره كرد .

# 11-2 دلايل مطرح شدن EVA

همانطور كه گفته شد معيارهاي حسابداري داراي ايراداتي هستند كه به اختصار به برخي از آن ايرادات اشاره مي كنيم ؛ مثلا معيار سود به دليل آنكه كيفيت سود را نشان نمي دهد و قابل دستكاري توسط مديريت مي باشد نمي تواند معيار مناسبي براي ارزيابي عملكرد باشد .

سود هر سهم علاوه بر ايراداتي كه بر سود وارد است داراي اين ايراد است كه اگر معيار اندازه گيري عملكرد راسود هر سهم بدانيم ممكن است مدير شركت از يك ادغام مناسب به دليل آنكه پس از ادغام سود هر سهم كاهش مي يابد خودداري نمايد . در صورتيكه واقعا اين عمل ادغام ممكن است باعث افزايش كارايي و ارزش شركت شود و يا بالعكس. رشد سود هم معيار مناسبي نمي باشد چرا كه مهم اين است كه اين رشد با چه ميزان سرمايه گذاري و با چه نرخ بازدهي بدست آمده است .

نرخ بازده سرمايه گذاري هم به دليل آنكه ممكن است مدير را از انجام سرمايه گذاري هاي مناسب بازدارد و يا بالعكس باعث شود كه مديريت در طرحهاي نامناسب سرمايه گذاري نمايد و همچنين محدودكردن ديدگاه آتي نگر و بلند مدت در مديريت و يا اثر عوامل خارجي غير قابل كنترل توسط مديريت ، معيار صحيحي نمي باشد .

معيار تقسيم سود از آنجايي كه سياست تقسيم سود با ثبات و هر ساله ، ممكن است ناشي از عدم توانايي شركت در سرمايه گذاري سود باشد داراي ايراد است و معيار جريان نقدي آزاد نيز داراي ايراداتي مي باشد ( جهانخاني و ظريف فرد به نقل از استوارت، 1991)[[9]](#footnote-9)1.

با توجه به ايرادات گرفته شده به معيارهاي حسابداري به علت بكارگيري سود حسابداري ، از آنجا كه سود حسابداري بر اثر به كارگيري روش هاي متفاوت مانند روش ارزيابي موجودي ها يا روش استهلاك سرقفلي در ادغامها يا روشهاي استهلاك دارايي هاي ثابت و همچنين احتساب ذخاير يا هزينه هاي تحقيق و توسعه قابل تغيير است ، لذا نياز به برطرف كردن اين ايرادات و استفاده از معياري است كه تا حدودي اين ايرادات را نداشته باشد .

# 12-2ارزش افزوده اقتصادي EVA

هدف اصلي شركتها حداكثر كردن ثروت سهامداران است . ثروت سهامداران از طريق قيمت سهم مشخص مي شود كه خود بستگي به بازدهي عمليات شركت و ريسك سرمايه گذاري در سهم دارد . مديران مالي بايد عمليات و پروژه هايي را تشويق كنند كه انتظار افزايش قيمت سهم را در بردارد چون قيمت سهم ، نماينده ثروت سهامداران است . بنابراين حداكثر كردن قيمت سهم منطبق با حداكثر كردن ثروت سهامداران شركت است . يكي از مسائل مرتبط با قيمت سهم توليد ارزش افزوده اقتصادي است تا تشخيص دهند كه آيا پول سرمايه گذاران به طريق مطلوبي به كار رفته است يا خير(مهدي زاده ، روزنامه آسيا ، 14/1/84 )2.

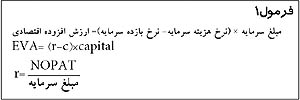
ابزار تحليلي EVA در سال 1982 توسط موسسه استرن و استيوارت متداول شد . EVA نتيجه نوآوري در زمينه سود اقتصادي بوده و نوآوراني مانند استرن ، محدوديت عملي سودهاي حسابداري را مورد بازبيني و سازماندهي مجدد قرار داد . اين معيار از همان ابتدا از سوي جامعه شركتها مورد پذيرش قرار گرفت چرا كه روشي نوآورانه ، براي يافتن ارزش واقعي شركت بود و بر خلاف معيارهاي سنتي يا حسابداري مانند سود ، سودآوري واقعي شركت را مورد بررسي قرار مي دهد يعني هزينه هاي مستقيم بدهي و غير مستقيم حقوق صاحبان سهام را مد نظر قرار مي دهد . همچنين بدليل اينكه به افزايش ثروت سهامداران توجه دارد يه عنوان يك ابزار مدرن ، جهت سنجش موفقيت شركتها به كار گرفته مي شود .

شركتهاي بزرگي مانند Coca-cola، Diago و ... ارزش افزوده اقتصادي را به عنوان راهنماي ايجاد ارزش براي سهامداران به كار مي برند و برنامه هاي تشويقي و پرداخت پاداش در اين شركتها بر مبناي توانايي مديران در ايجاد EVA مثبت ، بنا نهاده شده است.

شركت‌هاي سرمايه‌گذاري مانند Global Asset Management و Oppneheimer Capital از EVA، در انتخاب سهام، ساختار پرتفوي و فرايند كنترل ريسك استفاده مي‌كنند. علاوه‌بر اين، مطالعات تجربي[[10]](#footnote-10) نشان مي‌دهد كه EVA در جامعه آكادميك و جامعه مالي، رشد و پيشرفت خوبي كرده است. استيوارت در سال 1994 در يك تحقيق داخلي نشان مي‌دهد كه EVA تنها بهترين ابزار براي ايجاد ارزش در شركت است. و ادعا مي‌كند كه EVA در تشريح فرآيند تغيير در ثروت سهامداران تقريبا 50‌درصد مهم‌تر از معيارهاي مبتني بر حسابداري عمل مي‌كند. اين تحقيق داخلي شواهدي را مبتني‌بر غالب بودن EVA بر معيارهاي حسابداري مانند سود حسابداري فراهم كرد. مجله فورچون در سال 1993 صراحتا EVA را كليد واقعي ايجاد ثروت معرفي مي‌كند. استرن استيوارت مي‌گويد سود حسابداري را به عنوان معيار ارزيابي عملكرد فراموش كنيد( گریس و همکاران،1998،ص1) [[11]](#footnote-11).

تحقيقات نشان مي‌دهد كه بازده كل سهامداران در شركت‌هايي كه به نوعي از سيستم EVA كمك گرفته‌اند بعد از يك دوره 5ساله در مقايسه با سهام شركت‌هاي رقيب، 49‌درصد بيشتر بوده است. شركت هايي كه ساختار جبران خدمات استرن استيوارت را به‌طور كامل اجرا مي كنند. حتي نتايج بهتر از اين داشته‌اند. به طوري كه سرمايه‌گذاري در سهام اين شركت‌ها، 84‌درصد ثروت بيشتري در مقايسه با شركت‌هاي رقيب طي يك دوره 5ساله ايجاد كرده است.

از ديدگاه حسابداري، EVAعبارت است از تفاوت بين سود خالص عملياتي بعد از ماليات (NOPAT) و هزينه سرمايه . به تعبيري ارزش افزوده اقتصادي (EVA) شاخص بنيادين براي اندازه‌گيري عملكرد و تعيين ارزش شركت است. EVA از حاصل‌ضرب تفاوت بين نرخ بازده(r) و نرخ هزينه سرمايه(c) در مبلغ سرمايه به‌دست مي‌آيد ( فرمول 1-2 ).



فرمول شماره 1 - ارزش افزوده اقتصادی ( 1 - 2 )

C در واقع متوسط موزون هزينه سرمايه (WACC) است.

EVA را به‌صورت فرمول 2-2 مي‌توان محاسبه كرد. ( روزنامه دنياي اقتصاد ، مسعود كرامتي ، 15 دي 1386 )

22-02

فرمول شماره 2 - ارزش افزوده اقتصادی 2 ( 2-2 )

از نظري ديگر ارزش افزوده اقتصادي معياري است كه هزينه فرصت همه منابع به كار گرفته شده در شركت را مدنظر قرار مي دهد و EVA مثبت نشان دهنده تخصيص بهينه منابع ، ايجاد ارزش در شركت و افزايش ثروت سهامداران است و از طرفي EVA منفي بيانگر اتلاف منابع و تخصيص غير بهينه و ناكارآمد منابع شركت و به تبع آن كاهش ثروت سهامداران مي شود ( مجله بورس ، 27/3/1386 )1.

به طور كلي تئوري EVA بر مبناي دو اصل موكد زير ، بنا نهاده شده است :

1. شركت به طور واقعي سودآور نيست ، مگر اينكه درآمدهايش بيش از هزينه فرصت از دست رفته آن شركت باشد .
2. ثروت براي سهامداران زماني ايجاد مي شود كه مديران شركت ، تصميمات سرمايه گذاري را طوري اتخاذ كنند كه خالص ارزش فعلي (NPV) آنها مثبت باشد .

( روزنامه دنياي اقتصاد ، 28 ارديبهشت 1385 )

در این تحقیق از مدل زیر( استيوارت ) برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی EVA استفاده می شود .

EVA=( r – c ) \* capital

Nopat = سودحسابداري + ( هزينه بهره – صرفه جويي مالياتي ) + افزايشهاي معادل سرمايه

**افزايشهاي معادل سرمايه** = تعديل ذخيره كاهش ارزش سرمايه گذاريها + تعديل كاهش موجودي كالا + تعديل ذخيره مطالبات مشكوك الوصول+ هزينه مزاياي پايان خدمت + هزينه معوق + تعديل ذخيره ماليات

Capital = حقوق صاحبان سهام + بدهي بهره دار + مجموع معادلهاي سرمايه

**مجموع معادلهاي سرمايه** = ذخيره كاهش ارزش سرمايه گذاري + ذخيره موجودي كالا + ذخيره مطالبات مشكوك الوصول+ ذخيره مزاياي پايان خدمت + ذخيره هزينه معوق + ذخيره ماليات

r = Nopat / Capital نرخ بازده سرمايه



Wd = بدهي بهره دار / جمع منابع

We = ارزش بازار سهام عادي جديد / جمع منابع

Ws = سهام عادي و سود انباشته / جمع منابع

جمع منابع = بدهي بهره دار + ارزش بازار سهام عادي جديد + سهام عادي و سود انباشته

Kd = كل هزينه هاي مالي / كل بدهي هاي بهره دار

(از طريق مدل گوردون )  

D◦ = سود نقدي تقسيم شده

p◦ = قيمت هر سهم

*f =* هزينه انتشار سهام

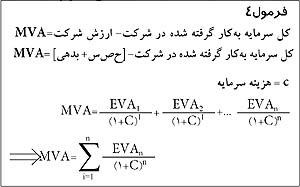
***g***  *=* نرخ رشد سود نقدي ******

EVA با توجه به نظر ( ويزن رايدر 1997 ) از رابطه زير محاسبه مي شود ( فرمول 3-2).

سود عملياتي پس از كسر ماليات = فروش – هزينه هاي عملياتي – ماليات

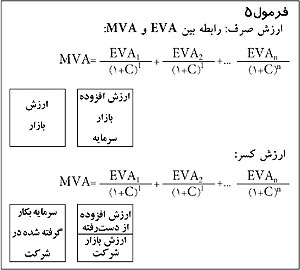
ارزش افزوده اقتصادي = هزينه سرمايه – سود عملياتي پس از كسر ماليات

از ديدگاه مالي، EVA، براساس چگونگي ارتباطش با ارزش افزوده بازار ( MVA) تعريف مي‌شود. در اين روش، MVA (يا NPV) برابر با ارزش فعلي EVA‌هاي آتي مورد انتظار شركت است. از طرفي، MVA عبارت است از تفاوت بين ارزش شركت و ارزش دفتري اقتصادي سرمايه به‌كار گرفته شده در شركت. مطالب فوق در قالب فرمول‌هاي رياضي زير قابل بيان است (فرمول 4 - 2).



در حالي كه ارزش افزوده بازار، اثرهاي ناشي از اقدام‌هاي مديريت از زمان تاسيس شركت را مورد ارزيابي قرار مي‌دهد، در محاسبه ارزش افزوده اقتصادي، بر اثر بخشي مديريت در يك سال مشخص تاكيد مي‌شود.

MVA نشان‌دهنده اين موضوع است كه چگونه يك شركت به‌طور موفقيت‌آميزي سرمايه‌اش را به‌كار گرفته و فرصت‌هاي سودآور آتي آينده را پيش‌بيني كرده است. هدف اوليه و اساسي هر واحد انتفاعي بايد حداكثر كردن MVA باشد. EVA ايجاد كننده MVA است. زيرا ارزش فعلي EVAهاي آتي است كه مبناي ارزيابي و ارزشگذاري شركت در بازار است. بنابراين اگرچه EVA يك معيار داخلي براي اندازه‌گيري عملكرد است ولي همين معيار داخلي منجر به ايجاد يك معيار خارجي مي‌شود كه ارزش شركت را در بازار تعيين مي‌كند. اگر EVAهاي آتي مثبت باشد، سهام شركت در بازار به صرف فروخته مي‌شود ولي اگر EVAهاي آتي منفي باشد سهام شركت در بازار به كمتر از ارزش دفتري (به‌كسر) فروخته خواهد شد. چنين شركت‌هايي در بازار سهام از اقبال چنداني برخوردار نخواهند بود. MVA نشان‌دهنده ارزيابي جامعه سرمايه‌گذار از فعاليت شركت است و متاثر از عملكرد يك سال شركت نيست، حتي متاثر از عملكرد سال‌هاي آتي شركت است.EVA و MVA معيارهاي داخلي و خارجي اندازه‌گيري عملكرد و تعيين ارزش شركت هستند(فرمول 5-2 )



در حقيقت با تغيير در ارزش‌افزوده اقتصادي EVA، ارزش افزوده بازار MVA نيز تغيير مي‌كند اگر تغيير در EVA مثبت باشد، ارزيابي بازار نيز مثبت خواهد بود ولي اگر اين تغيير منفي باشد، قطعا ارزيابي بازار مثبت نخواهد بود ( دنياي اقتصاد ، كرامتي ، 1386 )1.

به طور كلي ويژگي MVA بدين صورت است كه :

1- MVA نشان دهنده اين موضوع است كه چگونه يك شركت به طورموفقيت آميزي

سرمايه اش را به كار برده و فرصت هاي سود آورآتي را پيش بيني كرده است

2- هدف اوليه و اساسي هر واحد انتفاعي بايد حداكثر كردن MVAباشد.

3- EVAايجاد كننده MVAاست ،زيرا ارزش فعلي EVAهاي آتي است كه مبناي ارزيابي و ارزشگذاري شركت در بازار است

ارزش افزوده اقتصادي از طرق زير قابل افزايش است :

1. افزايش كارايي عملياتي افزايش بازده سرمايه
2. بكارگيري منابع جديد در واحد تجاري كه با اطمينان بازده آن بيشتر از ميانگين موزون هزينه سرمايه شركت باشد .
3. سوق دادن منابع از پروژه هايي كه بازده كافي ندارند به استفاده موثرتر از منابع
4. كاهش هزينه سرمايه به دو طريق :

الف – استفاده بيشتر از بدهيها : بدهيها به دو دليل ارزانتر هستند اول اينكه چون وام دهنده ريسك كمتري مي پذيرد پس بازده مورد توقع كمتري دارد دوم اينكه بهره وام صرفه جويي مالياتي دارد .

ب - كاهش ريسك شركت بدون اينكه بازده كاهش پيدا كند چون با كاهش ريسك بازده مورد توقع سهامداران و وام دهندگان كاهش مي يابد راههاي كاهش ريسك مانند پيش فروش محصولات ، بيمه كردن دارائيها در مقابل خطر آتش سوزي و ... مي باشد (جهانخايي ، 1377،ص45) 1.

# 13-2سود خالص عملياتي پس از كسر ماليات ( NOPAT )

NOPAT عبارت است از سود بعد از مالیات حاصل از عملیات شرکت که در محاسبة آن اثر ثبت‌های غیرنقدی حسابداری حذف و صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از هزینه‌های تامین مالی از سود کسر گردیده است. NOPAT نشان‌دهندة سودی است که به‌صورت بازدة نقدی برای همة تامین‌کنندگان مالی شرکت، اعم از سهامداران و اعتباردهندگان، موجود می‌باشد.

یک استثنا برای محاسبة NOPAT در بخش ثبت‌های غیرنقدی حسابداری وجود دارد و آن استهلاک می‌باشد. برای رسیدن به NOPAT، هزینة استهلاک باید از درآمدهای عملیاتی کسر گردد، زیرا این هزینه از نظر اقتصادی قابل قبول است. دارایی‌های مصرف شده در جریان عملیات شرکت می‌بایست قبل از کسب بازدة سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران جایگزین شوند. بنابراین هزینة استهلاک به‌عنوان معادل هزینه‌های نقدی به حساب می‌آید. به‌منظور هماهنگی با NOPAT، استهلاک انباشته نیز از Capital کسر می‌گردد.

# 14-2 نرخ بازده سرمايه

این نرخ، بهره‌وری سرمایة به‌کار گرفته شده را بدون توجه به روش تامین مالی و فارغ از انحرافات حسابداری که از ثبت‌های تعهدی، مفهوم محافظه‌کاری و عدم احتساب تلاش‌های ناموفق به سرمایه ناشی می‌شوند، اندازه‌گیری می‌نماید. این نرخ ممکن است به‌طور مستقیم با نرخ هزینة سرمایة شرکت مقایسه شود تا خلق یا از بین رفتن ارزش در شرکت مشخص گردد.

r = Nopat / Capital نرخ بازده سرمايه

نرخ بازدة سرمایه می‌تواند براساس رویکرد عملیاتی یا رویکرد تامین مالی محاسبه شود.

# 1-14-2محاسبة نرخ بازدة سرمایه براساس رویکرد عملیاتی

در رویکرد عملیاتی، Capital عبارت از: جمع خالص سرمایة در گردش (NWC)، خالص دارایی‌های ثابت (NFA) و سایر دارایی‌ها می‌باشد. خالص سرمایة در گردش از طریق کسر بدهی‌های جاری بدون بهره (NIBCLS) از دارایی‌های جاری به‌دست می‌آید. بدهی‌های جاری بدون بهره در اصل بوجود آورندة یک منبع تامین مالی خودجوش در شرایط عادی فعالیت شرکت هستند به‌طوری که نیاز به یک سرمایة دایمی را برطرف می‌کنندمانند حسابهاي پرداختني ، هزينه معوق ، ماليات بر درآمد پرداختني . دلیل عدم احتساب آنها در Capital این است که هزینه‌های تامین مالی وجوه پرداختی به فروشندگان و کارکنان که معمولاً با تاخیر همراه است، در بهای تمام شدة کالای فروش رفته منظور شده‌اند و نباید به‌واسطة حذف آنها از درآمد چیزی کسر گردد. خالص دارایی‌های ثابت شامل خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، سرقفلی و سایر دارایی‌های بلندمدتی می‌باشد که برای تداوم عملیات شرکت لازم هستند.

برای به‌دست آوردن Capital، انجام پاره‌ای تعدیلات روی دارایی‌ها به‌خاطر وجود ذخایر معادل سرمایه ضروری است. این تعدیلات عبارت‌اند از: اضافه کردن ذخیرة Lifo به موجودی‌ها، اضافه کردن ذخیرة مطالبات مشکوک‌الوصول به دریافتنی‌ها، اضافه کردن استهلاک انباشتة سرقفلی به سرقفلی، اضافه کردن ماندة دارایی‌های نامشهود سرمایه‌ای شده به خالص دارایی‌های ثابت و غیره.

همچنین اگر ارزش فعلی اجاره‌های سرمایه‌ای نشده به‌عنوان معادل بدهی درنظر گرفته شود، این مورد نیز می‌بایست به‌عنوان معادل خالص دارایی ثابت درنظر گرفته شود.

ذخایر معادل سرمایه به شرح زیر مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرند.

**1- ذخیره Lifo:**

در مدل اقتصادی، درآمد و سرمایه زمانی اندازه‌گیری می‌شوند که موجودی‌های شرکت به قیمت‌های پایان دوره فروخته شده و بلافاصله دوباره خریداری شوند. براساس سود حاصل به عایدی دورة جاری منظور می‌گردد و سود انباشته‌ای به‌عنوان اندوخته تجدید ارزیابی در ترازنامه ظاهر می‌شود. این سود به‌ دورة جاری تعلق دارد، زیرا نرخ بازده با هزینة سرمایه‌ای مقایسه می‌شود که شامل صرف تورم نیز می‌باشد. این موضوع منطبق بر حسابداری نقدی است، اما حسابداری نقدی،‌ فروش و خرید موجودی‌ها را همزمان فرض می‌کند در حالی‌که از دیدگاه سرمایه‌گذاران سود تحقق‌نیافته به‌عنوان بخشی از بازدة کل درنظر گرفته می‌شود.

به‌منظور صرفه‌جویی مالیاتی، به شرکت توصیه می‌شود هنگامی که قیمت‌ها روند صعودی دارند از روش Lifo برای قیمت‌گذاری موجودی‌هایش استفاده نماید، اما با هزینه کردن بخش بیشتری از موجودی‌های جدیداً تحصیل شده، روش Lifo هزینه‌های کمتری را از دوره‌های قبل در موجودی‌ها انباشته می‌کند. بنابراین موجودی‌ها و حقوق صاحبان سهام به روز نبوده و مبلغ آنها کمتر از مبلغ واقعی می‌باشد. بنابراین تعدیل موجودی‌ها به ارزش‌های جاری ضروری است.

برعکس، روش fifo موجودی‌ها را در ترازنامه براساس قیمت‌های اخیر ارزش‌گذاری می‌نماید بنابراین تعدیل موجودی‌ها در این روش لازم نیست زیرا قیمت‌های اخیر تخمین مناسبی از بهای جایگزینی جاری موجودی‌هاست.

ذخیرة Lifo، تفاوت بین ارزش موجودی‌ها براساس روش fifo و lifo می‌باشد. این ذخیره بیانگر مبلغی است که براساس روش Lifo موجودی‌‌ها کمتر از واقع ارزیابی شده‌اند.

اگر شرکت از روش Lifo استفاده کرده باشد، معمولاً این مبلغ در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی افشا می‌شود. با اضافه کردن ذخیرة Lifo به Capital به‌عنوان معادل سرمایه، مبنای ارزشیابی موجودی‌ها از Lifo به fifo تبدیل می‌شود که تخمین بهتری از بهای جایگزینی جاری موجودی‌ها می‌باشد. به‌علاوه، با اضافه کردن افزایش در ذخیرة Lifo به NOPAT، در اثر افزایش موجودی‌ها، سود تحقق‌یافته به درآمدها افزوده می‌شود.

تغییرات دوره‌ای در ذخیرة Lifo را می‌توان از طریق تفاوت بین بهای تمام شدة کالای فروش رفته بر مبنای fifo و lifo نیز به‌دست آورد. اضافه کردن چنین تغییری به سود گزارش شده،‌ بهای تمام شدة‌ کالای فروش رفته بر مبنای lifo را به بهای تمام شدة کالای فروش رفته بر مبنای fifo تبدیل می‌کند، اما مزیت مالیاتی lifo همچنان محفوظ است. بنابراین، اثر کلی این طرز برخورد با ذخیرة lifo به‌عنوان یک معادل سرمایه، ارایة ترازنامه و صورت سود و زیان بر مبنای fifo می‌باشد در حالی‌که هزینة مالیات براساس Lifo محاسبه می‌گردد. تغییر از fifo به lifo هنگامی که قیمت‌ها روند صعودی دارند، نرخ بازدهی را که براین اساس اندازه‌گیری می‌شود، بهبود خواهد داد زیرا مزیت مالیاتی lifo خودنمایی خواهد کرد. مزیت دیگر این روش، این است که نرخ‌های بازدة محاسبه شده برای شرکت‌هایی که از Lifo و Fifo استفاده می‌کنند، مستقیماً قابل مقایسه می‌باشند.

**2- استهلاک انباشتة سرقفلی**

یکی دیگر از معادل‌های سرمایه، از نحوة حسابداری تحصیل ناشی می‌شود. حسابداران معتقدند که سرقفلی در طول دوره‌ای که نباید بیشتر از 40 سال باشد، مستهلک می‌شود. هزینة‌ استهلاک سرقفلی موجب کاهش درآمد شرکت خواهد شد، به همین دلیل بسیاری از مدیران از انجام عمل تحصیل اجتناب می‌کنند. برای خنثی کردن اثر هزینة استهلاک سرقفلی که یک هزینة غیرنقدی و غیر مالیات کاه می‌باشد، می‌بایست آن را به سود گزارش شده اضافه کرد و استهلاک انباشتة سرقفلی را به حقوق صاحبان سهام (سرمایه) و سرقفلی مستهلک نشده، اضافه نمود. براین اساس، با مستهلک نکردن سرقفلی، نرخ بازده، بازدة نقدی را که عاید سهامداران خواهد شد، بهتر منعکس خواهد کرد.

**3- نامشهودها**

مخارج تحقیق و توسعه باید سرمایه‌ای شده و در ترازنامه به‌عنوان یک معادل سرمایه در نظر گرفته شود و در طول یک دورة معقول، مستهلک گردد. نتیجة سرمایه‌ای کردن و مستهلک نمودن مخارج تحقیق و توسعه، خالص دارایی نامشهودی است که به‌عنوان ذخیرة معادل سرمایه درنظر گرفته می‌شود. با اضافه کردن تغییر در خالص دارایی نامشهود (مخارج تحقیق و توسعة سرمایه‌ای شده) به NOPAT، هزینة تحقیق و توسعة دوره با استهلاک دارایی نامشهود (مخارج تحقیق و توسعة سرمایه‌ای شده) جایگزین می‌شود.

هنگامی‌که شرکت به رشد پایدار رسیده باشد، هزینة تحقیق و توسعة دوره با استهلاک دارایی نامشهود برابر بوده و تاثیری بر NOPAT نخواهد داشت، اما خالص دارایی نامشهود به Capital اضافه خواهد شد تا نرخ بازده (از مقادیر غیرواقعی بالاتر به لحاظ مفاهیم حسابداری به مقادیر صحیح‌تر به لحاظ مفاهیم اقتصادی کاهش یابد) از نظر اقتصادی درست باشد.

همچنین هزینه‌های بازاریابی و توسعة محصول جدید که موجب کسب سهم اولیة بازار محصول می‌گردد، باید سرمایه‌ای شده و در طول عمر محصولات جدید، مستهلک شود. وجوهی که برای بازاریابی و توسعة محصول جدید پرداخت می‌شود، باید سرمایه‌ای شود زیرا اگر استراتژی مدیریت موفقیت‌آمیز باشد، انتظار می‌رود که این پرداخت‌ها طی یک دورة زمانی بلندمدت انجام شوند.

**4- ذخيره ماليات بر درآمد معوق**

يكي از رايج ترين معادلهاي سرمايه ذخيره ماليات بر درآمد معوق است كه نشان دهنده ميزان اختلاف بين ماليات بر درآمد محاسبه شده بر طبق قواعد حسابداري و ماليات واقعي پرداخت شده مي باشد .

از آنجا كه شركت دارايي را با فرض تداوم فعاليت جايگزين مي كند كه اين امر به نوبه خود ماليات معوقه را افزايش مي دهد و با توجه به اينكه ذخيره ماليات معوق هرگز پرداخت نخواهد شد در نتيجه اين ذخيره يك معادل دائمي براي سرمايه است علاوه بر اين با افزودن افزايش در اين ذخيره به درآمدها در محاسبه NOPAT تنها ماليات واقعي پرداخت شده منظور مي شود كه موجب ارائه بازده نقدي واقعي كسب شده در فعاليتهاي شركت مي شود .

**5- سایر ذخیره‌های معادل سرمایه**

ذخایر احتیاطی بیانگر ابهام در زمان واقعی دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی می‌باشند. ذخیره‌های مطالبات مشکوک‌الوصول، نابابی موجودی‌ها، تضمین کالاها و درآمد انتقالی به دوره‌های آتی باید به‌عنوان معادل سرمایه درنظر گرفته شوند به شرطی که به‌عنوان یک عملیات مستمر و متوالی درنظر گرفته شوند و متناسب با سطح فعالیت شرکت، رشد یابند. اگر آنها بیشتر ماهیت ضمنی داشته باشند، ممکن است از لحاظ کردن آنها به‌عنوان معادل سرمایه صرف‌نظر شود (مثل بدهی‌های جاری بدون بهره).

نحوة برخورد با حساب‌های ذخیره و چگونگی تاثیر آنها بر NOPAT می‌تواند مفید باشد. با اضافه کردن تغییرات چنین ذخیره‌هایی به NOPAT، ذخیره‌های حسابداری اعمال شده، به هزینه‌های نقدی واقعی تبدیل می‌شوند. برای مثال اضافه کردن ذخیرة تضمین.

ذخیرة سالانه برای هزینة تضمین معادل مبلغی است که سود حسابداری را کاهش می‌دهد و به ذخیرة تضمین اضافه می‌شود. ذخیرة تضمین و وجه نقد به مبلغی که برای اقلام تضمین شده، هزینه شده است کاهش می‌یابند.

به‌طور کلی ذخیرة تضمین با گذشت زمان افزایش می‌یابد، زیرا باتوجه به اصل محافظه‌کاری، حسابداران اغلب متمایل به کاهش سود می‌باشند. بنابراین ذخیرة تضمین تبدیل به‌وسیله‌ای برای پوشش نوسانات در هزینه‌های نقدی واقعی از سالی به سال دیگر می‌شود. در محاسبة NOPAT، تغییرات در ذخیرة تضمین به سود اضافه می‌شود. با اضافه کردن تغییرات در ذخیرة تضمین به سود، ثبت‌های حسابداری خنثی می‌شوند و هزینة نقدی واقعی تضمین جایگزین می‌گردد. بنابراین،‌ NOPAT زمان واقعی هزینه‌های تضمین را باتوجه به زمان وقوع آنها و نه باتوجه به ثبت‌های حسابداری، منعکس می‌نماید.

در حالت کلی اضافه کردن تغییرات در معادل‌های سرمایه به NOPAT موجب ثبت زمان واقعی دریافت‌ها و پرداخت‌ها شامل سود نگه‌داری، عادی‌سازی از طریق خارج کردن سود و زیان‌های غیرمستمر و رهایی از هزینه‌‌ کردن فوری مخارج ارزش‌سازی چون هزینه‌های تحقیق و توسعه می‌شود. با تعدیل NOPAT و Capital به‌خاطر معادل‌های سرمایه، نرخ بازدة سرمایه، راهنمایی صحیح از بازدة درست و واقعی کسب شده در عملیات اصلی شرکت را ارایه می‌دهد.

# 2-14-2محاسبه نرخ بازدة سرمایه براساس رویکرد تامین مالی

برای محاسبة نرخ بازدة سرمایه براساس رویکرد تامین مالی می‌بایست سه مرحله به شرح زیر را مدنظر قرار داد:

مرحلة اول) حذف اثرات بدهی‌ها:

در این مرحله تمامی بدهی‌های بهره‌دار ( ارزش فعلی اجاره‌های سرمایه‌ای نشده ) به حقوق صاحبان سهام و هزینة بهرة این بدهی‌ها شامل بهرة منظور شده در اجاره‌ها به سود حسابداری اضافه می‌شود.

مرحلة دوم) حذف اثرات سایر انحرافات مالی:

برای بهبود نرخ بازده، حذف سایر انحرافات مالی ضروری است. در این مرحله سرمایة تامین شده بوسیلة سهامداران ممتاز و سرمایه‌گذاران اقلیت به Capital و سود تخصیص‌یافته به این تامین‌کنندگان به NOPAT اضافه می‌شود.

مرحلة سوم) حذف انحرافات حسابداری:

در این مرحله، اثر انحرافات حسابداری از طریق اضافه کردن ذخایر معادل سرمایه به Capital و تغییرات دوره‌ای آنها به NOPAT حذف می‌شود.

به طور كلي مي توان معادلهاي سرمايه را بدين ترتيب خلاصه كرد :

اضافه مي شود به سرمايه :

معادلهاي سرمايه

ذخيره ماليات بر درآمد معوق

ذخيره LIFO

استهلاك انباشته سرقفلي

ذخيره كاهش ارزش سرمايه گذاريها

سرقفلي ثبت نشده

خالص داراييهاي نامشهودسرمايه اي شده

سود و زيان انباشته غير مترقبه

ساير ذخاير:

ذخيره مطالبات مشكوك الوصول

ذخيره تضمين محصولات

ذخيره درآمد معوق

افزايش در معادلهاي سرمايه

افزايش در ذخيره ماليات بر درآمد

افزايش ذخيره LIFO

هزينه استهلاك سرقفلي

افزايش درذخيره كاهش ارزش سرمايه گذاري ها

افزايش درخالص دارايي هاي نامشهود سرمايه اي

سود وزيان غير مترقبه

افزايش در ساير ذخاير

اضافه مي شود به NOPAT:

# 15-2 استاندارد سازي EVA

علی‌رغم مزایای EVA به‌عنوان معیار ارزیابی عملکرد، در به‌کارگیری آن یک ضعف وجود دارد و آن اینکه ارزش افزودة اقتصادی (EVA) شرکت‌هایی با اندازه‌های متفاوت را نمی‌توان با هم مقایسه کرد. این ضعف را می‌توان از طریق استانداردسازی EVA برطرف نمود. به‌طوری که EVA استاندارد شده می‌تواند نشان‌دهندة سطحی عمومی از سرمایة به‌کار گرفته شده باشد.

برای هر سال مالی، EVA استاندارد شده برابر حاصل‌ضرب تفاوت بین نرخ بازده و نرخ هزینة سرمایة همان سال (r-c) در سرمایة استاندارد شدة اول دورة سال مذکور می‌باشد. اگر تجزیه و تحلیل برای اولین سال صورت می‌گیرد، میزان سرمایة استاندارد شدة اول دوره را می‌بایست برابر 100 درنظر گرفت.

# 16-2 اهمیت و كاربرد EVA

كاربرد ارزش افزوده اقتصادي در ارزيابي طرح‌ها بسيار شبيه به محاسبه نرخ بازدهي داخلي[[12]](#footnote-12)1 طرح است، با اين تفاوت كه به جاي درصد نرخ بازدهي، ارزش افزوده اقتصادي با واحد پولي (تومان) معين مي‌شود. در شكل متفاوت با ارزش افزوده اقتصادي، نسبت سود عملياتي خالص بعد از ماليات به هزينه سرمايه‌گذاري را در انتهاي طول مدت طرح، اندازه مي‌گيرند.

دليل افزايش كاربرد ارزش افزوده اقتصادي در دو دهه اخير به‌وسيله شركت‌هاي بزرگ و كوچك و حتي شركت‌هاي غيرانتفاعي، در اندازه‌گيري عملكرد مالي، آساني محاسبه آن و همينطور ارتباط مستقيم آن با ثروت صاحبان شركت است. طرفداران استفاده از اين روش در ارزيابي طرح‌ها معتقدند كه EVA با تغيير قيمت سهام ارتباط داشته و شركت‌هاي بزرگ كه اين روش را به كار برده‌اند در افزايش قيمت سهام خود بسيار موفق بوده‌اند.

مديراني كه ارزش افزوده اقتصادي را به‌كار مي‌گيرند به تخصص و مديريت دارايي‌ها بيشتر توجه مي‌كنند و فقط سود حسابداري را در نظر نمي‌گيرند. شركت‌هايي كه در صنايع سرمايه بر فعاليت داشته‌اند كاربرد ارزش افزوده اقتصادي را بيشتر مفيد دانسته‌اند . ( مهدي زاده ، روزنامه آسيا)

يک شرکت می‌تواند به‌عنوان مجموعه‌ای از قراردادهای متنوع درنظر گرفته شود که با ذی‌نفعان زیادی سروکار دارد. این ذی‌نفعان شامل کارمندان، مشتریان، عرضه‌کنندگان، اعتباردهندگان، اجتماع و سهامداران می‌باشند.

ذی‌نفعان به شرکت منابع اقتصادی و خدمات ارایه می‌دهند و درعوض انتظار دارند که پاداش (بازده) به‌دست آورند. سهامداران شرکت ریسکی را می‌پذیرند که این ریسک در ارتباط با عملکرد شرکت و قابلیت اجرای قراردادها با سایر ذی‌نفعان می‌باشد. شرکت بعد از پرداخت به سایر ذی‌نفعان می‌تواند مبلغ باقی‌مانده را بین سهامداران تقسیم کند. براساس تابع ریسک و بازده، سهامداران از طریق تحصیل حقوق دارایی‌ها برای سود باقی‌مانده، بازدة بالقوة نامحدودی به‌دست می‌آورند.

سهامداران به‌عنوان حاملان ریسک شرکت‌ها، درجهت افزایش کارایی عملکردشان باید در شرکت‌های مختلف سرمایه‌گذاری کنند. بنابراین از طریق تنوع بخشیدن به پرتفوی خود، بخش اعظم ریسک خود را کاهش می‌دهند. در یک بازار رقابتی، قیمت ریسک بوسیلة سهامدارانی که بهتر قادرند ریسک را تحمل کنند، تعیین می‌شود.

برای مثال سرمایه‌گذارانی که دارای پرتفوی خوب هستند. پس قیمت بازار ریسک فقط ریسکی را منعکس می‌کند که در پرتفوی نمی‌توان آن را حذف کرد (به آن ریسک سیستماتیک می‌گویند و از شرایط کلی اقتصاد ناشی می‌شود).

این حقیقت که سرمایه‌گذاران باید ریسک‌شان را از طریق متنوع‌سازی سرمایه‌گذاری‌شان کاهش دهند، مشکل تامین مالی شرکت را به‌وجود آورد. هنگامی که سهامداران متنوع‌سازی می‌کنند و در شرکت‌های متعددی سرمایه‌گذاری می‌کنند، نمی‌توانند درمورد تمام سرمایه‌گذاریشان اطلاعات کافی (اطلاعات درونی) به‌دست آورند. از طرفی مقرون به صرفه نیست که هر سهامدار منابعش را برای به‌دست آوردن اطلاعات کافی درمورد عملیات یک شرکت صرف کند، زیرا در این صورت هر سهامدار متحمل هزینة زیادی خواهد شد در حالی‌که سود اندکی به‌دست خواهد آورد. از طرف دیگر بازار از ارایة اطلاعات کافی به سهامداران کوتاهی خواهد کرد[[13]](#footnote-13).

تفکیک مالکیت سرمایه از کنترل سرمایه بوسیلة مدیران حرفه‌ای، تضاد منابع را به‌وجود آورد. مدیرانی که شرکت را هدایت می‌کنند، الزاماً انگیزه‌ای برای افزایش ثروت مالکان (سهامداران)[[14]](#footnote-14) ندارند.

لذا، تنها عاملی که دو مشکل فوق را حل می‌کند معیاری به‌نام EVA می‌باشد. مدیریت شرکت‌ها براساس EVA, ثروت سهامداران را حداکثر خواهد کرد. برای رسیدن به این هدف (حداکثر کردن ثروت سهامداران) سهامداران باید براساس افزایشی که در EVA ایجاد شده است به مدیران پاداش دهند. EVA مدیران را نه تنها نسبت به نتایج حاصله، بلکه نسبت به منابعی که برای رسیدن به آن نتایج به‌کار گرفته شده، پاسخ‌گو می‌کند. برای مثال بدون یک سیستم مبتنی بر EVA، مدیران شرکت منابع بیشتری برای فروش بیشتر و تحصیل پاداش بیشتر (براساس فروش) می‌خواهند در حالی‌که ممکن است در رابطه با فروش اضافی، سود نهایی (نرخ بازده) شرکت کمتر از هزینة نهایی (نرخ هزینة سرمایه) آن باشد. بسیاری از شرکت‌ها سود نهایی (نرخ بازده) محصولات‌شان را بدون درنظر گرفتن هزینة فرصت سرمایه، برآورد می‌کنند.

تجزیه و تحلیل مبتنی بر EVA همیشه جوابی ارایه می‌دهد که با حداکثر کردن سود سهامداران هم‌سو و سازگار می‌باشد. برای اینکه مدیران انگیزه داشته باشند تا درجهت افزایش سود سهامداران عمل کنند، پاداش آنها می‌بایست مبتنی بر افزایش در ارزش افزوده‌ای (EVA) باشد که آنها ایجاد کرده‌اند.

اهداف مدیریتی مبتنی بر افزایش سود یا سهم بازار، افزایش بازدة دارایی‌ها یا حقوق صاحبان سهام یا سایر معیارهای تجاری، می‌تواند انگیزه‌هایی ایجاد نماید که با حداکثر کردن ثروت سهامداران ناسازگار باشد. حداکثر کردن EVA همواره انگیزه‌هایی درجهت حداکثر کردن ثروت سهامداران ایجاد می‌کند( خبرگزاري سنا ، 7/11/1385 )1.

**به طور خلاصه مي توان به كاربردهاي EVA در دو گروه زير اشاره نمود .**

**الف – كاربردهاي داخلي**

* ابزار مديريتي سنجش عملكرد ( چو، 1997 )[[15]](#footnote-15)2
* معيار جامع سنجش بهره وري ( دراكر ،1995)[[16]](#footnote-16)3
* ابزار تبيين رابطه مالكيت با مديريت شركت ( روجرسون ولفكوتيس، 1999 )[[17]](#footnote-17)4
* ابزار تطابق هزينه ها با درآمد ( لفكوتيس، 1999 )[[18]](#footnote-18)5

**ب – كاربردهاي خارجي**

* ابزاري براي تصميم گيري در سرمايه گذاري ( تولي ولفكوتيس، 1999 )[[19]](#footnote-19)6
* معيار پيش بيني قيمت سهام ( تيتل جام، 1997 )[[20]](#footnote-20)7
* ابزار سنجش خلق ارزش ( استرن – استوارت، 2001 )[[21]](#footnote-21)8
* چارچوبي براي مديريت مالي ( موريس، 2001 )[[22]](#footnote-22)9
* چارچوب موثر بر فرهنگ سازماني و ارتقا كيفيت كاري شاغلين(همان منبع)10
* تكنيك ارزشيابي و تعيين ارزش شركت ( سليماني، 1381 )11

# 17-2 نرخ هزينه سرمايه ( C )

منظور از هزينه سرمايه متوسط موزون بازدهي مورد انتظار مدعيان شركت ، بر اساس سهمشان در تامين نقدينگي مورد نياز شركت است ( دنياي اقتصاد، 28/2/1385 )12.

نرخ هزينه سرمايه در واقع متوسط موزون هزينه سرمايه (WACC) مي باشد . هزينه سرمايه شامل هزينه اجزاي تشكيل دهنده سرمايه است كه مجموع ساختار سرمايه شركت را تشكيل مي دهند . منابع تامین مالی که مشمول هزینه سرمایه ای هستند شامل :

1. بدهیهای بهره دار
2. اوراق قرضه منتشرشده
3. سهام عادی
4. سایرمشتقات حقوق صاحبان سهام

در حقيقت با مقايسه اين نرخ و نرخ بازده سرمايه است كه مي توان ايجاد يا از بين رفتن ارزش رابراي شركت مشخص كرد .

اگر r>c باشد ، EVA>0 و ارزش شركت افزايش يافته است . EVA = (r – c) \* capital

اگر r<c باشد ، EVA<0 و ارزش شركت كاهش يافته است .

در واقع اين نرخ به ما نشان مي دهد براي هر 100 ريال تامين مالي ، چه ميزان هزينه شده است .

براي تعيين هزينه سرمايه شركت ابتدا ضروري است هزينه هر يك از اجزا سرمايه به طور مستقل محاسبه ، و بر اساس نسبت آنها در كل ساختار سرمايه متوسط هزينه سرمايه شركت بدست آيد :

 ( فرمول 6-2 )

Wd = بدهي بهره دار / جمع منابع

We = ارزش بازار سهام عادي جديد / جمع منابع

Ws = سهام عادي و سود انباشته / جمع منابع

جمع منابع = بدهي بهره دار + ارزش بازار سهام عادي جديد + سهام عادي و سود انباشته

Kd = كل هزينه هاي مالي / كل بدهي هاي بهره دار

(از طريق مدل گوردون )  

D◦ = سود نقدي تقسيم شده

p◦ = قيمت هر سهم

*f =* هزينه انتشار سهام

***g***  *=* نرخ رشد سود نقدي ******

در روشي ديگر براي محاسبه نرخ هزينه سرمايه در بورس اوراق بهادار تهران از فرمول زير استفاده شده است ( اژدري ، 1380 )(فرمول 7 - 2 ) :

سود هر سهم حقوق صاحبان سهام اول دوره بدهي هاي هزينه دار هزينه تامين مالي

نرخ هزينه سرمايه =[ ------------- \* -------------------------- ] + [ ------------------ \* ---------------------- ]

قيمت هر سهم سرمايه اول دوره سرمايه اول دوره ميانگين بدهي هزينه دار

در رابطه بالا بدهي هزينه دار شامل بدهي بلندمدت و بدهي جاري بهره دار است .افزايش و كاهش در معادلهاي سرمايه به سود خالص عملياتي بعد از ماليات منظور شده و همچنين معادلهاي سرمايه به سرمايه اضافه شده است .

نرخ محاسبه هر يك از منابع مالي در فرمول 6 به شرح زير است :

* **نرخ هزينه بدهي ( Kd )**

در صورتيكه شركت از وام بانكي براي تامين مالي استفاده كرده باشد نرخ بهره وام بعد از كسر صرفه جويي مالياتي آن به عنوان نرخ هزينه بدهي در نظر گرفته مي شود .

Kd ( 1-t ) = نرخ هزينه بدهي وام t = نرخ موثر مالياتي

نرخ بهره وام = Kd = كل هزينه هاي مالي / كل بدهي هاي بهره دار

* **نرخ هزينه سود انباشته ( Ks )**

هزينه سود انباشته نرخ بازده مورد توقع سهامداران از سودي است كه شركت نگهداري مي كند . اين نگهداري سود موجب هزينه فرصتي مي شود كه اين هزينه برابر است با حداقل بازدهي كه خود سهامداران مي توانند با سرمايه گذاري اين سود در سرمايه گذاري مشابه بدست آورند .

روشهاي متنوعي براي محاسبه اين هزينه به كار مي رود از جمله مدل قيمت گذاري دارايي هاي سرمايه اي كه استفاده از اين مدل با مشكلاتي مانند پيش بيني چند عامل مواجه است ، يا روش بازده اوراق قرضه به علاوه صرف ريسك كه به علت جنبه قصاوتي داشتن اين روش نرخ دقيقي بدست نمي آيد .

روش ديگر محاسبه ، روش جريان نقدي تنزيل شده يا روش بازده سود سهام به علاوه نرخ رشد سود سهام است كه فلسفه استفاده از آن به نحوه قيمت گذاري سهام عادي در بورس بر مي گردد . يكي از مدلهاي قيمت گذاري سهام مدل گوردون مي باشد كه اگر سود سهام نرخ رشد ثابتي داشته باشد از فرمول زير مي توان قيمت سهام را مشخص كرد .

سود نقدي هر سهم = D 

نرخ رشد سود سهام = g

نرخ بازده مورد انتظار سهامداران = Ks

قيمت سهام = p

در نتيجه داريم : 

براي بدست آوردن g نيز چند روش وجود دارد كه در اين تحقيق از اين روش استفاده مي كنيم كه ابتدا ميانگين نسبت پرداخت سود سهام و مكمل آن يعني نسبت نگهداري سود را پيش بيني مي كنيم و سپس g را ازحاصلضرب نرخ نگهداري سود در ميانگين ROE پيش بيني شده به دست مي آورند .

نسبت پرداخت سود = سود نقدي تقسيم شده / سود خالص سال جاري

نسبت نگهداري سود = 1 – نسبت پرداخت سود

g = ROE \* نسبت نگهداري سود

******

* **نرخ هزينه سهام عادي جديد( Ke )**

هزينه سهام عادي جديد بيشتر از هزينه سود انباشته Ks است زيرا فروش سهام عادي جديد هزينه هاي صدور فروش را در بردارد . براي محاسبه از فرمول محاسبه Ks استفاده مي شود منتهي هزينه هاي انتشار و فروش را در نظر مي گيرند .

سود نقدي هر سهم = D 

نرخ رشد سود سهام = *g*

هزينه هاي صدور فروش به درصد = *f*

در پايان با جايگذاري اين نرخ ها در فرمول WACC (فرمول 6) ، ميانگين موزون سرمايه يا نرخ هزينه سرمايه بدست مي آيد .

# 18-2 مزاياي EVA

ارزش افزوده اقتصادي دارای مزایای زیادی است که می‌توان مهمترین آنها را به شرح زیر خلاصه کرد:

1- EVA رابطة نزدیکی با NPV دارد، به‌عبارتی EVA با تئوری تامین مالی که بیان می‌دارد ارزش یک شرکت افزایش خواهد یافت اگر پروژه‌هایی با NPV مثبت انتخاب شوند، هم‌سو و سازگار می‌باشد.

2- EVA مدیران ارشد شرکت را نسبت به معیاری که بیشتر تحت کنترل آنهاست، پاسخ‌گو می‌کند (نرخ بازدة سرمایه و نرخ هزینة سرمایه بوسیلة تصمیمات آنها تحت تاثیر قرار می‌گیرد) نه نسبت به معیارهایی که مدیران احساس می‌کنند نمی‌توانند آنها را به‌خوبی کنترل نمایند (ارزش بازار سهام).

3- EVA از طریق همة تصمیماتی که مدیران شرکت اتخاذ می‌کنند تحت تاثیر واقع می‌شود (تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری و تقسیم سود، نرخ بازدة سرمایه و تصمیمات مربوط به تامین مالی، نرخ هزینة سرمایه‌ را تحت تاثیر قرار می‌دهد).

4- EVA معیار مناسبی جهت تعیین پاداش مدیران می‌باشد (می‌توان پاداش را به‌عنوان درصدی از ارزش افزودة اقتصادی که مدیران ایجاد کرده‌اند درنظر گرفت).

5- EVA به‌عنوان معیار داخلی سنجش عملکرد، موفقیت شرکت در افزودن به سرمایه‌گذاری سهامدارانش را به‌ بهترین نحو نشان می‌دهد.

6- EVA نشان می‌دهد که ارزش شرکت مستقیماً به عملکرد مدیریت بستگی دارد.

7- EVA با ارزش بازار شرکت در ارتباط است. (ارزش سهام تابعی از EVA های آتی پیش‌بینی شده می‌باشد).

8- EVA معیاری است که نشان می‌دهد عملکرد واقعی شرکت نسبت به عملکرد پیش‌بینی شده، کاهش یا افزایش داشته است. EVA مثبت به این معنی است که ارزش شرکت با درنظر گرفتن هزینه برای سرمایة به‌کار گرفته شده، افزایش یافته است.

9- EVA روش مناسبی برای تعیین اهداف، اندازه‌گیری عملکرد، ارزیابی استراتژی‌ها، تخصیص بهینة سرمایه، طراحی سیستم پاداش، افزایش سرمایه و قیمت‌گذاری می‌باشد.

10- EVA به‌عنوان یک معیار عملکرد اقتصادی با معیارهای دیگری مثل ارزش افزودة نقدی (CVA)، ارزش افزودة‌ سهامداران (SVA) و بازدة جریان نقدی روی سرمایه‌گذاری (CFROI) سازگار می‌باشد.

11- EVA به‌عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد کمتر در معرض تحریف‌های حسابداری قرار دارد. به‌عبارتی از طریق انجام برخی تعدیلات، انحرافات ناشی از تغییر در روش‌ها و برآوردهای حسابداری به حداقل می‌رسد.

1. - EVA به‌عنوان ارائه دهنده زبان واحدی در کل سازمان است.

# 19-2 معايب EVA

مطمئنا معيار ارزش افزوده اقتصادي مانند ديگر معيار هاي ارزيابي عملكرد داراي معايب و ايراداتي هست كه در اينجا به طور مختصر به آنها اشاره مي شود :

1- محاسبه ارزش افزوده اقتصادی شامل محاسبه نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه می‌باشد که مشکل است.

2- ارزش افزوده اقتصادی معمولاً براساس ارقام تاریخی محاسبه می‌شود.

3- گاهی اوقات تجزیه و تحلیل ارزش افزوده اقتصادی غیرعملی است مثلاً برای شرکت‌هائی که تازه راه‌اندازی شده‌اند یا برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تجزیه و تحلیل ارزش افزوده اقتصادی مناسب نیست.

# 20-2 نتيجه گيري

با توجه به مطالب گفته شده در دو بخش اين فصل مي توان اين طور برداشت نمود كه از آنجا كه مشخص شد ارزش افزوده اقتصادي معيار مناسبي براي سنجش عملكرد مديريت در ايجاد ارزش است و نسبت به معيارهاي سنتي مزاياي بيشتري دارد و با توجه به اينكه يكي از اهداف سياست خصوصي سازي افزايش كارايي و تقسيم ثروت بين عموم مردم است لذا با بررسي عملكرد شركتهاي واگذار شده به بخش خصوصي از طريق اين معيار مي توان ايجاد ارزش در سهام شركتها و بالطبع افزايش ثروت سهامداران را تاحدودي بررسي كرد و نتايج بهتري كسب كرد .

البته مطمئنا اين تحقيق و اين معيار آن هم در بازه زماني كوتاه براي تصميم گيري در رابطه با رسيدن به اهداف خصوصي سازي كافي نيست و نياز به بررسي بيشتر وكلي تر محققان آتي دارد .

# 21-2سابقه تحقيق

# 1-21-2 تحقيقات جهاني

بالطبع تحقيقات زيادي در زمينه خصوصي سازي وصورت گرفته است كه يكي از بزرگترين آنها توسط ژان كلود كاست نرجس بوباكري[[23]](#footnote-23) ( 1994 ) صورت گرفته كه در آن 79 شركت از بين 21 كشور در حال توسعه انتخاب شده و عملكرد مالي وعملياتي آنها در سه سال قبل و بعد از خصوصي سازي در طي دوره زماني 1992 -1980 بررسي شده است . هدف تحقيق مذكور اين بوده است كه آيا اجراي سياست خصوصي سازي در كشور هاي در حال توسعه مطلوب بوده است ومنجر به بهبود عملكرد شده است يا خير ؟

يافته هاي آن بيانگر اين بوده است كه خصوصي شدن شركتها سوددهي آنها را افزايش داده است .

تحقيق گسترده ديگري توسط گروه متخصصان بانك جهاني متشكل از ويليام مگينسون ، رابرت نش و ماتيس ون راندن بورگ[[24]](#footnote-24) (1996) صورت گرفته كه در آن عملكرد مالي و كارايي 61 شركت در 18 كشور ( 6 كشور در حال توسعه و 12 كشور صنعتي ) و در 32 صنعت در سه سال قبل و بعد از خصوصي سازي مورد بررسي قرار گرفته است .

يافته هاي اين تحقيق حاكي از افزايش قابل توجه در سود آوري ، كارائي ، سرمايه گذاري و كاهش در اهرم مالي بوده است .

پژوهشهاي ديگري توسط برنارد و بورتولوتي و همكاران[[25]](#footnote-25)2 در سال 2000 و همچنين رامامورتي در همان سال در زمينه خصوصي سازي صورت گرفته است كه نتايج هر دوي آنها حاكي از بهبود معني دار تمامي شاخصهاي سودآوري ، كارايي و سرمايه گذاري بوده است .

در زمينه ارزش افزوده اقتصادي تحقيقات زيادي صورت گرفته كه به عنوان نمونه استوارت در سال 1991 طي پژوهشي نشان داد كه در شركتهايي با EVA مثبت ، همبستگي بسيار بالايي بين مقادير دو معيار EVA و MVA به عنوان شاخص ارزيابي عملكرد خارجي شركت وجود دارد . در حاليكه در شركتهايي با EVA منفي همبستگي اين دو معيار چندان جالب نبود .

همچنين فينگان[[26]](#footnote-26)3 در سال 1991 آناليز بحث شده را توسعه داد تا ساير شاخصها را نيز لحاظ كند و دريافت كه EVA برتر از ساير معيارهاست .

یمورا و همکاران[[27]](#footnote-27)4 (1996) از اطلاعات نمونه ای مشتمل بر 100 بانک از بزرگترین بانکهای USA طی دوره ای 10 ساله از سال 1986 لغایت 1995 استفاده کردند تا MVA را محاسبه نموده و همبستگی آن را با EVA و نیز چهار تا از معیارهای متداول حسابداری نظیر مبلغ سود خالص ، EPS ، ROE و ROA آزمون نمایند. نتیجه این شد که ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با سایر معیارها بیشترین همبستگی را با ارزش افزوده بازار دارد.

# 2-21-2 تحقيقات در ايران

در ايران نيز تحقيقات زيادي در حوزه خصوصي سازي و همچنين ارزش افزوده اقتصادي صورت گرفته كه از آنها مي توان به تحقيق مهدي تقوي در سال 1373 اشاره كرد كه عملكرد خصوصي سازي دولت را از ديدگاه نظري بررسي نموده و نقايص و مشكلات اجراي اين سياست را جهت بهبود مطرح نموده است و اشاره كرده است كه با وجود آنكه هدف دولت از خصوصي سازي ارتقا كارايي و ايجاد تعادل اقتصادي بوده است اما در واقع مهمترين انگيزه واگذاري واحدهاي دولتي در ايران جنبه مالي داشته است و در نهايت عملكرد خصوصي سازي را در راستاي دستيابي به هدف افزايش كارايي ناموفق دانسته است .

در سال 1375 علي افشاري به بررسي تاثيرات سياست خصوصي سازي در برنامه اول روي عملكرد عملياتي بويژه افزايش در فروش در طي سالهاي 72-1369 پرداخته است و نتايج آن بهبودي كه چندان چشم گير نيست را در عملكرد عملياتي نشان مي دهد كه به علت كوچك بودن دامنه تحقيق كه تنها شامل 8 شركت و 3 صنعت بوده داراي نارساييهاي بوده است .

موسي بزرگ اصل (1373 ) شيوه هاي خصوصي سازي و تاثيرآن بر وضعيت مالي شركتهاي دولتي را بررسي كرده است و به اين نتيجه رسيده است كه جهت رقابت با شركتهاي خارجي اين شركتها نبايد سود سهام نقدي تقسيم نمايند .

پايان نامه آقاي علي شاهسواري به راهنمايي آقاي دكتر نقي بهرامفر (1385 ) به بررسي تاثير خصوصي سازي بر شركتهاي توليدي بر بازدهي و عملكرد مالي آنها مي پردازد و نتايج آن حاكي از آن است كه خصوصي سازي به جز در صنعت وسايل نقليه موتوري تاثيري بر روي بازده سهام ، بازده فروش و يازده دارايي هاي شركت هاي خصوصي شده نداشته است و همچنين خصوصي سازي در مورد بازده ارزش ويژه فقط در صنعت ساخت وسايل نقليه موتوري و صنعت ساخت محصولات كاغذي موثر بوده است و در ساير صنايع بي تاثير بوده است .

در زمينه ارزش افزوده نيز ، فريدون رهنماي رودپشتي ( 1386 ) طي تحقيقي به بررسي و ارزيابي كاركرد ارزش افزوده اقتصادي و ارزش افزوده بازار به منظور ارزيابي عملكرد اقتصادي شركتها پرداخت و به اين نتايج رسيد كه بين EVA با متغيرهاي مالي مورد مطالعه نظير EPS ، P و ROI رابطه وجود دارد و همچنين وجود رابطه MVA با ROI و ROS و RI نيز تائيد گرديده است و نيز نتايج نشان مي دهد كه ميزان رابطه EVA با متغيرها در مقايسه با MVA با متغيرها بيشتر است .

در تحقيق ديگر خانم عارفه حسيني ، كارشناس ارشد حسابداري به راهنمايي دكتر رضوان حجازي عضو هيئت علمي دانشگاه الزهرا به مقايسه رابطه ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادي با معيارهاي حسابداري پرداخته تا بتواند بر اساس آن مناسبترين معيار ارزيابي عملكرد داخلي كه نماينده اي از ارزش افزوده بازار به حساب بيايد ،را به دست آورد . نتايج اين تحقيق بدين صورت است كه در شركتهاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، معيار ارزش افزوده اقتصادي در مقايسه با ساير معيارهاي مورد بررسي با ارزش بازار مرتبط است ، بنايراين پيشنهاد نموده است كه از معيار ارزش افزوده اقتصادي به عنوان شاخص ارزيابي داخلي و خارجي به علت رابطه قوي آن با ارزش افزوده بازار استفاده شود .

در پايان نامه آقاي لقمان حاتمي به راهنمايي آقاي دكتر محمد حسن جناني ( 1386) به بررسي تطبيقي ارزيابي عملكرد شركتها با استفاده از شاخصهاي ARR ، ROI ، ROE و EVA پرداخته شده است و هدف آن ، اين بوده است كه آيا مي توان از ارزش افزوده اقتصادي به عنوان جايگزيني براي بازده سرمايه گذاري ، بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده حسابداري استفاده نمود ؟

يافته هاي آن پژوهش بدين ترتيب است كه بين ارزش افزوده اقتصادي با بازده سرمايه گذاري و بازده حقوق صاحبان سهام همبستگي وجود داشته ولي مقدار آن چندان زياد نبوده و علت آن بالا بودن نرخ هزينه سرمايه است كه منجر به صفر يا منفي شدن ارزش افزوده اقتصادي مي گردد .

# منابع فارسي:

1. آذر ، ع و منصور مومنی ، 1385 ، **"آمار و کاربرد آن در مدیریت"** ، جلد دوم، انتشارات سمت.
2. حاتمي ، ل.، 1386 ، **"بررسي تطبيقي ارزيابي عملكرد شركتها با استفاده از شاخص هاي EVA ROE ROI – ARR "،** پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک ، دانشکده مدیریت.
3. رهنماي رودپشتي ، ف. و هاشم نيكومرام،1385، **" مديريت مالي راهبردي (ارزش آفريني)"** ، انتشارات كسا كاوش ، ص 360.
4. سامتي ، م .،1378، **"مطالعه موردي در راستاي كاهش فعاليتهاي اقتصادي دولت"** ، وزارت اقتصاد و دارايي.
5. شاهسواري،ع .،1385،**" بررسي تاثير خصوصي سازي شركتهاي توليدي بر بازدهي و عملكرد مالي آنها"**،پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک، دانشکده مدیریت.
6. كرامتي ، م .، 1386 ، **"روزنامه دنياي اقتصاد"** .
7. متوسلي ، م .،1380، **"خصوصي سازي يا تركيب مطلوب دولت و بازار در توسعه اقتصادي"** ، موسسه مطالعات و پژوهش هاي بازرگاني.
8. محمد زاده ، ح .، 1384 ، **"مقاله تاثير خصوصي سازي شركتهاي دولتي بر بازده سهام آنها"**، تحقيقات مالي، شماره 19 ، ص 115-97 .
9. مهدي زاده ، م .،1384، **" روزنامه آسيا"** .

# منابع لاتین:

1. Grand. Jamesl ;( 2003); the Foundation of Economic Value Added; Wiley Pub
2. Kaplan,R.S. and Norton, D. (1997),Translating Strategy Into Action : The Balanced Scorrecard ,HBS Press,Boston, MA.
3. Steward .G.Bennet ;( 1991); The Quest for Value; Harper Publishers Inc

1. 1.Jhon Moze,1992 [↑](#footnote-ref-1)
2. .Nellis,1992 [↑](#footnote-ref-2)
3. . VikroViro,1998 [↑](#footnote-ref-3)
4. .mandal,1994,p78 [↑](#footnote-ref-4)
5. .Viltsher,1998,p24 [↑](#footnote-ref-5)
6. .Mandel,1944 [↑](#footnote-ref-6)
7. 2. Kaplan,R.S. & Norton, D. (1997) [↑](#footnote-ref-7)
8. . Balanced Scorecard [↑](#footnote-ref-8)
9. 1.Stwart,1991 [↑](#footnote-ref-9)
10. . Journal portfolio management [↑](#footnote-ref-10)
11. . Garyc et all, 1998, pp:1 [↑](#footnote-ref-11)
12. 1. Internal Rate of Return, IRR [↑](#footnote-ref-12)
13. . free rider [↑](#footnote-ref-13)
14. . ageny [↑](#footnote-ref-14)
15. 2.Cho,1997 [↑](#footnote-ref-15)
16. 3.Draker,1995 [↑](#footnote-ref-16)
17. 4.Rajerson & lefkotis,1999 [↑](#footnote-ref-17)
18. 5. lefkotis,1999 [↑](#footnote-ref-18)
19. 6. Tavvala & lefkotis,1999 [↑](#footnote-ref-19)
20. 7.Titel jom,1997 [↑](#footnote-ref-20)
21. 8.Stewart,2001 [↑](#footnote-ref-21)
22. 9.Moriss,2001 [↑](#footnote-ref-22)
23. .Bobakery,1994 [↑](#footnote-ref-23)
24. ,borg,1996 [↑](#footnote-ref-24)
25. 2.Bertoloty,2000 [↑](#footnote-ref-25)
26. 3.Fingan,1991 [↑](#footnote-ref-26)
27. 4.Yamoora et all,1996 [↑](#footnote-ref-27)