

مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان
سال هفدهم، شماره ۱ (بهار ۱۳۸۴)

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و پیشنهاد معیارهای
ارزش افزوده اقتصادی و جریان های آزاد نقدی برای گزارشگری
ارزش های واحد تجاری

ناصر ایزدی نیا*

چکیده

با وجود چالش های ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت و تضاد منافع
بین گروه های ذینفع مرتبط با واحد تجاری شاهد هستیم از معیارهای
حسابداری نظیر درآمد هر سهم^۱ (EPS)، نسبت بازدهی حقوق صاحبان

* عضو هیات علمی دانشگاه اصفهان

¹ Earning Per Share

سهام^۱ (ROE) و یا بازدهی سرمایه گذاریها^۲ (ROI) به منظور ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری استفاده می شود. حتی از این معیارها برای تنظیم طرحهای انگیزشی و پاداشی مدیران استفاده شده است. در این مقاله که حاصل یک مطالعه توصیفی است به نقد و ارزیابی معیارهای سنتی حسابداری برای ارزیابی عملکرد و گزارشگری مالی واحدهای تجاری پرداخته می شود و با توجه به شرایط تحول یافته ناشی از جهانی شدن اقتصاد چالش اساسی مدیریت بنگاههای تجاری ارزش آفرینی برای بنگاهها و بخصوص ثروت آفرینی برای طبقه سهامدار معرفی می گردد. شاخص اصلی ارزش آفرینی و ارزیابی عملکرد معیار ارزش افزوده اقتصادی^۳ (EVA) یا سود اقتصادی^۴ معرفی می گردد. این شاخص برای ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری و تنظیم طرحهای انگیزشی مدیران کاربرد دارد و ضمن تأکید بر اهمیت آن، چگونگی محاسبه و تعدیلات لازم بر سود و سرمایه حسابداری به منظور محاسبه ارزش افزوده اقتصادی مطرح می شود. همچنین معیار جریانهای آزاد نقدی^۵ (FCF) به عنوان شاخص دیگری در ارزیابی عملکرد و گزارشگری ارزشهای واحد تجاری معرفی می گردد. نمونه هایی از بنگاههای موفق که از این شاخصها برای ارزیابی عملکرد خود استفاده نموده اند معرفی می شود.

¹ Return On Equity

² Return On Investment

³ Economic Value Added

⁴ Economic Profit

⁵ Free Cash Flow

واژه های کلیدی: ارزش افزوده اقتصادی - جریان های آزاد نقدی -
ارزیابی عملکرد و پاسخگویی مدیران - پاداش مدیران - معیارهای
حسابداری

Faculty of Admin. Sciences & Econ. Journal,
University of Isfahan.
Vol.17, No.1 , 2005

***A Critique on Performance Measurement
Techniques in Accounting and Proposing the
Measure of Economic Value Added and Free
Cash Flows for Corporate
Reporting***

N. Izadinia

Abstract

With challenges over the separation of ownership and management and the conflict of interest between different accounting user groups, we witness the use of accounting measures such as Earning per share

(EPS), return on stockholders' Equity (ROE) or return on investment (ROI) for performance evaluation. Those measures are also used for setting management's incentive plans. In this article which is an interpretive one we critically evaluate traditional accounting measures in performance evaluation and corporate reporting and with regards to the changes in world economy conditions and globalization we show that the main challenge of the corporate management is wealth creation for stockholders.

The main measure of wealth creation and performance evaluation is Economic Value Added (EVA) or Economic Profit (EP). This measure is used for managers' performance evaluation and setting incentive plans for them. We show in this paper how to adjust the accounting profit and capital to arrive at Economic Value Added (EVA). Further, the Free Cash Flow is another measure of performance evaluation and corporate reporting which is discussed in this paper. We give a sample real world companies who use such measures.

Keywords: Economic Value Added (EVA), Free Cash Flow, Performance evaluation, Incentive plans, Accounting measures

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد ...

۶۱

مقدمه

اختیار و قدرت تصمیم گیری در شرکتهای سهامی عام که ناشی از ابتکار عمل و سرمایه بخش خصوصی است در کل در حیطه و کنترل گروههایی از طبقات مدیریت است. مدیرانی که اقتصاد کشور تحت نفوذ تصمیمات آنهاست و برنامه ریزی بنگاه ها را به نحوی انجام می دهند که چه بسا با منافع طبقه سهامدار و یا حتی اقتصاد ملی در تضاد باشد. شناسایی مشکلات ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت و تضاد منافع^۱ به زمان های دور برمی گردد از زمانی که دو نفر از اساتید دانشگاه کلمبیا بنام آقایان Cardiner, C.Means & Adolf. A.Berle در کتابی تحت عنوان "شرکت های مدرن و مالکیت خصوصی"^۲ سبک و سیاقی از مدیریت را که در جهت منافع فردی و گروهی خود عمل می نماید، افشا می سازند. به عنوان مثال آنان ذکر می کنند مدیران در جهت رشد منافع خود اندازه شرکت ها را گسترش می دهند حتی اگر این رشد غیر اقتصادی و به زیان طبقه سهامدار باشد. زمانی که ارزیابی عملکرد و پاداش مدیران اجرایی متناسب با اندازه شرکت ها است شاهد وقوع این پدیده هستیم. یا زمانی که پاداش سالانه مدیران مبتنی بر ارقام حسابداری است، انگیزه های قوی برای مدیریت سود و دستکاری ارقام حسابداری وجود دارد.

از این رو کمیته های پاداش و مجامع عمومی شرکتهای برای رهایی از دام سود حسابداری و سایر مقیاسهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر ارقام حسابداری به مقیاسهای ارزش آفرینی روی آورده اند. مقیاس های ارزش

¹. Conflict of Interest

². Stern, M. Joel and John, S. Shiely (2001) "The EVA Challenge", Wiley & Sons, Inc. pp.1-3

افزوده اقتصادی (EVA) و جریانهای آزاد نقدی (FCF) مقیاس های اصلی اندازه گیری ارزش است که نارساییهای سایر مقیاسهای حسابداری را ندارد و تلاش می نماید بین منافع طبقه سهامدار و مدیران هم سویی ایجاد نماید. به علاوه مقیاسهای مذکور برای گزارشگری ارزش های اقتصادی واحد تجاری کاربرد دارد.

مروری بر ادبیات موضوع

در دو دهه آخر قرن بیستم میلادی شاهد تغییر و تحولات بنیادی در شرایط اقتصادی و روابط تجاری بین کشورها هستیم. آثار این تغییرات بسیاری از کشورهای جهان، صرفنظر از وضعیت سیاسی و سطح توسعه اقتصادی آنها را فرا گرفته است. عمده عوامل کلیدی در پیدایش شرایط متحول شده اقتصادی را میتوان به قرار زیر تلخیص نمود^۱.

- آزاد سازی نرخ ارز در بازار پول و شناور شدن نرخ ارز
- مقررات زادایی از فعالیتهای اقتصادی و بویژه پایان یافتن کنترل ها در زمینه حرکت سرمایه ها
- جنبش جهانی خصوصی سازی در اقتصاد
- توافق همگانی در مورد تعرفه ها و تجارت
- بسط و گسترش مؤسسات سرمایه گذاری و اعتباری
- رشد حیرت انگیز تکنولوژی اطلاعات و ارتباطات
- تغییر دیدگاه نسل ها نسبت به نوع پس اندازها و سرمایه گذاری ها

¹ Young, S. David and Stephen F.O'Byrne. (2001). "EVA and Value Based Management", MC Graw Hill, pp.5-6

مجموعه این شرایط کلیدی زمینه ساز پدیده جهانی شدن اقتصاد بوده است. در شرایط جدید مدیران واحدهای تجاری با چالش های جدیدی مواجهند. از جمله می توان به موارد زیر اشاره کرد.

- امروزه سرمایه گذاران قادرند برای کسب بازدهی بیشتر سرمایه های خود را حرکت دهند زیرا سرمایه هادارای چنین خاصیتی می باشند.
 - مدیران اجرایی نمی توانند نسبت به بازارهای سرمایه بی تفاوت باشند.
 - حداکثر سازی ثروت سهامداران از اهداف اصلی بنگاه هاست .
 - حفظ هزینه های سرمایه در سطح معقول از ضرورت های تداوم فعالیت در بازار سرمایه است.
 - ارزش آفرینی برای بنگاه ها عامل اصلی در ثروت آفرینی طبقه سهامدار و حفظ تداوم فعالیت است.
 - ارزش افزوده بازار^۱ (MVA) که شاخص ثروت آفرینی برای طبقه سهامدار است تحت تأثیر قضاوت نسبت به EVA می باشد.
- مؤسسات مشاوره مالی و مدیریت راه حل بنیادی که به منظور بهبود اساسی در عملکرد شرکتها و حل چالش های جدید پیشنهاد نموده اند، سیستم مدیریت مبتنی بر ارزش^۲ (VBM) می باشد. این سیستم آن گونه که نایت (Jame. A.Knight) یکی از صاحب نظران این نظریه توصیف می کند^۳. عبارت است از:

¹ Market Value Added

² Value Based Management

³ Aknight, James, (1997) "Value Based Management. A Systematic Approach to Creating shareholders Value". Mc Graw Hill

« VBM یعنی سیستمها و فرآیندهای کلیدی و حتی افراد در یک واحد تجاری به سمت ارزش آفرینی سوق داده شوند و جهت گیری این سیستمها به سمت خلق ارزش باشد. به عبارتی به کلیه افراد در رده های مختلف سازمان این تفکر القا شود که چگونه در بین تصمیمات خود تقدم قایل شوند و تصمیماتی را مقدم بدانند، که در ایجاد ارزش و ثروت آفرینی مؤثرند.»

یک برنامه جامع مدیریت مبتنی بر ارزش (VBM) اجزای زیر را در برمی گیرد^۱:

- برنامه ریزی استراتژیک
 - تخصیص سرمایه (مدیریت سرمایه گذاریها)
 - بودجه بندی عملیاتی
 - اندازه گیری عملکرد
 - تنظیم طرحهای پاداش مدیران و کارکنان
 - تنظیم ارتباطات داخلی سازمان
 - تنظیم ارتباطات خارجی سازمان
- در سیستم VBM ثروت آفرینی برای طبقه سهامدار به عنوان هدف بارز و شاخص^۲ در مدیریت واحد تجاری و اتخاذ تصمیماتی از قبیل تولید محصولات جدید یا گسترش حجم عملیات می باشد.
- ارزش افزوده اقتصادی (EVA) که به آن سودباقیمانده^۱ یا سود

هم

اقتصادی

¹. Young & O'Byrne. op.cit.p.18

². Paramount goal

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد ...

۶۵

می گویند معتقد است ارزش زمانی ایجاد می شود که یک واحد تجاری بتواند تمامی هزینه های عملیاتی و همچنین هزینه های سرمایه خود را پوشش دهد و مبالغی نیز مازاد باقی بماند. EVA به عنوان یک راه حل بدیل برای نگاه به عملکرد واحد تجاری است و مقیاسی است که میتوان برمبنای آن به ارزیابی عملکرد پرداخت. EVA یک مشارکت اساسی در مدیریت خلق ارزش دارد و معبری برای پیاده نمودن نظریه VBM است و در اجراء هر یک از اجزا سیستم مدیریت مبتنی بر ارزش مرتبط است.^۱

هم اینک در اکثر شرکتهای بزرگ غربی که تعداد آنها از صدها مورد تجاوز می کنی

EVA مبنای گزارشگری نتایج عملیات و تنظیم طرحهای انگیزشی است.^۲

EVA مقیاسی منافع سهامداران است و مدیران نیز با همان هدف

مشمول ارزیابی و اعطا پاداش قرار می گیرند. EVA یک مفهوم جدید نیست بلکه همان مفهومی است که اقتصاددانان آن را سود اقتصادی می نامیدند لیکن تا این اواخر فاقد تکنیک اندازه گیری بود. بعد از یک دوره تکوین نسبتاً طولانی اندازه گیری EVA توسط شرکت Stern Stewart در سال ۱۹۸۹ آغاز گردید از آن زمان تاکنون بیش از ۳۰۰ شرکت در نقاط مختلف جهان با این سیستم خود را سازگار نموده اند که از آن جمله میتوان از شرکتهای زیر نام برد:

¹. Residual Income

². Young & O'Byrne. op.cit.pp.21-50

³. Stern & Shiely .op.cit.pp.147-158

COCA-COLA	BRIGGS & STRATTON	TATE & LYLE
QUAKER OATE	LAFARJE	SPX
BOISE CASCADE	SIMENS	HERMAN MILER

معیارهای حسابداری

در دهه های آخر قرن بیستم میلادی در بسیاری از واحدهای تجاری ارزیابی عملکرد مدیران و تنظیم طرحهای پاداشی به تغییرات سود حسابداری و سود هر سهم (EPS) وابسته بوده است، همچنین از سایر مقیاسهای حسابداری نیز در این رابطه استفاده شده است. این مقیاسها در سیر تکوین و تکامل خود از بازدهی حقوق صاحبان سهام (ROE) و بازدهی خالص داراییها (RONA)¹ و یا بازدهی سرمایه گذارینها (ROI) استفاده نموده اند.

گر چه مقیاسهای ROE و RONA مقیاسهای بهتری از EPS است و سود و ترازنامه را بهم مرتبط می سازد، اما این مقیاسها هم می تواند تحریف شود. به عنوان مثال اگر ROE به عنوان یک رقم از پیش تعیین شده تعریف شود به دو شیوه می توان باعث افزایش آن شد. یکی از راه صحیح یعنی بهبود عملکرد واحد تجاری و بهبود سود از طریق افزایش کاراییها و سرمایه گذاری در پروژه هایی که دارای EVA مثبت می باشد. اما اگر این شیوه امکان پذیر نباشد شیوه دیگر عبارت از کاهش حقوق

¹. Return On Net Assets

صاحبان سهام از طریق باز خرید سهام منتشره می باشد که با همان سطح سود قبلی نرخ ROE افزایش می یابد، یا اگر ارزیابی عملکرد به بازدهی خالص داراییها (RONA) وابسته باشد تحریفات مشابهی ممکن است اتفاق افتد به فرض بعضی از داراییها که حفظ آنها برای شرکت ارزشمند است فروخته شود و در نتیجه بازدهی بیشتری روی داراییهای باقی مانده گزارش شود. یا مثلاً اگر تحصیل شرکت دیگری مطلوب و مقرون به صرفه باشد و سود کل مجموعه را افزایش می دهد از آن جا که حجم داراییها را افزایش می دهد و نرخ RONA در کل مجموعه کاهش می یابد اتفاق نمی افتد زیرا باعث کاهش نرخ RONA و پاداش مدیران می گردد.

به عنوان مثال در شرکت کامپیوتری APPLE تمامی مدیران آن بر مبنای RONA ارزیابی می شدند در اوایل دهه ۱۹۹۰ نرخ RONA در این شرکت حدود سی درصد بود که در میان شرکتهای آمریکایی نرخ بالایی بود. این نرخ بالا باعث شده بود مدیران از پذیرش آن دسته از فرصتهای سرمایه گذاری پر بازده که نرخ RONA آنها کمتر از سی درصد اما بالاتر از نرخ هزینه سرمایه آنها بود اجتناب ورزند. مدیران می دانستند اگر پروژه هایی با نرخ RONA کمتر از سی درصد اجراء نمایند پاداشهای آنها کاهش می یابد. پیامد بلند مدت این وضعیت کاهش سرمایه گذاریهای جدید APPLE می باشد به نحوی که در سال ۱۹۹۷ این شرکت در معرض فروپاشی قرار می گیرد. در این دهه بسیاری از پروژه های ارزش آفرین که دارای EVA مثبت بودند کنار گذاشته شد.

¹. Stern & Shiely .op.cit.PP.147-155

رئیس APPLE آقای G.Amelio می گوید: «راه‌های کمی برای APPLE وجود داشت که بتواند اقدام کند بویژه با توجه به فرهنگ سازمانی که وظایف و کارها در مسیر غلط بود و تدریج باعث فرسایش موقعیت قوی اولیه مادر صنعت کامپیوتر شد. انتخاب معیارها و مقیاسهای غلط هیچ‌گونه کمکی به ما نکرد»^۱

مثال دیگر شرکت Coca cola است که از شهرت و اعتبار جهانی برخوردار است در این شرکت تا قبل از دهه ۱۹۸۰ معیار بازدهی خالص داراییها (RONA) معیار ارزیابی عملکرد بود و همین امر باعث شده بود که از پذیرش پاره ای از سرمایه گذارینها به سبب آن که ممکن است نرخ RONA را برای کل شرکت کاهش دهد، اجتناب ورزند. در حالی که این سرمایه گذارینها نرخ بازدهی بالاتری از نرخ هزینه سرمایه آنها داشت اما در زمان مدیریت آقای Roberto Goizueto که یک مهندس شیمی بود کلید موفقیت حداکثر سازی EVA تشخیص داده شد یعنی اجرای پروژه هایی که دارای نرخ بازدهی بالاتری از نرخ هزینه سرمایه است به عبارتی دارای EVA مثبت می باشد. این شرکت بعد از تغییر در نگرش نسبت به معیارها به تولید انواع محصولات غذایی با رژیمهای مختلف و تنوع تولیدات با توجه به تنوع ذائقه ها روی آورد^۲ از شرکتهای دیگری که به سیستم VBM توجه نموده اند و از معیار EVA برای ارزیابی عملکرد بخشهای خود استفاده نموده اند شرکت Tate & Lyle که مرکز آن در لندن است و شرکت بزرگی در تجارت شکر و مواد غذایی می باشد میتوان نام برد. آقای

¹. Amelio G. & w. Simon . (1998). "On The Frontline" New york, Harper Business, Inc

². Young & O'Byrne. op.cit.pp.13-16

Simon Gifford مدیر مالی آن می گوید: «در گذشته همواره، تأکید ما بر قدرت سودآوری و به ویژه بهبود EPS بود زیرا معیاری است که مورد درخواست مردم و تحلیل گران مالی است.» Gifford می گوید: نتیجه این نگرش آن بود که توجه کافی به مبانی سرمایه و مخارج سرمایه نداشتیم و به دلیل عدم توجه به EVA بعضی از بخشها ادامه فعالیت آنها اقتصادی نبود و در این بخشها سود خالص عملیاتی^۱ (NOPAT) تکافوی هزینه سرمایه را نمی کرد و برای آینده نزدیک نیز تحقق این امر محتمل نبود.^۲

پذیرش وسیع اندازه گیریهای حسابداری به منظور ارزیابی عملکرد ناشی از فقدان اطلاعات داخلی شرکتها است که در اختیار طبقه سهامدار نیست، لذا مجبورند به معیارهای حسابداری اتکا نمایند. این معیارها ممکن است نارسا باشند اما از نظر عرف مورد احترام می باشند. به عنوان شاهد میتوان از سود حسابداری تعهدی که بر مبنای آن درآمد هر سهم (EPS) محاسبه می شود نام برد. معیار EPS در طول زمان به بالاترین حد اهمیت و پذیرش خود رسیده است. خطر اساسی آن است که حسابداران برای محاسبه سود حسابداری محاسبات مختلفی را انجام می دهند که چه بسا با واقعیتهای اقتصادی سازگار نباشد و این امکان وجود دارد که سود هر سهم (EPS) دستکاری شود. این تحریفات با بکارگیری روشهای مختلف حسابداری امکان پذیر است. در دفاع از نحوه عمل حسابداری بایستی اذعان داشت حسابداران از روی قصد و عمد باعث تحریفات نمی شوند بلکه روشهای حسابداری برای ارزیابی واقعیتهای

¹. Net Operating Profit After Tax

². Stern & Shiely .op.cit.PP.147-155

اقتصادی واحد تجاری طراحی نشده اند. در حسابداری تعیین وضعیت عملیاتی و ارزیابی عملکرد با دیدگاه بسیار محتاطانه صورت گرفته و این امر باعث شده ارزیابی عملکرد با فرض بدترین شرایط صورت گیرد به عنوان مثال حسابداران پاره ای از مخارج را با وجود آن که دارای تأثیرات سرمایه ای است به عنوان هزینه دوره از سود جاری کسر نموده اند.^۱

بطور متداول همین که صورتهای مالی سالانه یا فصلی منتشر می شده است، ارقام سود حسابداری و EPS مورد علاقه و توجه قرار می گرفته است و مدیریت نیز با آگاهی از علاقه سهامداران به EPS به تحریفات سود حسابداری می پرداخته است آقای Arthur Levitt رییس S.E.C در سال ۱۹۹۸ در یک سخنرانی هشداردهنده پاره ای از طرفنها^۲ که با موضوع مدیریت سود مرتبط است ذکر می نماید. مواردی از آن را به شرح زیر افشا می سازد:^۳

– ترند فروشهای اجباری (Trade Loading)

بدان معنی که شرکتها در رابطه با مشتریان دائمی و مطیع خودسیاستهای اعتباری سهلی را قایل می شوند و آنها را راضی می کنند، بیش از آن که نیاز دارند کالا خریداری نمایند و در نتیجه سود حسابداری دوره جاری افزایش می یابد. مدیران در دورههای بعد نیز بمنظور جلوگیری از کاهش حجم فروش میزان فروشهای اجباری را افزایش و سیاستهای

^۱ جهانخانی، علی و احمد ظریف فرد، ۱۳۷۴، «آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند»، تحقیقات مالی، دانشگاه تهران با همکاری دانشگاه شهید بهشتی، سال دوم شماره ۷ و ۸، (تابستان و پاییز)

^۲ Gimmicks

^۳ Stern & Shiely.op.cit.pp.7-9

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد ...

۷۱

اعتباری را سهل تر می کنند، در حالی که سود و EPS افزایش یافته و مشتری از یک دوره سخاوتمندانه اعتباری برخوردار است هیچگونه ارزش و وجوه نقد قابل توزیعی فراهم نشده است و این پدیده یک بازی پوشالی است و فقط کسانی از آن منتفع می شوند که میزان پاداش آنها به EPS وابسته است.

- ترفند **Big Bath**

در این ترفند واحدهای تجاری در بیان هزینه های تجدید ساختار خود بزرگ نمایی می کنند. هزینه هایی از قبیل حق بازخرید خدمت کارکنان یا هزینه های از رده خارج کردن تجهیزات بیش از واقع گزارش می شود و به یکباره سود کاهش می یابد. بازار کارای سرمایه با بررسی سودهای آتی به ارزشیابی سهام می پردازد و در آینده نزدیک وقوع مجدد این گونه هزینه ها را محتمل نمی داند، لذا سودهای آتی را افزایش یافته تلقی نموده و قیمت گذاری بیشتری برای سهام انجام می دهد. این پدیده هنگامی رخ می دهد که پاداش مدیران محدود به مبلغ معینی از سود شده باشد بدین ترتیب مدیران از سودهای آتی و پاداشهای آتی خود حفاظت می کنند.

- ترفند **Merger Magic**

هنگامی که یک واحد تجاری با واحد دیگر ادغام می شود و یا اکثریت سهام آن را تحصیل می نماید می تواند بخش عمده ای از بهای خرید را به عنوان اجرای فرآیند تحقیق و توسعه خود در حساب مذکور ثبت نماید و به سرعت این مخارج را به حساب سود و زیان منظور و از سود

جاری کسر نماید. حال آنکه اگر این مبالغ به عنوان سرفصلی ترکیبی در ترازنامه منعکس شود از کانال استهلاک از سودهای آتی کسر می گردد.

– ترفند Cookie Jar Reserves

حسابداران با استفاده از مزایای حسابداری تعهدی ارقام هزینه و زیانهای بالقوه آتی را در دوره جاری شناسایی و به عنوان بدهی در ترازنامه منعکس می نمایند. به عنوان مثال هزینه های خدمات پس از فروش و یا هزینه های وامها و بازخرید خدمات کارکنان را در دوره هایی که سود زیاد است در حساب ذخایر انباشته می کنند و در دوره هایی که سودآوری پایین است از این حساب استفاده می کنند بدین گونه در دوره های رونق سود را کاهش و در دوره های رکود از کاهش سود جلوگیری می کنند. بدین ترتیب مدیران با این شیوه از سودهای آتی حفاظت می کنند.

آقای Levitt در خاتمه سخنرانی خود بیان می کند: «امروزه شاهدیم تعداد زیادی از مدیران اجرایی شرکتها دوست دارند خود را شریک خانوادگی و امین سرمایه گذاران تلقی نمایند و در سمتی حرکت کنند که خوشایند سهامداران است کم کم این مدیران به این دیدگاه می رسند که حتی تحریف سود اگر در جهت رضایت بازار سرمایه باشد نه تنها کار خوبی است بلکه وظیفه آنهاست^۱».

به دنبال ورشکستگی شرکت Enron در آمریکا آقای Stewart که از مروجین نظریه ارزش افزوده اقتصادی است در مقاله ای تحت عنوان «

¹. Stern, M. Joel and John, S. Shiely, (2001), "The EVA Challenge", wiley & Sons, Inc.

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد ...

۷۳

شرکت انرون از توقف بازی مدیریت سود خبرمی دهد^۱» اعلام می دارد این ورشکستگی از سالها قبل از اعلام، اتفاق افتاده بود.

شرکت انرون در سال ۱۹۸۵ میلادی تأسیس و در مدت کوتاهی به هفتمین شرکت بزرگ آمریکا و بزرگترین شرکت تجاری در خرید و فروش گاز طبیعی در دنیا تبدیل شد. ورشکستگی انرون از مدتها قبل اتفاق افتاده بود و به دنبال حوادث بازده سپتامبر به منظور جلوگیری از تزیاید التهاب ناشی از این حادثه اعلام ورشکستگی به تأخیر افتاد. اعلام ورشکستگی میلیاردها دلار به سهامداران زیان وارد نمود و باعث شد کارمندان شرکت که بالغ بر بیست هزار نفر بودند تمامی اندوخته های دوران بازنشستگی خود را که به صورت سهام این شرکت بود از دست بدهند. ورشکستگی انرون صرفنظر از ابعاد سیاسی و اقتصادی از لحاظ معیارهای ارزیابی عملکرد و انجام وظایف حسابرسان قابل تعمق است.

استوارت معتقد است یکی از دلایل ورشکستگی این شرکت تأکید بیش از حد بر معیار EPS و سود حسابداری می باشد به نحوی که در گزارشات مالی سال ۲۰۰۰ مدیریت این شرکت ادعا نموده است: « عملکرد انرون در سال ۲۰۰۰ بر مبنای هر مقیاسی موفقیت آمیز است. به نحوی که سود ویژه شرکت به یک رکورد بی سابقه در سال ۲۰۰۰ رسیده است. انرون بر بهبود EPS خود تمرکز نموده و انتظار دارد به عملکرد قوی خود در تحصیل سود و بهبود EPS ادامه دهد.»

¹. Stewart. G.Bennett, (2002) "Enron Signals the End of the Earnings Management Game".
Luation, volume 4.

شواهد نشان می دهد در این شرکت پاداش مدیران بیشتر به EPS وابسته بوده است و بسیاری از مدیران ارشد که سهامدار شرکت بوده اند قبل از اعلام ورشکستگی سهام خود را فروخته اند .

نویسنده پس از آن که انتقادات خود را به EPS بر می شمارد به ارزیابی عملکرد براساس مقیاس EVA می پردازد. بر مبنای صورتهای مالی سالهای ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۰ میلادی، EPS شرکت روند صعودی و رضایت بخشی دارد و در سال ۲۰۰۰ به ۱/۲ دلار هر سهم می رسد. اما بررسی EVA در همین دوران ارقام منفی را نشان می دهد به نحوی که در سال ۲۰۰۰ مبلغ EVA شرکت حدود هفتصد میلیون دلار منفی بوده و روند نزولی EVA از سال ۱۹۹۷ شروع گردید و در سال ۲۰۰۰ به اوج خود رسیده است.

الف: مدل محاسبه ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

اقتصاددانان مالی ارزش افزوده اقتصادی (EVA) را سود اقتصادی یا سود باقیمانده نامیدند . EVA به عنوان سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات (NAOAT)^۱ که از آن هزینه های سرمایه کسر می گردد تعریف می شود. هزینه های سرمایه شامل کلیه هزینه های تأمین مالی واحد تجاری اعم از هزینه بهره وام ها و بازده مورد توقع سهامداران می باشد که همگی در نرخ متوسط هزینه سرمایه^۲ (WACC) تبلور می یابد.

^۱. Net Operating Profit After Tax

^۲. Weighted Average Cost of Capital

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد ...

۷۵

EVA= NOPAT – CAPITAL CHARGES

EVA بر مبنای سود حسابداری محاسبه می شود و همانند سود حسابداری یک مقیاس پویا^۱ و نه یک مقیاس ایستا^۲ است. EVA مقیاس ارزیابی عملکردی است که می تواند در سطح بخشها و واحدهای تابعه واحد تجاری محاسبه شود. این مقیاس جوابگوی ارزیابی عملکرد در طول دوره های زمانی است و بویژه آن که مولد ثروت آفرینی و ارزش آفرینی برای طبقه سهامدار است. با توجه به گزارش سود و زیان و اطلاعات حسابداری موجود پس از تعدیلات لازم امکان محاسبه آن فراهم می شود. در این رابطه میتوان مدل گزارشگری زیر را برای محاسبه EVA برای هر دوره مالی ارائه نمود.

نام شرکت

گزارش ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

برای دوره مالی منتهی به xxx

مبلغ

ریال xxx

فروش خالص

کسر می شود: هزینه های عملیاتی

(xxx)

سود عملیاتی (قبل از بهره و مالیات) EBIT

xxx

¹. FLOW

². STOCK

کسر می شود: مالیات شرکت
سود عملیاتی پس از کسر مالیات (NOPAT)

xxx

کسر می شود: هزینه های سرمایه

xxx)

ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

براساس صورت فوق مادامی که بازدهی حاصل از بکارگیری خالص داراییها بیش از هزینه سرمایه ناشی از بکارگیری آن داراییها است EVA مثبت است و ارزش آفریده شده است. نرخ بازدهی حاصل از خالص داراییها (سرمایه گذاریها) به شرح زیر قابل محاسبه است:

$$RONA = NOPAT \div \text{Net Assets}$$

$$\text{Net Assets} = \text{Invested Capital}$$

$$RONA = NOPAT \div \text{Invested Capital}$$

$$EVA = NOPAT - \text{Capital Charges}$$

$$NOPAT = RONA \cdot \text{Capital}$$

$$\text{Capital Charges} = \text{Capital} \cdot WACC$$

$$EVA = (RONA \cdot \text{Capital}) - (\text{Capital} \cdot WACC)$$

$$EVA = \text{Capital} (RONA - WACC)$$

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد ...

۷۷

آنچه این معادلات به ما می گوید آن است که یکواحد تجاری در موارد زیر قادر به خلق EVA و ارزش آفرینی است:

۱- نرخ بازدهی داراییهای موجود (RONA) افزایش یابد در حالی که نرخ هزینه سرمایه (WACC) و مبلغ سرمایه (خالص داراییها) ثابت باقی مانده است.

۲- رشد توأم با سودآوری: زمانی که سرمایه گذاریهای جدید بازدهی بیشتری از هزینه سرمایه خود کسب می کنند ارزش ایجاد می شود حتی اگر سیاست رشد با کاهش نرخ متوسط RONA شرکت همراه باشد. (به عبارتی مادامی که نرخ RONA هر پروژه سرمایه گذاری بیش از نرخ هزینه سرمایه آن است بایستی نسبت به سرمایه گذاری اقدام نمود).

۳- حذف فعالیتهای ضایع کننده ارزش: هنگامی که بخشها و مشاغل که بازدهی آنها کمتر از هزینه سرمایه آنهاست تعطیل شود و سرمایه به کار گرفته شده در این بخشها آزاد شود، هزینه سرمایه کاهش می یابد و این کاهش بیشتر از کاهش بازدهی ناشی از حذف این بخشها است و در نتیجه EVA افزایش می یابد.

۴- دستیابی و اجرا پروژه هایی که در دوره های طولانی تری نرخ RONA آنها بیشتر از نرخ متوسط هزینه سرمایه آنها است.

۵- کاهش نرخ هزینه سرمایه: یکی از وظایف امور مالی عبارت از انتخاب ساختار مالی است که بتواند باعث کاهش هزینه سرمایه و حداکثر سازی ارزش شرکت شود. به همین دلیل متخصصان نظریه EVA معتقدند حوزه امور مالی و حوزه برنامه ریزی استراتژیک بایستی به یکدیگر نزدیک و تعاملی بین آنها برقرار شود.

ب: مدل جریانهای آزاد نقدی واحد تجاری (Free Cash Flow of Firm)

ارزش به عنوان تنزیل جریانهای نقدی آزاد آتی واحد تجاری^۱ (F.C.F.F) برای اولین بار توسط Joel Stern در سال ۱۹۷۲ مطرح گردید. مبانی نظری برای این شیوه به واسطه مقالات علمی منتشر شده بین سالهای ۱۹۵۸ تا ۱۹۶۱ توسط فرانکو مودیگلیانی و مرتون میلر مطرح گردید^۲

F.C.F.F (جریانهای نقدی آزاد واحد تجاری) ضابطه‌ای است که می‌تواند بین واحد تجاری و سایر گروه‌های ذینفع برون سازمانی ارتباط برقرار نماید. فرض اساسی آن است که ارزش واحد تجاری ناشی از توانایی آن در ایجاد جریانهای نقدی حاصل از عملیات مستمر و سایر جریانهای نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری است.

ارزش به عنوان جریانهای نقدی آزاد تنزیل شده بهترین مبنا و مقیاسی است که شفافیت ایجاد می‌کند و تعادلی بین منافع کلیه گروه‌های ذینفع برقرار می‌سازد زیرا در این شیوه ادعای هر ذینفعی بر حسب پول نقد ارزش‌گذاری می‌شود. این شیوه ارزش‌یابی مستلزم برخورداری از دیدگاه بسیار جامعی نسبت به چندین دوره آینده واحد تجاری است و تعیین آن به روشنی نیازمند اطلاعات کاملی نسبت به آینده است.

¹. Free Cash Flow of Firm = F.C.F.F

². Stewart G. Bennet, (1991) The Quest For Value, HarperCollins. PP. 306-308.

برای تعیین ارزش شرکت (تعیین جریانهای نقدی آزاد) فقط مراجعه به ترازنامه کافی نیست چون ترازنامه تنها بیانگر آن است که در گذشته واحد تجاری چقدر منابع پولی در آن واریز شده است و اگر به خواهیم ارزش شرکت را محاسبه نماییم باید مقدار منابع پولی که از آن ایجاد می شود را محاسبه نماییم یعنی ارزش فعلی وجوهی که از داراییهای شرکت تحصیل می شود تعیین کننده ارزش شرکت است. به بیان دقیق تر ترازنامه یک شرکت در بهترین حالت می تواند معیاری برای تعیین سرمایه بکار گرفته شده، یعنی وجوهی که توسط سرمایه گذاران در شرکت تامین شده است باشد. تبدیل چنین سرمایه ای به ارزش بستگی به موفقیت مدیریت در زمینه کسب عایداتی که این سرمایه تحصیل می کند و نرخ تنزیل این عایدات دارد. طبق مدل اقتصادی، تعیین ارزش مستلزم پیش بینی جریانهای آزاد نقدی واحد تجاری می باشد.

بر مبنای نظریات میلر و مودیگلیانی ارزشیابی شرکت براساس تنزیل جریانهای نقدی مورد انتظار واحد تجاری صورت می گیرد. جریانهای نقدی حاصل از درآمد واحد تجاری پس از تأمین کلیه هزینه های عملیاتی و مالیاتها و مخارج سرمایه ای به عنوان جریانهای نقدی آزاد یا باقیمانده تعریف می شود. به عبارتی قبل از هر گونه پرداختی بابت بدهیها (بهره و اقساط بدهی) و یا توزیع سود نقدی سهام بین صاحبان سهام جریانهای نقدی آزاد محاسبه می شود.

جریانهای نقدی آزاد واحد تجاری با استفاده از نرخ تنزیل مناسب که همان میانگین موزون هزینه سرمایه واحد تجاری است تنزیل می شود. این نرخ میانگین، هزینه منابع مالی مختلفی است که در اختیار شرکت گذاشته

شده است یعنی هر کدام از این منابع مالی بر حسب وزن شان در ساختار سرمایه و نرخ خاص هزینه‌ای که دارند در محاسبه نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه دخالت دارند. فرمول تئوریک ارزشیابی شرکت با عمر معین و محدود n دوره به قرار زیر است:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^n \frac{CF \text{ to Firm }_t}{(1 + WACC)^t}$$

از آنجا که شرکتهای سهامی عام در دنیای امروز دارای تداوم فعالیت و عمرناشناخته و معمولاً "بی انتها هستند از این رو ارزش این شرکتها ارزش فعلی جریانهای نقدی بی انتها و دائمی است. اما چون قادر نیستیم جریانهای نقدی دائمی و بی انتها را تخمین بزنیم، لذا جریانهای نقدی را برای یک دوره مشخص رشد تخمین زده و سپس در پایان این دوره ارزش نقطه پایانی (Terminal Value) را محاسبه می‌نماییم. در نهایت تمامی ارزشهای محاسبه شده را با توجه به زمان بندی این ارزشها تنزیل می‌کنند. پس میتوان معادله کلی زیر را در این رابطه نوشت:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Ter min al Value}}{(1 + WACC)^n}$$

عمده مدلهای ارزشیابی مبتنی بر جریانهای نقدی آزاد براساس معادله فوق تنظیم می‌شود. بدین ترتیب ارزش یک شرکت به میزان جریانهای نقدی آتی، زمان بندی و ریسک این جریانات بستگی دارد. این شیوه ارزشیابی تمامی عناصر مؤثر بر ارزش یک شرکت را مدنظر قرار می‌دهد و با دیدگاه سرمایه‌گذاران که انتظار دریافت وجوه نقد آتی را دارند سازگار است.

منظور از جریانهای نقدی آزاد واحد تجاری، خالص جریانهای نقدی بدست آمده از عملیات واحد تجاری است که مازاد بر وجوه نقد سرمایه‌گذاری شده برای رشد است. اگر کل دریافتیهای نقدی حاصل از عملیات مستمر یک شرکت را در نظر بگیریم و تمامی پرداختها و مخارج نقدی را از آن کسر کنیم آنچه باقی می‌ماند جریانهای نقدی آزاد است که همان وجه نقد باقی‌مانده ناشی از فعالیتهای عملیاتی است. واحد تجاری می‌تواند وجه نقد باقی‌مانده را به صورت پرداختهای متقابل به تأمین‌کنندگان مالی پرداخت نماید. پرداختهای متقابل واحد تجاری به تأمین‌کنندگان مالی تعیین‌کننده ارزش واحد تجاری از دیدگاه سرمایه‌گذاران است. بدین ترتیب در این مدل نیز انتظارات نسبت به آینده تعیین‌کننده ارزش شرکت است.^۱

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

$$1) FCF = Sales - Operating \text{ Exp} - Tax - (\Delta Working \text{ Capital} + \Delta Fixed \text{ Assets})$$

$$2) NOPAT = Sales - Operating \text{ Exp} - Tax$$

$$3) Investment = \Delta Working \text{ capital} + \Delta Fixed \text{ Assets}$$

$$4) FCF = NOPAT - Investment$$

در محاسبه سود خالص عملیاتی (NOPAT) استهلاک داراییهای

سرمایه‌ای لحاظ شده است و Investment خالص سرمایه‌گذاری است. به

عبارتی چه میزان بیشتر از استهلاک داراییهای سرمایه‌ای سرمایه‌گذاری

¹. Stewart, G.Bennett, (1991) "The Quest For Value" HarperCollins Publisher .Inc

شده است. مبنای محاسبه F.C.F اطلاعات حسابداری صورتهای مالی است. در بعضی از کتب ارزشیابی مدل زیر برای محاسبه F.C.F به صورت گزارشی ارایه شده است.^۱

نام شرکت

صورت جریانهای نقدی آزاد

برای دوره مالی

مبلغ

xxx

فروش

کسر می شود:

هزینه های عملیاتی (به غیر از استهلاک)

(xxx)

سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک

xxx

کسر می شود: اسهال

(xxx)

کسر می شود: مالیاتها

(xxx)

(xxx)

¹ Young & O'Byrne, (2001)"EVA and Value Based Management" McGraw Hill. PP 22-26

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد ...

۸۳

سود خالص عملیاتی (NOPAT)

xxx

اضافه می شود: استهلاک

xxx

کسر می شود: سرمایه گذاریها:

۱- افزایش سالانه در سرمایه در گردش

(xxx)

۲- افزایش سالانه در داراییهای ثابت

(xxx)

جریانهای نقدی آزاد (F.C.F)

xxx

چنانچه هزینه های عملیاتی شامل هزینه استهلاک باشد به عبارتی سود قبل از بهره و مالیات (EBIT) پس از کسر استهلاک محاسبه شده باشد در این صورت جریانهای نقدی آزاد واحد تجاری (F.C.F) طبق معادله زیر نیز قابل محاسبه است:

$$5) FCF = EBIT (1 - \text{Tax rate}) + \text{Dep. Exp} - (\Delta \text{Working Capital} + \Delta \text{Fixed Assets})$$

سرمایه گذاریها = سودخالص عملیاتی پس از مالیات = جریان آزاد نقدی - هزینه استهلاک +

F.C.F یک واحد تجاری وجه نقد باقی مانده ناشی از فعالیتهای عملیاتی است که واحد تجاری پس از تأمین مالی سرمایه‌گذاری هایش می‌تواند به صورت پرداختهای متقابل به تأمین‌کنندگان مالی پرداخت نماید. پرداختهای متقابل به صورت بازخرید سهام، تقسیم سود، پرداخت بهره وامها و یا بازپرداخت اصل وامها می‌باشد.

تعدیلات حسابداری

حسابداران به دلیل رعایت جنبه‌های احتیاطی در محاسبه سود، پاره ای از هزینه‌ها را بیش از حد معمول محاسبه و گزارش می‌نمایند. بسیاری از کاربران EVA و FCF به منظور رفع نارساییهای موجود در گزارشگری مالی مبتنی بر^۱ (GAAP) پاره ای از تعدیلات روی رقم سود و سرمایه را پذیرفته‌اند تا بتوانند EVA و FCF قابل‌اتکاتری محاسبه کنند، به این اقسام موارد معادل سرمایه گفته می‌شود (Equity Equivallant). شرکت استوارت مواردی که تحت عنوان اقسام معادل سرمایه بایستی به سود و سرمایه برگشت داده شود مشخص می‌سازد. هدف این تعدیلات آن است که پاره ای از تحریفات ناشی از تمایلات مدیریت در بازی با ارقام و اعداد حسابداری زدوده شود یا آن که پاره ای از ضعفها که به دلیل ایرادات ذاتی GAPP در اندازه‌گیری‌های حسابداری ایجاد شده کاهش یابد. با انجام تعدیلات حسابداری نتایج زیر حاصل می‌شود:

¹ The Generally Accepted Accounting Principles

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد ...

۸۵

- آثار نامناسب احتیاط های حسابداری بر ارقام سود و سرمایه حذف می شود.
- نرخ حسابداری بازدهی سرمایه به نرخ اقتصادی و واقعی نزدیک می شود.
- قابلیت پاسخگویی واحد تجاری در مقابل سهامداران بهبود می یابد.
- توانایی مدیران در مدیریت سود محدود و انگیزه های آن کاهش می یابد.
- پاره ای از اقلام سرمایه که به سود و زیان منظور شده به ترازنامه باز می گردد.
- EVA و FCF سال جاری مقیاس برتری برای ارزیابی عملکرد فراهم می سازد.

در این رابطه سرفصل مهمترین تعدیلاتی که اکثر متخصصان مالی پیشنهاد نموده اند به قرار زیر است.

- تعدیل پیرامون مخارج تحقیق و توسعه
 - تعدیل پیرامون مخارج تبلیغات و بازاریابی
 - تعدیل پیرامون مخارج آموزش و تربیت نیروی انسانی
 - تعدیل پیرامون ذخیره مطالبات مشکوک الوصول
 - تعدیل پیرامون ذخایر بازخرید خدمت کارکنان
 - تعدیل پیرامون ذخیره کاهش ارزش کالا
 - تعدیل پیرامون ذخیره کاهش ارزش سرمایه گذاریها
- اقلام معادل سرمایه طبق رابطه زیر قابل محاسبه است:

+ مانده ذخیره کاهش ارزش کالا + مانده ذخیره م.م.ک + مانده ذخیره باز خرید
خدمت = اقلام معادل سرمایه
هزینه آموزش + هزینه تحقیق و توسعه + هزینه تبلیغات و بازاریابی + مانده ذخیره
کاهش ارزش سرمایه گذاریها

ارزش دفتری سرمایه حسابداری برای هر دوره مالی حاصل جمع حقوق صاحبان سهام و بدهیهای بهره دار کوتاه مدت و بلند مدت می باشد. سرمایه تعدیل شده حاصل جمع ارزش دفتری سرمایه حسابداری و اقلام معادل سرمایه می باشد. بدین ترتیب برای محاسبه سرمایه تعدیل شده از رقم سرمایه دفتری حسابداری مندرج در ترازنامه استفاده می شود و تعدیلات لازم روی آن صورت می گیرد. بهمین شیوه رقم سود ویژه پس از کسر مالیات مندرج در گزارش سود و زیان مبنای محاسبه NOPAT قرار می گیرد و تعدیلات لازم روی آن به عمل می آید که از ورود در جزئیات محاسبات خودداری می گردد. محققین در این خصوص نرم افزارهای محاسباتی لازم را تهیه نموده اند.

خلاصه و نتیجه گیری

در این مقاله با عنایت به مشکلات ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت در شرکتهای سهامی عام و وجود تضاد منافع بین مدیران و سایر گروههای ذینفع نظریه مدیریت مبتنی بر ارزش (VBM) معرفی گردید. با توجه به تحولات بنیادی در شرایط اقتصادی حاکم بر فعالیت بنگاه های

نقدی بر معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد ...

۸۷

تجاری و پیدایش پدیده جهانی شدن اقتصاد مدیران واحدهای تجاری با چالش های جدیدی مواجهند که مهمترین آن حرکت سرمایه ها است. برای غلبه بر این چالش ها اقدام اساسی پیاده نمودن نظریه مدیریت مبتنی بر ارزش می باشد. راه کار عملی برای اجرا این نظریه تصمیم گیری بر مبنای شاخص ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و جریانهای آزاد نقدی واحد تجاری (FCF) معرفی شد. ارزش افزوده اقتصادی معیار ارزیابی عملکردی است که واقعیت های اقتصادی بنگاه را آشکار می سازد. از این معیار برای ارزیابی واحد تجاری و تعیین ارزش سهام نیز میتوان استفاده نمود. ارزش افزوده اقتصادی همانند سود حسابداری در سطح بخشهای مختلف قابل محاسبه است. لیکن محاسبه EVA محدود به اصول متداول حسابداری نسبت و لازم است تعدیلات حسابداری لازم بر ارقام سود و سرمایه به عمل آید. با انجام این تعدیلات آثار ناشی از تحریفات حسابداری و تعصبات حسابداری در رعایت اصل احتیاط زدوده می شود و انگیزه های مدیران در مدیریت سود کاهش می یابد. محاسبه EVA مستلزم توجه به کلیه هزینه های تأمین مالی اعم از استقراض یا انتشار سهام می باشد. حال آن که سایر معیارهای حسابداری فقط به هزینه استقراض توجه می نمایند. جریانهای آزاد نقدی واحد تجاری (FCF) شاخص دیگری در تعیین ارزش های اقتصادی واحد تجاری است و این شاخص مبنای ارزش یابی واحد تجاری و ارزیابی عملکرد آن می باشد. FCF منبع اصلی در پرداخت های متقابل به تأمین کنندگان مالی است.

در این مقاله ایرادات وارده به معیارهای مرسوم حسابداری در ارزیابی عملکرد بیان گردید و به ذکر نقل قولهایی از افراد مسئول در امور مالی

شرکتهای غربی اشاره شد و تعدادی از شرکتهای موفق در اجرا نظریه VBM معرفی گردیدند.

منابع

۱- جهانخانی، علی و اصغر سجادی، ۱۳۷۳، «کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی»، تحقیقات مالی، دانشگاه تهران با همکاری دانشگاه شهید بهشتی، سال دوم شماره ۵ و ۶ (زمستان و بهار)

۲- جهانخانی، علی و احمد ظریف فرد، ۱۳۷۴، «آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند»، تحقیقات مالی، دانشگاه تهران با همکاری دانشگاه شهید بهشتی، سال دوم شماره ۷ و ۸، (تابستان و پاییز)

۳- جهانخانی، علی و فرهاد عبدالله زاده، ۱۳۷۲، «نقدی بر چگونگی قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، دانشگاه تهران با همکاری دانشگاه شهید بهشتی، سال اول، شماره ۱ (زمستان)

۴- ایزدی نیا، ناصر، ۱۳۸۲، «طرح های پاداش مدیران مبتنی بر سوداقتصادی» مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان شماره ۲۹.

۵- دستگیر محسن و ناصر ایزدی نیا، ۱۳۸۲، "مدیریت مبتنی بر ارزش و چالش های مدیریت" ماهنامه حسابداری شماره ۱۵۵.

6- Aknight, James, (1997) "Value Based Management. A Systematic Approach to Creating shareholders value". Mc Graw Hill.

7-Byrne, O.S. (1996). "EVA and Market Value", Journal of Applied Corporate Finance, Spring.

8-Byrne, O.S., (1997). "EVA and Shareholder Return", Financial Practice and Education, Summer, PP. 50 – 59.

9-Catherine.A.Finger.(1994). "The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow" ,Journal of Accounting Research,Autumn, Vol.32

10-Copeland. Tom, Timkoller, Jackmurrin, (1995). "Valuation, Measuring the Value of Companies", wiley & sons, Inc.

11-DeAngelo, L.E. (1990). "Equity valuation and corporate Control", The Accounting Review, January.

12-Fabozzi, J. Frank and James. L.Grant, (2000). "Value Based Metrics Foundation and Practice", Frank j. Fabozzi Associates, Pennsylvania.

13- Freher, E.W. (1997) "Designing the Annual Management Incentive Plan. A Guide to Compensation Management", John Wiley & Sons, PP. 161-175.

- 14-Gray, C. Biddle, Bowen, and J.S. Wallace, (1997), "Does EVA Beat Earnings"? Evidence on Association with Stock Returns and Firm Values. , Journal of Accounting and Economics , PP 301-336.
- 15-Madden, J, Bartley, (1999), "CFROI Valuation; A TOTAL System Approach to Valuing to Firm", Butterworth- Heineman.
- 16-Miller & Modigliani, (1961), . " Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", Journal of Business, vol. 34.
- 17-Stern, M. Joel and John, S. Shiely (2001) " The EVA Challenge", Wiley & Sons, Inc.
- 18-Stewart,G. Bennett, (1991) "The Quest for Value", Harper Collins publisher.
- 19-Stewart.G. Bennett, (2002). "Enron Signals the End of Earnings Management Game", Luation vol.4. WWW. EVA. Com. April
- 20-Tully, S. (1993), "The Real Key to Creating Wealth", Fortune, Septembne 20, PP. 38- 50.
- 21-Tully,s. (1996). "A New Way to Find Bargains", Fortune. December
- 22-Wallace, J.S. (1997), "Adopting Residual Income Based Compensation Plans: Do you Get What You Pay For It?" , Journal of Accounting & Economics, PP. 275- 300.

23-Young, S. David and Stephen F.O'Byrne. (2001). "EVA and Value Based Management, A practical Guide to Implementation", MC Graw Hill.

24-Zhang. Xiao Jun, (2000), "Conservative Accounting and Equity Valuation", Journal of Accounting and Economic, vol 29.