

بررسی رابطه بین بهبود نگهداشت وجه نقد و ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی

باقر باقریان کاسگری^۱، امیر فاضلی^۲^۱استادیار دانشگاه پیام نور، دانشگاه پیام نور واحد ورامین، ایران^۲دانشجوی کارشناسی ارشد، مدیریت کسب و کار، گرایش بازاریابی، دانشگاه پیام نور واحد ورامین، ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۲/۰۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۳/۲۸

Investigating the relationship between improving cash retention and assessing economic value added performance**Bagher Bkasgari¹ Bagherian¹, Amir fazeli²**¹Assistant Professor, Yam Noor University, Payam Noor University, Varamin Branch, Iran²Master student, business management, marketing orientation, Payame Noor University, Varamin Branch, Iran

Received: (24/05/2022) Accepted: (29/06/2022)

Abstract:

The purpose of the current research is to investigate the relationship between cash retention and the evaluation of economic value added performance. For this purpose, we addressed this issue by using the theoretical foundations of the above variables and by reviewing previous researches in this field. The current research is practical in terms of its purpose, and it is a review research method and a library research type. The results show that by implementing the economic added value performance evaluation policy, investing less and more than the limit in investing companies, and on the other hand, by implementing the economic added value policy, the cash holding value of companies increases.

Key words: Cash retention, added value, economy, investment

چکیده

هدف از پژوهش حاضر، بررسی رابطه نگره داشت نقدی بر ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. بدین منظور با استفاده از مبانی نظری متغیرهای فوق و با بررسی تحقیقات پیشین در این زمینه به این موضوع پرداختیم. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی بوده و از نظر روش پژوهش مروری و از نوع تحقیقات کتابخانه‌ای می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که با اجرای سیاست ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی سرمایه گذاری کمتر و بیشتر از حد در شرکت‌های سرمایه گذار و از طرفی با اجرای سیاست ارزش افزوده اقتصادی، ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

واژه های کلیدی: نگره داشت وجه نقد، ارزش افزوده، اقتصاد، سرمایه گذاری

مقدمه

وجه نقد بخش مهمی از دارایی‌های واحد تجاری را تشکیل می‌دهد. تخصیص نامناسب وجه نقد موجب روبه رو شدن با خطر کاهش ارزش شرکت و از دست دادن منابع مالی است (مین سیانو و همکاران، ۲۰۱۹). به عبارت دیگر، موجودی نقد را می‌توان حیاتی‌ترین منبع واحد اقتصادی و اصلی‌ترین عنصر از گروه دارایی‌های جاری دانست که نسبت کمی از دارایی‌ها را تشکیل می‌دهد (ماهشوری و رائو ۲۰۱۷). محیط رقابتی و تحولات سریع دنیای اقتصادی، مسئولیت مدیران را در اتخاذ تصمیم‌های مالی و انجام معاملات تجاری مضاعف می‌کند. مسئله تصمیم‌گیری در تمام زمینه‌های امور مالی به چشم می‌خورد و این قاعده از مدیریت نگهداشت وجه نقد مستثنا نیست. توجه به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد از مهم‌ترین وظایف مدیران در فرایند مدیریت مالی است؛ زیرا از یک سو کمبود وجه نقد موجب می‌شود که شرکت در انجام به موقع فعالیت‌های تجاری با مشکل مواجه شود و از سوی دیگر، نگهداری بیش از اندازه وجه نقد، هزینه‌های نمایندگی را در پی دارد (چیرکا و فاکویا، ۲۰۱۷) پیش‌بینی‌های سودی که دقیق‌تر بوده و پراکندگی کمتری داشته باشند، تمایل بیشتری به تاثیرگذاری قوی‌تر بر دیدگاه شرکت‌ها و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی نسبت به عملکرد آبی و ارزش شرکت دارند. علاوه بر این، ارزش یک شرکت برابر با ارزش فعلی جریان‌های نقدی پیش‌بینی شده است، بنابراین پیش‌بینی‌های سود باید بر اساس پیش‌بینی آن‌ها از جریان‌های نقدی آینده یک شرکت باشد. شرکت‌هایی با پیش‌بینی دقیق و پراکندگی پیش‌بینی کم، با عدم اطمینان کمتر جریان نقدی در آینده همراه هستند (گانتای و هکبارث؛ ۲۰۱۰؛ گودمن و همکاران، ۲۰۱۳) مدیریت دارایی‌های نقدی با ریسک و سودآوری شرکت در تعامل می‌باشد. علاوه بر این مدیریت نقدینگی نامناسب باعث سرمایه‌گذاری مازاد در وجه نقد و کاهش سودآوری شرکت و در انتها افزایش ریسک شرکت می‌شود (دیتمار و اسمیته، ۲۰۰۷)

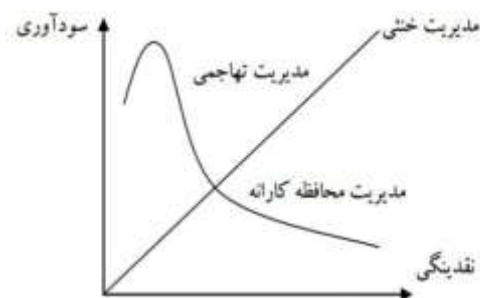
یکی دیگر از معیارهای مدیریت ارزش‌مدار (مدیریت مبتنی بر ارزش)، ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. با توجه به اینکه ارزش افزوده اقتصادی کل هزینه سرمایه را در نظر می‌گیرد، این نقطه ضعف موجود در سیستم‌های حسابداری که فقط هزینه بدهی را در نظر می‌گیرد و سود شرکت را بیشتر از مقدار واقعی نشان می‌دهد، از بین می‌رود (مشایخی، ۱۳۸۳) تحقیقات تجربی زیادی برای شناخت رابطه بین معیارهای عملکرد سنتی حسابداری و معیارهای مدرن مبتنی بر ارزش صورت گرفته، اما نتایج متناقضی به دست آمده است. برخی از مطالعات حاکی از برتری ارزش افزوده اقتصادی بر سایر معیارهای عملکرد است؛ در حالی که سایر مطالعات نتایج متفاوت و متضادی را گزارش داده‌اند. بنابراین این پرسش همچنان باقی است و تحقیقات تجربی ادامه دارد. ارزش افزوده اقتصادی شاخصی است که به کنترل کل ارزش ایجاد شده شرکت در یک کسب و کار می‌پردازد. این شاخص توسط استرن استوارت ایجاد شد تا به بیان چالش‌هایی که شرکت‌ها در زمینه اندازه‌گیری عملکرد مالی مواجهند بپردازد. ارزش افزوده اقتصادی با اندازه‌گیری سود پس از کسر بازده مورد انتظار سهامداران، سوددهی اقتصادی را بیان می‌کند. ایجاد بهبود در ارزش افزوده اقتصادی به معنای افزایش ثروت سهامداران است (نظریه، ۱۳۷۹) این پژوهش به دنبال اثبات یک معیار ارزیابی عملکرد کارا و دارای محتوای اطلاعاتی است که بتوان توسط آن تأثیر تصمیمات مدیریت (مانند پرداخت سود سهام) را بر بازدهی و افزایش ثروت سهامداران را بهتر سنجید. به عبارت دیگر؛ این پژوهش قصد دارد که اثر تصمیمات مدیریت را در ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد سنجش قرار دهد و نتیجه را برای استفاده در بورس اوراق بهادار تهران ارائه نماید. حداکثر شدن بازده بلند مدت سرمایه‌گذاران، مترادف با حداکثر شدن ارزش ایشان است که بیانگر استفاده بهینه مدیریت از منابع و سرمایه در اختیار آنان می‌باشد و با اتخاذ تصمیمات استراتژیک همچون میزان پرداخت سود سهام، منجر به کسب ارزش افزوده شده است (کاووسی، ۱۳۸۲).

وجه نقد، نخستین و مهم‌ترین عامل حیات هر بنگاه اقتصادی است. در واقع بنگاه‌هایی می‌توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند نیازهای نقدی خود را به موقع برآورده کنند. وجه نقد برای مدیریت و بهره‌برداری از یک شرکت دارای اهمیت است. علاوه بر این، در زمانی که پول نقد سرمایه‌گذاری می‌شود، ارزش یک شرکت بالا می‌رود. در مقایسه با انواع دیگر دارایی‌ها، پول نقد یک شکل از سرد است و به راحتی می‌تواند در هزینه‌های پایین تبدیل به منافع شخصی شود. مدیرانی که بتوانند منافع شخصی خود را مهار کنند، به طور قابل توجهی ارزش دارایی‌های نقدی شرکت را افزایش می‌دهند. انتخاب یک هسته شاخص ارزیابی عملکرد، یک نکته کلیدی در عملکرد سیستم ارزیابی مدیر است. هنگامی که درآمد یک مدیر به صورت مثبت به عملکرد شرکت مرتبط باشد سیستم اجرای ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی می‌تواند به عنوان یک شاخص ارزیابی عملکرد، مدیران را تشویق به تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بهتر برای افزایش ارزش شرکت نماید. علاوه بر این، هنگامی که ارزش افزوده اقتصادی شامل انگیزه جبران مدیران باشد، تصمیم‌های مالی با کسب منافع شخصی کاهش می‌یابد که در ارزش شرکت تاثیرگذار است. بنابراین در پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این پرسش می‌باشیم که آیا بین اجرای سیاست ارزش افزوده اقتصادی و ارزش نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود دارد؟

در این پژوهش هدف بررسی رابطه نگه داشتن وجه نقد و ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی است.

اهمیت و ضرورت پژوهش

گروه‌های مختلف از جمله مالکان، مدیریت، سرمایه‌گذاران دولت، بانک‌ها و اعتبار دهندگان و ... به دلایل متفاوت به مسئله ارزیابی عملکرد شرکت‌ها توجه خاصی داشته و آنها را مهم تلقی می‌کنند و همچنین معیارهای مختلفی برای ارزیابی عملکرد وجود دارد که هر کدام در جایگاه خود می‌تواند معیار مناسبی برای ارزیابی عملکرد باشد. اطلاعات مورد نیاز برای این معیارها از طریق صورت‌های مالی حسابداری، اقتصاد، بازار آزاد و با ترکیبی از آنها به دست می‌آید که هر کدام به نوعی دارای محاسن و معایب مختلفی هستند. در سال‌های اخیر محققین زیادی در حوزه مالی معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد را مورد انتقاد قرار داده و معیارهای نوین ارزیابی عملکرد را پیشنهاد کرده‌اند که با استقبال خوبی مواجه شده است. با توجه به اهمیت ارزیابی عملکرد شرکت‌ها از نظر مدیران شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل تحلیل‌گران مالی و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی در کشورمان، بررسی معیارهای نوین ارزیابی عملکرد جهت اتخاذ تصمیمات منطقی ضروری به نظر می‌رسد. ارزش افزوده اقتصادی (EVA) یک معیار سودآوری نوین و چرخه تبدیل وجه نقد (CCC) نیز معیار سودآوری و نقدینگی است که مدیران شایسته برای تصمیم‌گیری و افزایش سودآوری شرکت و ارزش بازار از آن استفاده می‌نمایند. در این پژوهش از میان معیارهای نوین مطرح شده رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و چرخه تبدیل وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار خواهد گرفت. بوسیله نمودار زیر رابطه بین نقدینگی و سودآوری نشان داده شده است. معمولاً با افزایش نرخ نقدینگی سودآوری واحد تجاری افزایش می‌یابد اما در بعضی از نقاط این ارتباط در حال تغییر است و با افزایش بیشتر در نسبت



نقدینگی ممکن است منجر به ورشکستگی شود.

روش پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع مروری و با استفاده از منابع و اسناد کتابخانه‌ای و مقالات مرتبط در این زمینه است.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

پژوهش‌های انجام شده در زمینه نگهداری موجودی‌های نقدی توسط شرکت‌ها، انگیزه معاملات وجود هزینه‌های (معاملاتی) و انگیزه احتیاطی را بیشتر مورد تاکید قرار داده‌اند. نگهداری دارایی‌های نقدی، هزینه خاص خود را به همراه دارد. نگهداری زیاد وجه نقد توسط شرکت‌ها می‌تواند سبب شکل‌گیری تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران شود. به عبارت دیگر، نگهداری وجه نقد بالا به هزینه فرصت برای شرکت می‌انجامد. از طرفی عدم نگهداری وجه نقد کافی برای شرکت‌های با محدودیت تامین مالی ممکن است باعث از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده شود و از این رو بر عملکرد آنی و بازده شرکت‌ها تاثیر منفی داشته باشد. بطور کلی وجوه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. ایجاد توازن میان وجه نقد موجود و نیازهای نقدی، یکی از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آن‌هاست. در بسیاری از تصمیم‌های مالی، الگوهای ارزش گذاری اوراق بهادار، روش‌های ارزیابی طرح‌های سرمایه‌ای و غیره، جریان‌های نقدی نقش محوری دارد (تحتی و رحیم پور، ۱۳۹۴، ۴۱) علاوه بر این، در جهان امروز افزایش ثروت سهامداران و ایجاد ارزش برای آنان از اهداف اصلی مدیران شرکت‌ها به شمار می‌رود. سهامداران مالکان اصلی واحد تجاری بوده و پیوسته به دنبال حداکثر کردن ثروت خوش هستند و این افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری حاصل خواهد شد. به همین دلیل آن‌ها به نسبت به موضوع ارزیابی عملکرد واحد تجاری اهمیت خاصی قایل می‌شوند.

برای ارزیابی عملکرد واحد تجاری تا کنون معیارهای مختلفی داده شده است که یکی از جدیدترین این معیارهای ارزش افزوده اقتصادی (EVA) می‌باشد. این معیار به عنوان مهم‌ترین معیار ارزیابی عملکرد توسط استرن استوارت در سال ۱۹۹۱ معرفی شد و به این دلیل مورد توجه قرار گرفت که در راستای منطبق کردن اهداف مدیران، سهامداران و ذینفعان، معماری کارآمد تر نسبت به معیارهای سنتی بوده است (استوارت، ۱۹۹۹)

ارزش افزوده اقتصادی برابر با سود پس از کسر تمام هزینه‌ها از جمله هزینه سرمایه است. پژوهش‌های زیادی در مورد نگهداشت وجه نقد انجام گرفته است.

ایم و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان ناطمینانی و ارزش نگه داشت وجه نقد، بررسی تاثیر اطمینانی بر ارزش نگه داشت وجه نقد پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۸۰-۲۰۱۵ در ۹۹۶۸ شرکت در کشور ایالات متحده آمریکا انجام شده است. برای آزمون نتایج از مدل رگرسیون چند متغیره به روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که با اطمینانی بیشتری روبرو هستند ارزش نگه داشت وجه نقد بالاتری دارند. همچنین نتایج نشان داد که علم اطمینان بر ارزش وجه نقد از طریق محدودیت‌های مالی و مشکلات نمایندگی تاثیر می‌گذارد.

پومو و تابوردا (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "نقدینگی سهام و سهامدار دوم به عنوان هدایت‌کننده ارزش شرکت"، ارتباط بین ارزش شرکت و سهامداران عمده در آمریکای لاتین مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج اقتصادی برای داده‌های گسترده بیش از ۵۵۰ شرکت لیست شده در شش بازار سهام بزرگ در منطقه در دوره زمانی ۱۹۹۷-۲۰۱۱ و با استفاده از مشاهدات ۱۷۸۵ سال شرکت نشان دهنده تاثیر مثبت متغیرهای اندازه‌گیری شده وجود، مشروعیت، پراکندگی و هویت سهامداران عمده بر ارزش (عملکرد) تنها برای سهام بسیار شناور است. هویت دومین سهامدار

بزرگ شرکت به عنوان یک عامل مهم برای چنین اثراتی ظاهر می‌شود. همچنین نتایج این پژوهش حاکی از آن است که مدل‌های حضور و خروج مکمل یکدیگر هستند، به مکانیسم جایگزینی برای حاکمیت شرکتی شرکت‌ها. مان و جان (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین سرمایه در گردش، نگهداری وجه نقد و سود آوری پرداختند. در این پژوهش اثر سطح وجه نقد نگهداری شده بر رابطه بین سرمایه در گردش و سود آوری آزمایش شده است و نتایج روابط پویا بین سرمایه در گردش، وجه نقد و سود آوری بنگاه را نشان می‌دهد.

شن و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی رابطه ارزیابی عملکرد، ارزش افزوده اقتصادی و افزایش ارزش نگهداشت وجه نقد پرداخته و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای عملکرد بهتر، ارزش وجه نقد بیشتری نیز دارند. همچنین ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی کارایی شرکت را افزایش می‌دهد.

اگانا و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی تحت عنوان "توانایی پیش بینی تقسیم سود و جریان نقدی عملیاتی بر جریان‌های نقدی آینده: شواهد تجربی از غنا" در بازه زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ با استفاده از روش‌های حداقل مربعات معمولی و مدل رگرسیون به این نتیجه دست یافتند که سود و جریان‌های نقدی عملیاتی هر دو می‌توانند ابزاری جهت پیش‌بینی جریان‌های نقدی آنتی باشند. ولی قدرت پیش‌بینی این دو با هم متفاوت است. همچنین سود دارای قدرت پیش‌بینی کنندگی بهتری برای جریان‌های نقدی آتی، نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی می‌باشد.

مرادی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان "رابطه بین مازاد نقدینگی پایدار و ارزش نهایی وجه نقد"، به محاسبه ارزش نهایی وجه نقد برای سهامداران در شرکت‌هایی که به صورت مداوم دارای مازاد نقدینگی بوده‌اند، پرداخته‌اند. در این پژوهش اطلاعات ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۰ گردآوری شده است. برای تحلیل آماری داده‌ها و انجام فرضیه‌های پژوهش فوق، از روش برآورد گشتاوری تعمیم یافته (GMM) استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که وجه نقد مازاد وجود دارد، ارزش نهایی وجه نقد کمتر از سایر شرکت‌ها است.

فغانی ماکرانی و زندی (۱۳۹۶) پژوهشی با عنوان "تاثیر عکس‌العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد" انجام داده‌اند. این پژوهش با هدف بررسی عکس‌العمل بازار در برابر نگهداشت وجه نقد مازاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۳ صورت گرفت. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۸ تا سال ۱۳۹۳ می‌باشد. نتایج فرضیه‌های پژوهش بیان می‌کند که بین نگهداشت وجه نقد مازاد و حجم معاملات، روزهای معاملات، بازدهی سهام، ریسک سیستماتیک رابطه مستقیم وجود دارد، بین واکنش بازار و نگهداشت وجه نقد مازاد هم رابطه مستقیم وجود دارد. در نهایت یافته‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌هایی که وجه نقد زیاد در خود نگهداری می‌کنند باعث افزایش ریسک سیستماتیک می‌شود.

مفاهیم پژوهش

نگه داشت وجه نقد

امروزه وجه نقد یکی از منابع با اهمیت و حیاتی هر واحد اقتصادی می باشد و ایجاد توازن میان آن و نیازهای نقدی، یکی از با اهمیت ترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آنها می باشد. از همین رو، هر چه طول چرخه تبدیل وجه نقد کوتاه تر گردد، این به معنی آن می باشد که سرمایه شرکت به مدت اندکی در فرآیند کسب و کار درگیر شده و شرکت سریعتر قادر است وجه نقد مورد نیاز خود را از محل فروش تأمین کند که نتیجه آن چرخش بهتر وجه نقد و متعاقب آن، بهبود فرآیند مالی و عملیاتی شرکت خواهد بود (دستگیر و شهپری، ۱۳۹۶). بیش از یک دهه می باشد که وجه نقد نگهداری شده به وسیله شرکتها، توجه بسیاری را از جانب سرمایه گذاران، تحلیلگران و پژوهشگران به خود جلب نموده است (بنجامین و همکاران، ۲۰۱۵). در حال حاضر، تصمیم گیری برای مشخص کردن میزان ذخایر نقدی در شرکتها به یکی از مباحث و مشکلات شایان توجه در ادبیات تأمین مالی تبدیل شده است (گرد و همکاران، ۱۳۹۶) اگر چه وجه نقد نگهداری شده در تاریخ ترازنامه، دارایی مهمی برای شرکت به حساب می آید، نگهداری بیش از اندازه آن قادر است نشانه ای از ناکارآمدی در تخصیص منابع باشد و هزینه های زیادی را بر شرکت تحمیل نماید (بویاکر و همکاران، ۲۰۱۳). همچنین به خاطر مشکلات نمایندگی امکان دارد مدیریت بدر پی نگهداشت وجه نقد به منظور پیگیری اقدام های فرصت طلبانه ای باشد که لزوماً منطبق بر منافع سهامداران نمی باشد، از جمله رشد شرکت به جای افزایش ارزش سهامداران از تحولات اخیر، نیز به نظر می آید که نارضایتی در بین سهامداران به دلیل انباشته شدن میزان زیادی وجه نقد در شرکتها در حال افزایش می باشد (بنجامین و همکاران، ۲۰۱۵)

مزیت عمده نگهداری وجه نقد در بازارهای سرمایه ناکارا، افزایش قدرت شرکت برای به کارگیری فرصت های سرمایه گذاری ارزشمند و پرهیز از تأمین مالی خارجی گران قیمت می باشد (گرد و همکاران، ۱۳۹۶). بر مبنای نظریه جریان وجه نقد آزاد، مدیران، تنایل دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و بتوانند در زمینه تصمیم های سرمایه گذاری شرکت، از قدرت قضاوت و تشخیص بهره مند گردند. شرکت هایی ریسک بیشتری را تجربه می نمایند که جریانهای نقدی آنها از نوسان بیشتری برخوردار می باشد و در آینده برای پرداخت سود به سهامداران با به کارگیری فرصت های سرمایه گذاری با مشکلات نقدینگی روبه رو خواهند شد (کامیابی و همکاران، ۱۳۸۳) با وجود این، نگهداری وجه نقد هزینه هایی نیز در بر خواهد داشت. برای نمونه، مدیران و سهامداران کنترل کننده امکان دارد به منظور تعقیب اهدافی که منطبق بر اهداف شرکت نمی باشد، تمایلاتی برای نگهداری وجه نقد داشته باشند. منافع شخصی مدیران ایجاب می نماید وجه نقد زیادی نگهداری کنند. مدیران به جای بیشینه سازی ثروت سهامداران، در پی کسب قدرت و اعمال کنترل بر شرکت هستند. آنها سعی می نمایند شرکت رشد کند؛ چرا که رشد شرکت ضمن افزایش منابع تحت کنترل مدیریت، قدرت مدیریت را نیز افزایش خواهد داد (گرد و همکاران، ۱۳۹۶) در ادبیات مالی دیدگاه ها و الگوهای گوناگونی به منظور دلایل نگهداری وجه نقد وجود دارد. از یک سو، تئوری سلسله مراتبی بیان می نماید که شرکتها، منابع مالی مورد نیاز خود را نخست با سود انباشته، پس از آن با بدهی ها و در نهایت با انتشار سهام، تأمین می نمایند. هدف از رعایت این ترتیب، کاهش هزینه های

تامین مالی می باشد (فریرا و ویلا، ۲۰۰۶). لذا، از آن جهت که مدیریت منابع داخلی تامین مالی را بر منابع خارجی از جهت می دهد، تمایل به انباشت وجه نقد خواهد داشت تا قادر باشد در مرحله اول از داخل شرکت تامین مالی را انجام داده و به خارج از شرکت رجوع نکند. در کل براساس این تئوری انتظار می رود که میان نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت ارتباط مثبت وجود داشته باشد. از جهت دیگر، بر مبنای تئوری جریان نقدی آزاد، مدیران تمایل دارند که وجه نقد را انباشت نمایند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و بتوانند در خصوص تصمیم‌های سرمایه گذاری از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند گردند. پرداخت به سهامداران از قدرت مدیران کاسته و از جهت دیگر امکان دارد در صورت نیاز به تامین سرمایه، به وسیله بازارهای سرمایه، تحت کنترل و نظارت قرار گیرند در حالی که تامین مالی داخلی مدیران را قادر می کند از این نظارت شانه خالی کنند (دیتمار و همکاران، ۲۰۰۳). به بیان دیگر، در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی مدیران امکان دارد جریان های نقدی را در پروژه های غیر سودآور سرمایه گذاری نمایند؛ چنین پروژه هایی کاهش ثروت سهامداران را در پی خواهد داشت؛ اما احتمالا منافع شخصی مدیران را تامین خواهد کرد (چانگ و کیم، ۲۰۰۵)

انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد

در ادامه انگیزه‌های گوناگونی شرکت‌ها برای نگهداری وجه نقد؛ از جمله احتیاطی، انگیزه های معاملاتی، نمایندگی، سفته بازی و مالیاتی بررسی می گردد، که هر کدام به تنهایی و با همراه دیگر انگیزه‌ها می توانند علتی برای نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها باشند.

۱- انگیزه معاملاتی

وجه نقد برای برآوردن انگیزه معاملاتی هم لازم می باشد. در انگیزه معاملاتی، وجه نقد نگهداری می گردد تا با به کار گیری آن صورت حساب‌ها پرداخت گردند. وجه نقد مورد احتیاج مربوط به معاملات یک شرکت، از پرداخت‌های عادی و وصول مطالبات آن ناشی می شود. جریان های نقدی ورودی و خروجی کاملا همزمان نمی باشند، بنابراین، مقداری وجه نقد لازم می باشد تا بتوان آن را به عنوان ضربه گیر به کار گرفت (راس و همکاران، ۲۰۰۲)

۲- انگیزه سفته بازی

در انگیزه سفته بازی وجه نقد نگهداری می گردد تا بتوان از شرایطی همچون حراج کالاها همراه با تخفیف که امکان دارد پیش آید، نرخ های بهره جذاب و (در مورد شرکت های بین المللی) نوسان های مطلوب نرخ ارز استفاده کرد، اغلب شرکت ها قادرند ظرفیت استفاده نشده استقراض و اوراق بهادار قابل فروش را برای برآورده کردن انگیزه های سفته بازی خود به کار گیرند. پس، یک شرکت قادر است برای نگهداری نقدینگی انگیزه سفته بازی داشته باشد؛ اما لزوما وجه نقد نگه داری نکند (راس و همکاران، ۲۰۰۲)

۳- انگیزه احتیاطی

شرکت‌ها برای دوره رو شدن با نیازهای پیش بینی نشده، ذخیره احتیاطی نگهداری می کنند. این ذخیره های احتیاطی غالبا به شکل اوراق بهادار قابل فروشی نگهداری می گردد که در صورت احتیاج، به راحتی می توان آنها را به وجه نقد تبدیل نمود. با مد نظر قرار دادن این مطلب که ارزش ابزارهای بازار پول؛ مانند اوراق خزانه، نسبه معین و تقدشوندگی آنها بسیار زیاد می باشد، در واقع نیازی نمی باشد که مبالغ بسیار زیادی وجه نقد به علل احتیاطی نگهداری گردد (راس و همکاران، ۲۰۰۲)

۴- انگیزه نمایندگی

هنگامی که حمایت از سهامداران ضعیف می باشد، ارزش شرکت فقط هنگامی افزایش پیدا می کند که شرکت، سود

سهام پرداخت نماید؛ یعنی فقط هنگامی حمایت از سهامداران خارجی قوی می باشد که وجه نقد نگهداری شده توسط مدیران، ارتباطی به ارزش واحد تجاری نداشته باشد (مک وی و فیلیپس، ۲۰۰۵). دینمار و همکاران (۲۰۰۳) با بررسی بیش از ۱۱۰۰۰ شرکت از ۴۵ کشور به این نتیجه رسیدند که در کشورهایی که حقوق سهامداران به خوبی حمایت نمی گردد، شرکت‌ها تا دو برابر بیشتر از شرکت‌های فعال در کشورهای با حمایت قوی از سهامداران، اقدام به نگهداری وجه نقد می نمایند.

۵- انگیزه مالیاتی

با بررسی شرکت‌های آمریکایی که مبالغ بسیاری وجه نقد نگهداری می نمودند، علت دیگری نیز برای نگهداری وجه نقد پیدا کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که در معرض قوانین مالیاتی و پرداخت مالیات سنگین تر می باشند، وجه نقد بیشتری نگهداری می نمایند (فولی و همکاران، ۲۰۰۷).

ظهور ارزش افزوده اقتصادی و تعاریف آن

ابزار تحلیلی ارزش افزوده اقتصادی، در سال ۱۹۸۴ از سوی موسسه استرن و استوارت واقع در نیویورک به کار گرفته شد و از همان ابتدا مورد پذیرش جامعه شرکت‌ها قرار گرفت. چراکه روشی نوآورانه برای یافتن ارزش واقعی شرکت و ارزش مدیران آن بود (فتح‌اللهی، ۱۳۸۵، ۵۴). شرکت‌های سرمایه‌گذاری بزرگ مانند «Global Asset Management»، در انتخاب سهام و ساختار پرتفوی از آن بهره می جویند. شرکت‌های تولیدی مانند کوکاکولا نیز از این معیار به عنوان مبنای پرداخت به مدیران استفاده می کنند. این مبنای پرداخت، باعث می شود مدیران در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، مانند سهامدار شرکت عمل کنند استرن و استیوارت به صراحت اعلام می کنند که مسود حسابداری را به عنوان معیار ارزیابی عملکرد، فراموش کنید به طور کلی تئوری ارزش افزوده اقتصادی بر مبنای دو اصل مؤکد زیر بنا نهاده شده است:

۱- شرکت به طور واقعی سودآور نیست مگر اینکه درآمدهایش بیش از هزینه فرصت از دست رفته آن باشد.

۲- ثروت برای سهامداران زمانی ایجاد می شود که مدیران شرکت، تصمیمات سرمایه‌گذاری را طوری اتخاذ کنند که خالص ارزش فعلی (NPV) آن‌ها مثبت باشد.

به لحاظ پیچیدگی محاسبه ارزش افزوده اقتصادی به ویژه پیچیدگی انجام تعدیل‌های حسابداری، این معیار در بازار سرمایه ایران کاملاً ناشناخته است. ارزش افزوده اقتصادی معیار اندازه‌گیری عملکردی است که راه‌های منجر به افزایش یا از بین رفتن ارزش شرکت را به درستی محاسبه می نماید. این معیار نشان دهنده سود باقیمانده (RI) پس از کمرهزینه‌های سرمایه‌ای است (جی بنر استوارت، ۱۹۹۷)، با توجه به تحقیقات انجام شده نزدیکترین مفهوم به ارزش افزوده اقتصادی، سود باقیمانده است (بریلی، می پرس، مارکوس، ۲۰۰۱)، این معیار یکی از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد است که تقریباً همزمان با نظام دوپونت مطرح شد و نشان دهنده سود پس از کسر هزینه‌های سرمایه‌ای است که به شکل زیر محاسبه می شود

$$IR \text{ دارائی‌ها} \times (\text{نرخ هزینه سرمایه‌ای} - \text{نرخ بازده دارائی‌ها}) =$$

دلیل اصلی ظهور این معیار تأکید بر هزینه‌های سرمایه‌ای سنگین است که معمولاً شرکت‌ها متحمل می شوند و مدیران توجه خاصی به آنها ندارند. لذا برای تأکید بیشتر به این گونه هزینه‌ها شکل گرفت. با تمام تقاسیر فوق، تفاوت‌های میان این دو معیار وجود دارد باید اذعان کرد معیار ارزش افزوده اقتصادی که توسط آقای استوارت مطرح شد با ایجاد تغییرات و ارتقاء مفهوم سود باقیمانده همراه بود. این تغییرات بیشتر در بخش نرخ بازده و دارائی‌ها به وجود آمده

است، به طوری که با استفاده از رویکرد عملیاتی و انجام یک سری تعدیلات در سود حسابداری و دارائی‌ها برای رسیدن به سود عملیاتی بعد از مالیات و سرمایه، نرخ بازده سرمایه محاسبه شده و به جای دارائی‌ها از سرمایه استفاده می‌شود. ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک معیار ارزیابی، هزینه فرصت صاحبان سهام و ارزش زمانی پول را در نظر گرفته، تحریک‌های ناشی از به کار گیری اصول حسابداری را رفع می‌کند. از نظر ریاضی، نتایج حاصل از ارزش افزوده اقتصادی دقیقاً برابر مقادیری است که از طریق جریانات نقدی تنزیل شده (DCF) یا خالص ارزش فعلی (NPV) به دست می‌آید. (نوروش، ۱۳۸۳، ۱۴). ارزش افزوده اقتصادی مثبت نشان دهنده تخصیص بهینه منابع، ایجاد ارزش در شرکت و افزایش ثروت سهامداران است از طرفی ارزش افزوده منفی بیانگر اتلاف منابع و تخصیص غیر بهینه و ناکارآمد منابع شرکت و به تبع آن کاهش ثروت سهامداران می‌شود. ارزش افزوده اقتصادی متشکل از دو اصل اساسی زیر در تصمیم‌گیری مدیران است. هدف مالی اولیه هر شرکتی باید حداکثر سازی ارزش و ثروت سهامداران باشد. ارزش هر شرکت بستگی به این دارد که تا چه حد سودهای آتی مورد انتظار کمتر یا بیشتر از هزینه سرمایه‌ای آن است. بنابراین EVA یک معیار با چند هدف است یکی ارزیابی عملکرد دیگری تعیین ارزش سهام، بودجه بندی به ویژه بودجه بندی سرمایه‌ای و کمک به تعیین میزان پاداش مدیران که استحقاق آن را داشته و یک عامل انگیزشی به حساب می‌آید از دو طریق دیگر نیز می‌توان ارزش افزوده اقتصادی را تعریف نمود: رویکرد حسابداری با عملیاتی، رویکرد مالی با ارزش حال

رویکرد حسابداری با عملیاتی (EVA از دیدگاه حسابداری): از دید حسابداری ارزش افزوده اقتصادی عبارت است از تفاوت بین سود خالص عملیاتی بعد از مالیات و هزینه سرمایه. بنابراین EVA متفاوت از ابزارهای سنتی سنجش سود حسابداری مانند سود هر سهم و سود قبل از بهره و مالیات است زیرا کل هزینه‌های تأمین سرمایه را در نظر می‌گیرد به تعبیری ارزش افزوده اقتصادی شاخص بنیادین برای اندازه‌گیری عملکرد و تعیین ارزش شرکت می‌باشد

$$EVA = (R-C) \times CAPITAL$$

$$R = CAPITAL / NOPAT$$

$$(I-T) = EBIT$$

لازم به یادآوری است برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی بایستی ارزش دفتری CAPITAL را با تعدیلانی که آقای استوارت پیشنهاد می‌کند به ارزش دفتری اقتصادی دارایی‌ها تبدیل کنیم برای محاسبه NOPAT نیز به تعدیلاتی نیاز داریم که در بخش‌های بعدی به آن اشاره می‌شود. (اندرسون، ۲۰۰۵، ۲۵۴) رویکرد مالی (ارتباط EVA) با (MVA)، از دیدگاه مالی ارزش افزوده اقتصادی برای چگونگی ارتباطش با ارزش افزوده بازار (MVA تعریف می‌شود. در این روش MVA برابر با ارزش فعلی EVAهای آتی مورد انتظار شرکت می‌باشد. از طرفی MVA عبارت است از تفاوت بین ارزش بازار شرکت و ارزش دفتری اقتصادی سرمایه به کار گرفته شده در شرکت (جهانخانی، ۱۳۷۵) مطالب فوق در قالب فرمول‌های زیر قابل بیان است.

MVA کل ارزش شرکت - کل سرمایه به کار گرفته شده در شرکت

ارزش افزوده بازار، اثرهای ناشی از اقدام‌های مدیریت از زمان تأسیس شرکت را مورد ارزیابی قرار می‌دهد و نشان دهنده این موضوع است که چگونه یک شرکت به طور موفقیت آمیزی سرمایه‌اش را به کار گرفته و فرصت‌های سودآور آتی را پیش‌بینی کرده است. ولی در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی، بر اثربخشی مدیریت در یک سال مشخص تأکید می‌شود. هدف اولیه و اساسی هر واحد انتفاعی باید حداکثر کردن MVA باشد ارزش افزوده اقتصادی ایجادکننده ارزش افزوده بازار است زیرا ارزش فعلی EVAهای آتی است که مبنای ارزیابی و ارزش گذاری شرکت در بازار می‌باشد بنابراین اگرچه ارزش افزوده اقتصادی یک معیار داخلی برای ارزیابی عملکرد است ولی همین معیار

داخلی منجر به ایجاد یک معیار خارجی به نام ارزش افزوده بازار می شود که ارزش شرکت را در بازار تعیین می کند. اگر EVA های آتی مثبت باشد سهام شرکت در بازار به صرف فروخته میشود ولی اگر EVA های آتی منفی باشد سهام شرکت در بازار به کمتر از ارزش دفتری فروخته می شود و چنین شرکت هایی در بازار از اقبال چندانی برخوردار نخواهند بود. MVA نشان دهنده ارزیابی جامعه سرمایه گذار از فعالیت شرکت است و متأثر از عملکرد یک سال شرکت نمی باشد بلکه متأثر از عملکرد سال های آتی شرکت است. ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار معیارهای داخلی و خارجی اندازه گیری عملکرد و تعیین ارزش شرکت می باشند.

مفهوم ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

صورت های مالی، سود را به عنوان مبلغ باقی مانده پس از کسر همه هزینه های عوامل تولیدی و غیرتولیدی به جز پرداخت به سهامداران اندازه گیری می کنند حتی مالیات شرکت نیز قبل از سود خالص کسر می گردد سود باقی مانده، سود خالصی است که به سهامداران تعلق دارد. حقوق صاحبان سهام یک منبع اقتصادی است و دارای هزینه فرصت میباشد این هزینه فرصت خارج از هزینه سایر عوامل تولید است، صورت های مالی هزینه فرصت حقوق صاحبان سهام را در نظر نمی گیرند. EVA با کم کردن هزینه فرصت حقوق صاحبان سهام از سود خالص به دست می آید. بنابراین معیاری است که هزینه فرصت همه منابع به کار گرفته شده در شرکت را مدنظر قرار می دهد. اگر سود خالص شرکتی برابر با هزینه فرصت سرمایه به کار گرفته شده باشد. شرکت هیچ ارزشی ایجاد نکرده است حتی اگر مبلغ سود خالص خیلی درشت باشد زیرا سهامداران با سرمایه گذاری در پروژه های دیگری با ریسک مشابه، بازدهی معادل هزینه فرصت کسب خواهند کرد. اگر سود خالص شرکتی کمتر از هزینه فرصت سرمایه به کار گرفته شده باشد ارزش شرکت کاهش خواهد یافت و سهامداران فقیرتر خواهند شد. زیرا اگر سهامداران در پروژه های دیگری با ریسک مشابه در بازار سرمایه، سرمایه گذاری می کردند بازده بیشتری تحصیل می کردند. فقط زمانی که سود خالص شرکت از هزینه فرصت سرمایه به کار گرفته شده در شرکت بیشتر باشد، ارزش شرکت افزایش یافته و به تبع آن ثروت سهامداران افزایش یافته است. یک شرکت می تواند به عنوان مجموعه ای از قراردادهای متنوع در نظر گرفته شود که با ذینفعان زیادی سروکار دارد این ذی نفعان شامل کارمندان، مشتریان عرضه کنندگان، اعتباردهندگان، اجتماع و سهامداران می باشند ذی نفعان به شرکت منابع اقتصادی و خدمات ارائه می دهند و در عوض انتظار دارند که پاداش (بازده) به دست آورند، از سوی دیگر سهامداران شرکت نیز ریسکی را می پذیرند که این ریسک در ارتباط با عملکرد شرکت و قابلیت اجرای قراردادها با سایر ذی نفعان می باشد، شرکت بعد از پرداخت به سایر ذی نفعان می تواند مبلغ باقیمانده را بین سهامداران تقسیم کند. سهامداران به عنوان حاملان ریسک شرکت ها در جهت افزایش کارایی عملکردشان باید در شرکت های مختلف سرمایه گذاری کنند بنابراین از طریق تنوع بخشیدن به پرتفوی خود، بخش اعظم ریسک خود را کاهش می دهند در یک بازار رقابتی. قیمت ریسک بوسیله سهامدارانی که بهتر قادرند ریسک را تحمل کنند تعیین می شود برای منال سرمایه گذارانی که دارای پرتفوی خوب هستند. پس قیمت بازار ریسک فقط ریسکی را منعکس می کند که در پرتفوی نمی توان آن را حذف کرد (به آن ریسک سیستماتیک می گویند و از شرایط کلی اقتصاد ناشی می شود) این حقیقت که سرمایه گذاران باید ریسکنان را از طریق متنوع سازی سرمایه گذاری شان کاهش دهند مشکل تأمین مالی شرکت را به وجود آورد از سوی دیگر هنگامی که سهامداران متنوع سازی می کنند و در شرکتهای متعددی سرمایه گذاری می کنند نمی توانند در مورد تمام سرمایه گذاری شان اطلاعات کافی به دست آورند و مقرون به صرفه نیست که هر سهامدار مناقش را برای به دست آوردن اطلاعات کافی در مورد عملیات یک شرکت صرف کند، زیرا در این صورت متحمل هزینه زیادی خواهد شد در حالی که سود اندکی به دست

خواهد آورد. تفکیک مالکیت سرمایه از کنترل سرمایه بوسیله مدیران حرفه‌ای، تضاد منافع را ایجاد می‌کند. مدیرانی که شرکت را هدایت می‌کنند الزاماً انگیزه‌ای برای افزایش ثروت مالکان (سهامداران) ندارند. لذا تنها عاملی که دو مشکل فوق را حل می‌کند معیاری بنام ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. مدیریت شرکت‌ها بر اساس ارزش افزوده اقتصادی، ثروت سهامداران را حداکثر خواهد کرد. برای رسیدن به این هدف (حداکثر کردن ثروت سهامداران) سهامداران باید بر اساس افزایشی که در EVA ایجاد شده است به مدیران پاداش دهند. این معیار، مدیران را نه تنها نسبت به نتایج حاصله بلکه نسبت به منابعی که برای رسیدن به آن نتایج به کار گرفته شده، پاسخ‌گو می‌کند. برای مثال بدون یک سیستم مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی مدیران شرکت منابع بیشتری برای فروش بیشتر و تحصیل پاداش بیشتر بر اساس فروش) می‌خواهند در حالی که ممکن است در رابطه با فروش اضافی، سود نهایی شرکت کمتر از هزینه نهایی آن باشد. تجزیه و تحلیل مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی، همیشه جوایی ارائه می‌دهد که با حداکثر کردن سود سهامداران همسو و سازگار می‌باشد. برای اینکه مدیران انگیزه داشته باشند تا در جهت افزایش سود سهامداران عمل کنند پاداش آنها می‌بایست مبتنی بر افزایش در ارزش افزوده ای باشد که آنها ایجاد کرده‌اند. اهداف مدیریتی مبتنی بر افزایش سود با سهم بازار، افزایش بازده دارایی‌ها با حقوق صاحبان سهام یا سایر معیارهای تجاری، می‌تواند انگیزه‌هایی ایجاد نماید که با حداکثر کردن ثروت سهامداران ناسازگار باشد حداکثر کردن EVA همواره انگیزه‌هایی در جهت حداکثر کردن ثروت سهامداران ایجاد می‌کند. کاربردهای ارزش افزوده اقتصادی را می‌توان به صورت زیر خلاصه کرد (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۶، ۳۲) کاربردهای داخلی: ابزار مدیریتی سنجش عملکرد (چو، ۱۹۹۷)، معیار بهره‌وری جامع (پیتر دراگر، ۱۹۹۸)، ابزار تبیین رابطه مالکیت با مدیریت شرکت، ابزار تطابق هزینه‌ها با درآمد (لفکویس، ۱۹۹۹) کاربردهای خارجی: ابزاری برای سرمایه‌گذاری (تولی ۱۹۹۸ و لفقوئی، ۱۹۹۹)، معیار پیش‌بینی قیمت سهام (تیتل بام، ۱۹۹۷)، ابزار سنجش خلق ارزش (استرن استوارت، ۲۰۰۱)، چارچوبی برای مدیریت مالی (مورس، ۲۰۰۱)، تکنیک ارزشیابی و تعیین ارزش شرکت (سلیمانی، ۱۳۸۱) معیار بودجه‌بندی سرمایه‌ای.

مزایای ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

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

- ۱- رابطه نزدیکی با خالص ارزش فعلی دارد به عبارتی 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.
- ۲- مدیران ارشد شرکت را نسبت به معیاری که بیشتر تحت کنترل آنهاست، پاسخ‌گو می‌کند (نرخ بازده سرمایه و نرخ هزینه سرمایه بوسیله تصمیمات آنها تحت تاثیر قرار می‌گیرد) نه نسبت به معیارهایی که مدیران نمی‌توانند آنها را به خوبی کنترل نمایند (ارزش بازار سهام)
- ۳- از طریق همه تصمیماتی که مدیران شرکت اتخاذ می‌کنند تحت تاثیر واقع می‌شود (تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری و تقسیم سود، نرخ بازده سرمایه و تصمیمات مربوط به تامین مالی، نرخ هزینه سرمایه را تحت تاثیر قرار می‌دهد)
- ۴- معیار مناسبی جهت تعیین پاداش مدیران می‌باشد (می‌توان پاداش را به عنوان درصدی از ارزش افزوده اقتصادی که مدیران ایجاد کرده‌اند در نظر گرفت)
- ۵- به عنوان معیار داخلی سنجش عملکرد، موفقیت شرکت در افزودن به سرمایه‌گذاری سهامدارانش را به بهترین

نحو نشان می دهد.

۶- نشان می دهد که ارزش شرکت مستقیماً به عملکرد مدیریت بستگی دارد.

۷- با ارزش بازار شرکت در ارتباط است (ارزش سهام تابعی از EVAهای آتی پیش‌بینی شده می‌باشد)

۸- معیاری است که نشان می دهد عملکرد واقعی شرکت نسبت به عملکرد پیش‌بینی شده، کاهش یا افزایش داشته است. EVA مثبت به این معنی است که ارزش شرکت با در نظر گرفتن هزینه برای سرمایه به کار گرفته شده، افزایش یافته است.

۹- روش مناسبی برای تعیین اهداف، اندازه‌گیری عملکرد ارزیابی استراتژی‌های تخصیص بهینه سرمایه، طراحی سیستم پاداش، افزایش سرمایه و قیمت گذاری می باشد.

۱۰- به عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد، کمتر در معرض تحریف‌های حسابداری قرار دارد به عبارتی از طریق انجام برخی تعدیلات، انحرافات ناشی از تغییر در روش‌ها و برآوردهای حسابداری به حداقل می رسد. (جی بنر استوارت، ۱۹۹۷)

۳-۶-۱ معایب ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

اهم معایب ارزش افزوده اقتصادی را می توان به شرح زیر خلاصه کرد:

۱- ارزش افزوده اقتصادی معمولاً براساس ارزش‌های تاریخی محاسبه می شود. بنابراین می تواند تا حدودی گمراه کننده باشد. به عبارتی بدون ارزیابی تصمیمات سرمایه گذاری بلند مدت، تجزیه و تحلیل EVA می تواند نتایج نادرستی ارائه دهد.

۲- گاهی اوقات انجام تجزیه و تحلیل ارزش افزوده اقتصادی غیر عملی است، به عنوان یک قاعده کلی، تجزیه و تحلیل EVA برای شرکت‌هایی که تازه تأسیس شده‌اند و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مناسب نیست.

۳- برای تجزیه و تحلیل ارزش افزوده اقتصادی، شناسایی همه منابعی که در یک شرکت مورد استفاده قرار گرفته‌اند ضروری است، بسیاری از دارایی‌هایی که در فعالیت‌های یک شرکت به کار گرفته می‌شوند دارایی‌های نامشهود هستند که شناسایی، تعیین ارزش و تعیین هزینه سرمایه برای آنها بسیار مشکل می‌باشد.

۴- محاسبه ارزش افزوده اقتصادی شامل محاسبه نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه است که مشکل است (ملکیان، ۱۳۸۵، ۲۲)

نتیجه گیری و بحث

براساس مبانی نظری پژوهش انتظار می‌رود که بین اجرای سیاست ارزش گروه اقتصادی و میزان سرمایه گذاری ارتباط معنادار وجود داشته باشد. همچنین در صورت پیروی از اجرای ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی، ارزش نگهداشت وجه شد شرکت‌های بورس اوراق بهادار افزایش یابد. در سطح اطمینان جهان نتایج حاصل از آزمون فرض‌ها مورد تحلیل قرار گرفته، بافت‌های بدست آمده نشان می‌دهد که اجرای سیاست ارزش افزوده اقتصادی بر سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد تاثیر منفی و معناداری دارد. به عبارت دیگری با اجرای سیاست ارزش افزوده اقتصادی، سرمایه گذاری بیش از حد و کمتر از حد در شرکت‌ها کاهش می‌یابد، اما همچنین نشان می‌دهد که با پیروی از ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی، ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد. نتایج این پژوهش با پژوهش من و همکاران (۲۰۱۵)، النجار (۲۰۱۳)، عظیمی و صباغ (۱۳۹۳)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۰) سازگار است. نتایج همچنین نشان می‌دهد که در حالت کلی، با پیروی از ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی، ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورس اوراق بهادار افزایش می‌یابد. در همین راستا، با توجه

به بافت‌های این پژوهش به فعالان بازار سرمایه، تصمیم‌گیرندگان، تحلیلگران و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود، هنگام تصمیم‌گیری در خصوص شرکت به نحوه اجرای سیاست ارزش افزوده اقتصادی توسط شرکت و رابطه آن با بهبود سطح نگهداشت وجه نقد و میزان سرمایه‌گذاری توجه کنند.

منابع

- حساس یگانه، یحیی و تقی زاده، سمیه (۱۳۹۰). ماهیت تجدید ارائه صورت‌های مالی در ایران؛ بر اساس طبقه بندی GAO. مجله پژوهش‌های حسابداری. ش ۷۷
- عظیمی، مجید و صباغ، منیژه (۱۳۹۳). "ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی سال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ششم، شماره ۲۱، صص ۱۲۹ - ۱۵۲
- فروغی، داریوش و فرزادی، سعید (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر تغییرات جریانهای نقدی بر سلع نگهداشت وجه نقد با در نظر گرفتن محدودیت تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال دوم، شماره ۴، صص ۲۱-۳۶
- یزدانی، محبوبه (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و چرخه تبدیل وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد آمل.
- AL. Najjar, B. (2013). "The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets." *International Business Review*, Vol. 2, No. 1, pp. 7788. - Akyildirim, E; and Guney, L.E. (2014). "Corporate Cash Foldings and
- Shen, Y.; Zou, L. and Chen, D. (2015). "Does EVA performance evaluation improve the value of cash holdings? Evidence from China", *China Journal of Accounting Research*, VOL 8, No. 3, pp. 213-241.
- Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. (..V), "Corporate governance and value of cash holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. AT, pp. 445PF.
- Drobertz, W. Gruninger, M. and Hirschvogel, S. (1.). "Information asymmetry and the value of cash". *Journal of Banking & Finance*. Vol. tf, Issue 4, pp T19A-TAF.
- Drobertz, W., Gruninger, M. (..V). "Corporate Cash Holdings: Evidence from Switzerland", *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 7, No. 7, pp. ۲۹۳۳۲۴
- Easley, D., and M. O'Hara. (T-F). "Information and the Cost of Capital". *Journal of Finance* Vol. 01, pp. OOT-1AT.
- Ferreira, MA., and Vilela, A. (..F), "Why do firms hold cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, Vol. I, No. ,pp. 42-.
- Yilmaz, G., Aydin, O. and Neslihan, O., (..). "Additional international evidence on corporate cash holdings". Available At: www.ssm.com. - Harford, J., Mansi, SA and Maxwell, W.(..A). "Corporate governance and firm cash holdings in the US", *Journal of Financial Economics*, Vol. Av, pp. APS-00.
- Jensen, M. (199)"Agency costs of free cash flow, corporate finance and takcovers, *American Economic Review*, Vol. 19, pp. TTT-4
- LaFond, R., and Watts, R. (T A)."The information role of conservatism". *The Accounting Review*, Vol. Ar, pp Ffr-FYA.
- Maria Teresa, M., (V). "cash holding policy and ability to invest: how do firms determine their capital expenditures?". www.mbs.ac.uk research. MariaMarchica
- Myers, S.C., Majluf, N.S., (TUF), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 1T, TAY-TT).
- Mun, S.G. & Jan, S. (2015). Working capital, cash holding and profitability of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 48, No. 14, pp. 111