



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال دوم / شماره هشتم / زمستان ۱۳۹۲

## تجزیه و تحلیل عملکرد استراتژیک (مورد مطالعه شرکت های بهنوش و لبنیات پاک)

محمد جلیلی

استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد ابهر

موسی احمدی

استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد ابهر

الهام عسگری

کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد ابهر (مسئول مکاتبات)  
asgari.1227@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۲/۲/۱۵ تاریخ پذیرش: ۹۲/۴/۱۷

### چکیده

هدف نهایی هر شرکت تجاری افزایش ثروت سهامداران است و عملکرد مطلوب باعث افزایش ارزش شرکت و در نهایت افزایش ثروت سهامداران می‌شود. شرکت‌ها بدون داشتن استراتژی صحیح نمی‌توانند به اهداف خود برسند و تدوین استراتژی در نتیجه ارزیابی عملکرد از ابعاد مختلف است. ارزش افزوده اقتصادی و مدیریت نقدینگی دو مورد از معیارهای ارزیابی عملکرد داخلی هستند و امروزه از ارزش افزوده اقتصادی به عنوان برترین معیار ارزیابی عملکرد داخلی که شاخصی از ثروت سهامداران است و رابطه نزدیکی با ارزش افزوده بازار به به عنوان شاخص خارجی ارزش آفرینی دارد، یاد می‌کنند. ماتریس دو بعدی استراتژی مالی با ترکیب مدیریت نقدینگی و ارزش افزوده اقتصادی، چهار گزینه استراتژی مالی را با توجه به موقعیت شرکت در هر یک از ناحیه‌ها، پیش روی شرکت‌ها قرار می‌دهد. در این پژوهش جایگاه شرکت‌های غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ در ماتریس استراتژی مالی مشخص شده و با توجه به موقعیتشان در ماتریس، استراتژی‌های مناسبی برای حرکت به موقعیت بهتر پیشنهاد می‌شود و در نهایت رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی، حوزه عملکرد (به عنوان شاخص ارزش آفرینی) و اختلاف بین نرخ رشد فروش با نرخ رشد ثابت (به عنوان شاخص مدیریت نقدینگی) با تغییر در ارزش افزوده بازار (به عنوان شاخص ثروت سهامداران) در مدت ۱۰ سال مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از تحقیق بیانگر آن است که رابطه معنی داری بین ارزش افزوده اقتصادی و حوزه عملکرد با تغییر در ارزش افزوده بازار وجود دارد. اما بین اختلاف بین نرخ رشد فروش با نرخ رشد ثابت و تغییر در ارزش افزوده بازار هیچگونه رابطه معنی داری وجود ندارد. از اینرو شرکت‌های مواد غذایی و قند و شکر پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید از شاخص دیگری برای مدیریت نقدینگی خود بهره گرفته و به ارزیابی عملکرد و اتخاذ استراتژی‌های درست مالی بپردازند. روش

تحقیق این پژوهش رگرسیون خطی به همراه ضریب تعیین بوده و از نرم افزار Spss برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است .

**واژه‌های کلیدی:** ماتریس استراتژی مالی ، ارزش افزوده اقتصادی ، حوزه عملکرد ، رشد فروش ، نرخ رشد ثابت ، تغییر در ارزش افزوده بازار

### ۱- مقدمه

رقابتی تر شدن فضای کسب و کار در سطح جهانی در کنار مزایای متعدد ، پیچیدگی های فراوانی به همراه دارد. در محیط پیچیده کنونی که عوامل متعددی بر فرایند کسب و کار اثر گذاشته و این عوامل به شدت تغییر میکنند، داشتن نقشه راه می تواند به تعیین موقعیت کنونی ،اهداف بلند مدت و کوتاه مدت یاری رساند. استراتژی ها باعث می شوند که سازمان با طی مراحل تدریجی از حالت کنونی خود پارا فراتر گذاشته و به جایگاه مورد نظر دست یابد مگر این که با وضعی ناگوار روبرو شود . در فرایند تدوین و انتخاب استراتژی مالی برای بهبود عملکرد شرکت ها می توان از ماتریس استراتژی مالی بهره گرفت . این ماتریس گزینه های استراتژیک مالی را که یک شرکت با آن مواجه است مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قرار می دهد. مدیران مالی توافق دارند که دو مورد از مهم ترین معیارهای ارزیابی عملکرد برای شرکت های تجاری ارزش آفرینی و جریان های نقدی است، صرف نظر از توانایی شرکت در ارزش آفرینی، مدیریت نقدینگی در موفقیت و شکست مالی شرکت نقش حیاتی دارد و از نظر یک سرمایه گذار ارزش آفرینی با افزایش قیمت هر سهم ارزیابی می شود و شرکت ها با حداکثر کردن ارزش آفرینی داخلی بیشترین تاثیر را روی ثروت سهامداران خواهند داشت .(دیوت وهال ۲۰۱۱)

از آنجا که تامین منابع مالی هزینه هایی بر شرکت تحمیل می کند بزرگ ترین چالش مدیران تخصیص بهینه منابع مالی کمیاب و اتخاذ سیاست های صحیح مالی و بدست آوردن نرخ بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه است. بنابراین ارزش افزوده اقتصادی شاخص ارزش آفرینی و یکی از مهمترین معیارهای ارزیابی عملکرد می باشد. از طرفی برای شرکت ها مهم است که بدانند فروش و دارایی های خود را با چه نرخ افزایش دهند تا با کمبود نقدینگی مواجه نشوند . رشد فروش و افزایش سودآوری برای شرکت ها جذاب است اما اینافزایش فروش و سودآوری برای شرکت ها بخصوص شرکت هایی که نیاز به سرمایه و سرمایه در گردش بیشتری دارند یک تهدید تلقی می شود و نقدینگی تولید شده در شرکت به همراه بدهی برای تامین مالی دارایی مورد نیاز برای افزایش فروش کافی نمی باشد از اینرو

مدیریت نقدینگی به عنوان یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد مورد توجه قرار می گیرد و هدف مدیریت نقدینگی نرخ رشد بهینه است تا شرکت با مازاد و کمبود نقدینگی مواجه نشود. اتخاذ استراتژی های درست مالی برای دستیابی به عملکرد مطلوب و نهایتاً افزایش ثروت سهامداران هدف نهایی هر شرکت است. در ماترس استراتژی مالی که یک ماتریس دو بعدی است ارزش آفرینی و مدیریت نقدینگی به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد روی محورهای افقی و عمودی با یکدیگر ترکیب می شوند. اتخاذ استراتژی درست برای شرکت که چگونه ارزش خود را افزایش دهد و چگونه کمبود نقدینگی خود را جبران کند و چگونه از مازاد نقدینگی خود استفاده کند مهم است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش ماتریس استراتژی مالی

ماتریس استراتژی مالی که توسط هاوانینی و ویالت<sup>۱</sup> در سال ۱۹۹۱ معرفی شد یک ماتریس دو بعدی است. این ماتریس با ترکیب مفاهیم ارزش آفرینی و مدیریت نقدینگی گزینه های استراتژیک مالی را که یک شرکت با آن مواجه است مورد بررسی و تجزیه تحلیل قرار می دهد و با استفاده از دو متغیر نقدینگی و ارزش می تواند چهار منطقه یا گزینه استراتژی مالی که هر شرکتی با آن روبرو است را ترسیم کند. این گزینه ها عبارتند از:

منطقه A: تجدید سرمایه گذاری (نقدینگی قوی و ارزش مثبت)

منطقه B: افزایش مالی (نقدینگی ضعیف و ارزش مثبت)

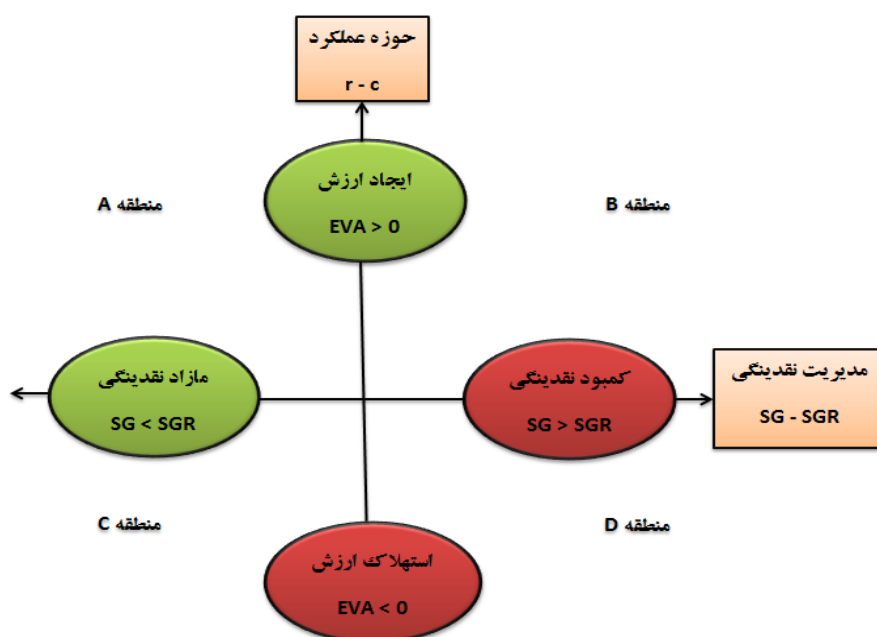
منطقه C: تجدید ساختار سرمایه (نقدینگی قوی و ارزش منفی)

منطقه D: کاهش سرمایه گذاری (نقدینگی ضعیف و ارزش منفی)

توانایی شرکت برای تولید ارزش (مثبت و منفی) روی محور عمودی این ماتریس نمایش داده می شود و مقیاسی که برای ارزش آفرینی در ماتریس استفاده می شود حوزه عملکرد است که همان اختلاف بین نرخ بازده سرمایه به کار گرفته شده و میانگین هزینه سرمایه است و به درصد بیان می شود. در واقع با تقسیم ارزش افزوده اقتصادی بر سرمایه به کار گرفته شده امکان مقایسه بین شرکت ها با اندازه های مختلف و مقایسه یک شرکت در سال های مختلف ایجاد می شود.

زمانی که یک شرکت رشد می کند ممکن است با مازاد یا کمبود نقدینگی مواجه شود که روی محور افقی ماتریس مشخص می شود اگر نرخ رشد فروش بیشتر از نرخ رشد ثابت باشد شرکت خیلی سریع رشد می کند و با کمبود نقدینگی مواجه است که این حالت در سمت راست محور افقی ماتریس مشخص می شود و اگر فروش و دارایی های شرکت آهسته تر از نرخ رشد ثابت رشد کند مازاد

نقدینگی ایجاد می‌شود و این حالت در سمت چپ محور افقی ماتریس نمایش داده می‌شود. (دیوت، ۲۰۰۴)



شکل ۱ ماتریس استراتژی مالی

منبع: دیوت وهال ۲۰۱۱، تجزیه تحلیل عملکرد استراتژیک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آفریقای جنوبی

خانه A بهترین موقعیت در ماتریس است. در این موقعیت شرکت ها ارزش آفرین هستند و با مشکل کمبود نقدینگی مواجه نیستند. ارزش افزوده اقتصادی مثبت در موقعیت A باید به همان اندازه منجر به ارزش افزوده بازار مثبت برای سهامداران شود، مگر این که در بازار این عقیده وجود داشته باشد که ارزش افزوده اقتصادی مثبت در آینده منفی می‌شود در این حالت این شرکت ها می‌توانند به استراتژی های خاصی را پیش رو بگیرند. تقدم بر این است که شرکت از مازاد نقدینگی خود برای تسریع رشد کسب و کارش استفاده کند که این منظور با توسعه شرکت به صورت داخلی یا با تحصیل کسب و کارهای مرتبط و مشابه انجام می‌شود. اگر فرصت برای رشد داخلی یا تحصیل کسب و کارهای مرتبط و مشابه وجود نداشته باشد، شرکت ممکن است برای انجام کسب و کارهای متنوع و غیر مرتبط وسوسه شود. به طور تاریخی نشان داده شده است که این نوع کسب و کارهای غیر مرتبط به ندرت عملی می‌شود و به عنوان یک قانون عمومی، شرکت باید از این اقدام اجتناب کند. اگر شرکت

نتواند مازاد نقدینگی را با یک بازدهی بیشتر از هزینه سرمایه به کار بگیرد، انتخاب دیگری ندارد مگر این که سرمایه اضافی را به سهامداران برگرداند که در این صورت این فرصت برای سهامداران ایجاد می شود که نقدینگی خود را جای دیگر به انتخاب خود سرمایه گذاری کنند. مازاد نقدینگی می تواند در قالب سود تقسیمی یا بازخرید سهام به سهامداران بازگردانده شود. و این استراتژی ها را به صورت زیر می توان خلاصه کرد:

الف- استفاده از مازاد نقدینگی برای رشد سریع تر

- سرمایه گذاری جدید

- تحصیل کسب و کارهای مرتبط

ب- توزیع مازاد نقدینگی

- افزایش سود تقسیمی

- بازخرید سهام

در موقعیت B شرکت ها ارزش آفرین هستند اما با سرعت زیادی در حال رشد بوده و با کمبود نقدینگی مواجه هستند که در این صورت دو حق انتخاب پیش رو دارند. نخست این که اگر شرکت سود تقسیمی دارد، آن را کاهش داده یا حذف کند دومین راه حل این است که از محل بدهی یا انتشار سهام اقدام به تامین سرمایه کنند. اگر برای شرکت این امکان وجود نداشته باشد که سرمایه خود را افزایش دهد، چاره دیگری جز حذف بعضی از فعالیتها و محصولاتش یا کاهش نرخ رشد به اندازه نرخ رشد ثابت شرکت ندارد.

محصولات یا خدماتی که حذف می شوند یا در مقیاس کمتر ارائه می شوند از بین محصولات و خدمات با کمترین گردش سرمایه و سودآوری کم می باشند. این استراتژی حتی ممکن است توانایی ارزش آفرینی فعالیت های باقی مانده را افزایش دهد زیرا بر بخش کوچک تری از بازار تمرکز می شود، اما این خطر وجود دارد که رقابایی با مازاد نقدینگی بتوانند وارد بازار شوند و حاشیه سود شرکت را تحت فشار قرار دهند. این استراتژی ها را به صورت زیر می توان خلاصه کرد:

الف - قطع سود تقسیمی (تامین مالی از محل سود انباشته)

ب- افزایش نقدینگی

- انتشار سهام عادی

- انتشار اوراق قرضه

ج - کاهش رشد فروش تا سطح رشد ثابت

- حذف محصولات با گردش سرمایه و حاشیه سود کم (دیوت ۲۰۰۴)

در موقعیت C ارزش شرکت کاهش پیدا می‌کند اما قدرت نقدینگی شرکت زیاد است پیشنهاد می‌شود که قبل از اتمام مازاد نقدینگی، شرکت‌ها هر چه سریع‌تر سیاست‌های مالی خود را تغییر بدهند. بخشی از نقدینگی اضافی به سهامداران بازگردانده شود و بخش دیگر از نقدینگی را کد برای تجدید ساختار سرمایه شرکت به روشی که بازده سرمایه به کار گرفته شده بیش از هزینه سرمایه باشد، به کار گرفته شود.

مراحل استراتژیکی که شرکت در موقعیت C می‌تواند پیش رو بگیرد:

الف- توزیع بخشی از مازاد نقدینگی و استفاده از نقدینگی را کد به منظور اصلاح سودآوری.

- افزایش کارایی با دارایی‌هایی که اداره میشوند.

- افزایش در حاشیه عملیاتی.

ب- مرور سیاست ساختار سرمایه.

- اگر ساختار فعلی سرمایه شرکت بهینه نباشد، اصلاح نسبت بدهی به حقوق صاحبان

سهام به منظور کاهش میانگین هزینه سرمایه.

ج- اگر راه کارهای ارائه شده ممکن نباشد فروش شرکت بهترین راه حل است.

موقعیت D بدترین وضعیت در ماتریس است که ارزش شرکت کاهش می‌یابد و شرکت با مشکل کمبود نقدینگی مواجه است و نیازمند اقدام فوری و توجه سریع توسط مدیریت و احتمالاً ساختاردهی مجدد است و بعضی از دارایی‌های شرکت برای افزایش فوری نقدینگی باید فروخته شود و فعالیت‌های اضافی باید به فعالیت‌های ارزش‌زا تغییر کند در این وضعیت شرکت دو حق انتخاب پیش رو دارد:

الف - تلاش برای ساختاردهی مجدد

ب - تعطیلی شرکت (دیوت، ۲۰۰۴)

زهرا معینی فر و زهرا موسوی در پایان نامه خود با عنوان نرخ رشد ثابت و عملکرد شرکت نشان

دادند که بین انحراف نرخ رشد واقعی و نرخ رشد ثابت با ROA و P/B ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

ایزدی نیا در پایان نامه دکتری با عنوان ارزشیابی واحدهای تجاری با استفاده از مدل‌های EVA و FCF و تعیین شکاف قیمت و ارزش سهام با بهره‌گیری از اطلاعات سالهای ۷۳ تا ۸۰ بیان نمود که قیمت‌های سهام، ارزش بازار شرکتها و ارزش افزوده بازار بی ارتباط با عوامل ارزش آفرینی EVA و FCF نمی‌باشد.

سلیمانی در قالب پایان نامه کارشناسی ارشد در سال ۱۳۸۰ رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش

افزوده بازار را سنجید و نشان داد که بین این دو معیار همبستگی معناداری وجود دارد.

رهنمای رودپشتی در سال ۱۳۸۶ ارزیابی کارکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار برای

ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکتها را در یک دوره زمانی پنج ساله در صنایع فعال و پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار بررسی نمود. نتایج مطالعه نشان می دهد که بین EVA با متغیرهای مالی مورد مطالعه نظیر EPS، ROI، رابطه وجود دارد. همچنین وجود رابطه MVA با ROI و ROS و RI نیز تایید گردیده است و نتایج مطالعه نشان می دهد که میزان رابطه EVA با متغیرها در مقایسه با MVA با متغیرها بیشتر است.

رامانا در سال ۲۰۰۵ رابطه MVA با EVA، سود خالص عملیاتی پس از مالیات و سود خالص و جریان نقدی حاصل از عملیات را مورد بررسی قرار داد. فرضیه اینطور بود که محتوای اطلاعاتی EVA با دیگر معیارها مثل سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و سود قبل از بهره و مالیات و... برابر است. برای این تحقیق از بین ۵۰۰ شرکت هندی، ۲۳۳ شرکت که اطلاعات آنها برای هر چهار سال ۱۹۹۹ الی ۲۰۰۳ در دسترس بود به عنوان نمونه انتخاب شدند. نتیجه نشان داد ضریب تعیین بین MVA و EVA بسیار پایین است.

دیوت وهال در سال ۲۰۰۴ و فایرر و براون در سال ۲۰۰۳ دریافتند که ارزش افزوده بازار با نرخ بازده سرمایه شرکت و هزینه تامین مالی ارتباط معناداری دارد همچنین هر چه بازده سرمایه از هزینه تامین مالی بیشتر باشد ارزش افزوده بازار بیشتری برای شرکت ایجاد می شود و عکس این نیز صادق است و همچنین ارزش افزوده بازار به عنوان معیار مناسبی جهت ارزیابی استفاده بهینه از منابع و تخصیص مناسب آن مطرح گردید

### ۳- فرضیه های پژوهش

**فرضیه اول:** بین حوزه عملکرد و تغییر ارزش افزوده بازار ارتباط معنی داری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین ارزش افزوده اقتصادی و تغییر ارزش افزوده بازار ارتباط معنی داری وجود دارد.

**فرضیه سوم:** بین مدیریت نقدینگی و تغییر ارزش افزوده بازار ارتباط معنی داری وجود دارد.

### ۴- روش شناسی پژوهش

روش این تحقیق توصیفی از نوع تحقیقات همبستگی و پس رویدادی است. قلمرو زمانی تحقیق سال های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ و قلمرو مکانی تحقیق در بر گیرنده شرکت های غذایی و قند و شکر پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که طی دوره زمانی تحقیق دارای شرایط زیر بودند.

الف - تولیدی بودن فعالیت شرکت.

ب - درج شدن نام شرکت قبل از سال ۷۹ در فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس.

ج - امکان کسب اطلاعات مورد نیاز شرکت جهت محاسبه معیارهای سنجش برای سالهای ۷۹ تا ۸۸.

د - ۱۲ ماهه بودن دوره مالی شرکت .

منظور از شرکت های غذایی ۳۴ شرکت تولید کننده مواد غذایی و آشامیدنی به علاوه ۱۷ شرکت تولید کننده قند و شکر می باشند لذا تعداد مولفه های هر متغیر یا به عبارتی اعضای جامعه آماری (N) در این پژوهش قبل از شروع کار ۵۱۰ سال - شرکت برآورد گردید و بعد از در نظر گرفتن معیار های لحاظ شده تعداد به ۱۷۰ سال شرکت رسیده و از روش حذفی برای نمونه گیری استفاده شده و کل جامعه آماری در نظر گرفته نشده است.

دلیل انتخاب این گروه از شرکتهای بورسی موارد زیر می باشد :

الف- حضور تعداد مناسبی از شرکتهای پذیرفته شده بورس در این صنعت.

ب- غالب بودن تعداد شرکتهای تولیدی نسبت به شرکتهای غیرتولیدی در این صنعت.

ج- فعالیت و حضور شرکتهای این گروه در بازه زمانی سال ۷۹ تا ۸۸ و کمرنگ بودن ورود، خروج و یا تغییرات موثر در فعالیت بورسی این شرکتهای.

د- وجود اطلاعات مالی کاملتر نسبت به گروههای دیگر.

ه- نبود تحقیق انجام شده مشابه در این گروه و ایجاد تمایز در انتخاب جامعه آماری پژوهش.

اطلاعات لازم برای محاسبه مولفه های متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق توسط نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد نوین در سیستم رایانه ای سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استخراج گردیده است و پس از اطمینان از صحت محاسبه آن از نرم افزار Spss جهت تحلیل آماری استفاده شد. برای آزمون فرضیات تحقیق، از تحلیل همبستگی به روش رگرسیون استفاده شده است.

## ۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن

### نرخ رشد ثابت (SGR)<sup>۱</sup>

از نظر هاوآوینی وویالت نرخ رشد ثابت یک شرکت، حداکثر رشد فروشی است که شرکت می تواند بدون تغییر در سیاستهای مالی (همان نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، همان نسبت سود تقسیمی و عدم انتشار سهام و باز خرید سهام) یا اصلاح سیاست های عملیاتی (همان حاشیه سود عملیاتی و همان گردش سرمایه) خود به دست آورد (دیوتوهاال ۲۰۱۱). رشد نیازمند افزایش متناسب داراییها بدون انتشار سهام جدید می باشد و هرگونه افزایش در دارایی از طریق افزایش بدهی یا از محل

سود انباشته حاصل میشود بنابراین اگر سیستمهای مالی بدون تغییر باشند رشد حقوق صاحبان سهام، رشد فروش را محدود خواهد کرد (معینی فر، زهرا و موسوی، زهرا ۲۰۱۱).



درصد سود انباشته \* ساختار سرمایه \* (گردش دارایی) کارایی دارایی ها \* حاشیه سود = SGR

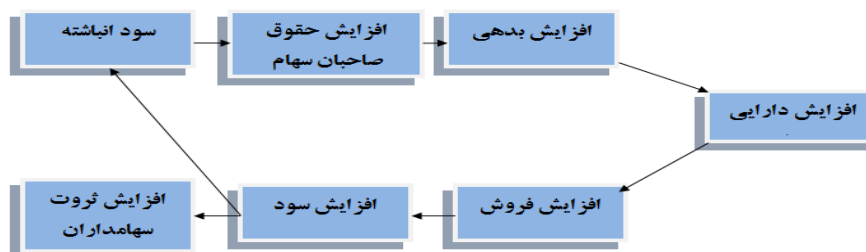
$$SGR = \left( \frac{\text{سود خالص}}{\text{فروش}} \right) * \left( \frac{\text{فروش}}{\text{دارایی}} \right) * \left( \frac{\text{دارایی}}{\text{سهام صاحبان حقوق}} \right) * (1 - \text{تقسیم سود درصد})$$

$$SGR = \left( \frac{\text{سود خالص}}{\text{فروش}} \right) * \left( \frac{\text{فروش}}{\text{دارایی}} \right) * \left( \frac{\text{دارایی}}{\text{سهام صاحبان حقوق}} \right) * \left( \frac{\text{سود انباشته}}{\text{سود خالص}} \right)$$

$$SGR = \left( \frac{\text{سود انباشته}}{\text{سهام صاحبان حقوق}} \right) \quad \text{فرمول ۱}$$

از آن جا که نرخ رشد ثابت اجزا عملیاتی (کارایی دارایی ، حاشیه سود خالص ) و مالی (ساختار سرمایه و درصد سود انباشته ) شرکت را در یک مقیاس وسیع با هم ترکیب می کند از اهمیت زیادی برخوردار است. با استفاده از نرخ رشد ثابت مدیران و سرمایه گذاران می توانند مشخص کنند که آیا برنامه های رشد آتی شرکت واقعاً بر مبنای سیاست و عملکرد جاری آن ها می باشد یا نه ( پاندیت و تژانی، ۲۰۱۱).

مفهوم نرخ رشد ثابت توسط هیگینز توسعه پیدا کرد او نشان داد که سیاست های مالی شرکت های زیادی با اهداف رشد آنها اختلاف دارد و نرخ رشد ثابت راهنمایی برای سازگار کردن سیاست های مالی و اهداف رشد شرکت می باشد. از نظر هیگینز نرخ رشد ثابت حداکثر نرخ است که شرکت می تواند بدون استهلاک منابع مالی خود ، فروش را افزایش دهد (هیگینز، ۱۹۸۹). مطابق نظر هیگینز ، نرخ رشد ثابت به تغییر در حقوق صاحبان سهام در یک سال مالی بدون انتشار سهام جدید وابسته است . از این رو تغییر در حقوق صاحبان سهام فقط از طریق سود انباشته ممکن است. از این رو نقدینگی ایجاد شده از محل سود انباشته ، ثروت خالص شرکت را افزایش می دهد و با افزایش ثروت خالص ، شرکت می تواند نقدینگی بیشتری را قرض کند از این رو می تواند دارایی خود را افزایش دهد در نتیجه فعالیت شرکت زیاد می شود که منجر به افزایش سود و نهایتاً افزایش سود انباشته می شود (ریانی، ۲۰۱۱).



منبع: معینی فر، زهرا و موسوی، زهرا ۲۰۱۱، نرخ رشد فروش و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

زمانی که شرکت خیلی سریع رشد می کند با مشکل کمبود نقدینگی مواجه می شود و وقتی که خیلی آهسته رشد می کند یا اصلا رشد نمی کند با مازاد نقدینگی روبرو می شود از این رو دستیابی به نرخ بهینه ای از رشد هدف همه شرکت ها است و نرخ رشد ثابت حداکثر نرخ رشدی است که شرکت بدون افزایش اهرم مالی خود می تواند به آن برسد.

در اصل نرخ رشد ثابت شرکت به این سوال پاسخ می دهد که یک شرکت قبل از این که پولی قرض کند چقدر می تواند رشد کند؟ (www.deloitte.com)

### رشد فروش (SG)<sup>۱</sup>

شرکت های تجاری سالانه رشد فروش خود را در صورت های مالی سالانه خود گزارش می کنند و این درصد در تجزیه و تحلیل ها استفاده می شود. رشد فروش واقعی به صورت زیر محاسبه می شود (دیپوت ۲۰۰۴):

$$\text{فرمول ۲} = \left( \frac{\text{فروش در پایان سال گذشته} - \text{فروش در پایان سال}}{\text{فروش در پایان سال گذشته}} \right) = \text{نرخ رشد فروش}$$

### اختلاف بین نرخ رشد فروش و نرخ رشد ثابت (SG - SGR)

صرف نظر از توانایی شرکت در ارزش آفرینی، مدیریت جریان نقدی در موفقیت و شکست مالی شرکت نقش حیاتی ایفا می کند. هاواوینی و ویالت توانایی مدیریت نقدینگی شرکت را با اختلاف بین نرخ رشد واقعی فروش و نرخ رشد ثابت توضیح می دهند. در محیط جهانی بسیار پیچیده امروز تغییرات سریع سیاسی، اقتصادی و محیط رقابتی و تغییر نیازها و خواسته های مشتریان باعث شده که دستیابی به یک نرخ رشد ثابت به آسانی امکان پذیر نباشد و بین نرخ رشد ثابت و نرخ رشد واقعی فروش اختلاف وجود دارد. در صورتی که نرخ رشد واقعی فروش بیشتر از نرخ رشد

ثابت باشد باعث کمبود نقدینگی می شود و اگر رشد فروش واقعی کمتر از نرخ رشد ثابت باشد شرکت با مازاد نقدینگی روبرو می شود از این رو یافتن نرخ رشد بهینه در شرکت یک هدف است (دیوت، ۲۰۱۱).

### ارزش افزوده بازار (MVA)<sup>۱</sup>

ارزش افزوده بازار نشان دهنده ارزیابی سرمایه گذار از شرکت است، و حداکثر نمودن آن هدف هر شرکتی است که به دنبال حداکثر کردن ثروت سهامداران است، زیرا با رشد قیمت سهم و افزایش ارزش بازار آن به طور عملی و واقعی به ثروت سهامداران شرکت افزوده می شود. بنابر این تغییرات ارزش افزوده بازار هر شرکت بیانگر تغییر ثروت سهامداران آن شرکت می باشد (رهنمای رودپشتی، فریدون ۱۳۸۶).

ارزش افزوده بازار که شاخص ثروت آفرینی برای طبقه سهامداران می باشد تحت تاثیر قضاوت نسبت به ارزش افزوده اقتصادی می باشد. از لحاظ تئوریک ارزش یک شرکت در یک تاریخ معین تابعی از انتظارات بازار سرمایه نسبت به ارزش افزوده اقتصادی سال های آینده است. ارزش افزوده بازار زمانی ایجاد می شود که ارزش بازار واحدهای تجاری بیش از سرمایه به کار گرفته شده در آن باشد. هر چه ارزش افزوده بازار بزرگ تر باشد یعنی بازار سرمایه انتظار دارد که ارزش افزوده اقتصادی بیشتری در آینده ایجاد شود (طالب نیا، قدرت اله ۱۳۹۰).

در محاسبه ارزش افزوده بازار ارزش افزوده اقتصادی هزینه تامین مالی از طریق صاحبان سهام یکی از متغیرهای مهم و تاثیرگذار می باشد. از نقطه نظر سرمایه گذاران، ارزش افزوده بازار بهترین سنجش نهایی درباره عملکرد یک شرکت می باشد. ارزش افزوده بازار یک معیار انباشته عملکرد شرکت است و یکی از شاخص های بازار برای ارزش ایجاد شده می باشد (پناهیان، حسین ۱۳۸۶).

فرمول محاسباتی ارزش افزوده بازار به شرح زیر است (دیوت و هال ۲۰۰۴)

حقوق صاحبان سهام - ارزش بازار سهام = ارزش افزوده بازار

فرمول ۳ حقوق صاحبان سهام - (قیمت سهام) \* (تعداد سهام) = ارزش افزوده بازار

### د - ارزش افزوده اقتصادی (EVA)<sup>۲</sup>

ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک متغیر مستقل این پژوهش، در واقع برآورد سود اقتصادی واقعی یک شرکت در یک سال می باشد و بیانگر باقیمانده سود پس از کسر هزینه سرمایه است. ارزش افزوده اقتصادی با کم کردن هزینه فرصت حقوق صاحبان

سهام از سود خالص به دست می‌آید، بنا براین معیاری است که هزینه فرصت همه منابع به کار گرفته شده در شرکت را مد نظر قرار می‌دهد. باید توجه داشت ارزش افزوده اقتصادی می‌تواند هم برای کل شرکت و هم برای بخش‌های مختلف یک شرکت به کار رود. بنابراین ارزش افزوده اقتصادی مبنایی را برای تعیین عملکرد در تمامی سطوح ارائه می‌دهد. ارزش افزوده اقتصادی به عنوان یک معیار ارزیابی، هزینه فرصت صاحبان سهام و ارزش زمانی پول را در نظر گرفته و تحریف ناشی از به کارگیری اصول حسابداری را بر طرف می‌سازد (اندرسون ۲۰۰۴).

$$\text{EVA} = (r - C) * \text{Capital} \quad \text{فرمول ۴}$$

$r$  = نرخ بازده سرمایه،  $C$  = نرخ هزینه سرمایه،  $\text{Capital}$  = سرمایه بکار گرفته شده.

#### ه- حوزه عملکرد

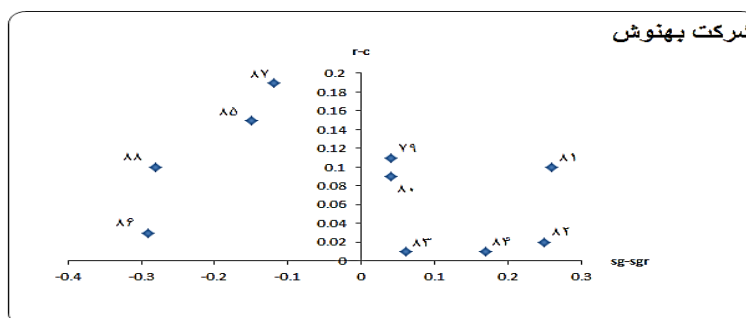
سطح مشترکی از سرمایه را منعکس می‌کند، مبنای مشترکی برای مقایسه بین شرکت‌ها و صنایع با سرمایه مختلف و مبنای مقایسه یک شرکت در سال‌های مختلف می‌باشد و به صورت درصد بیان می‌شود (دیوت ۲۰۱۱).

فرمول ۵: هزینه سرمایه - نرخ بازده سرمایه = حوزه عملکرد

#### ۶- نتایج پژوهش

در مجموع ۱۷۰ سال - شرکت به عنوان جامعه آماری از ۵۱ شرکت مواد غذایی و قند و شکر پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شدند.

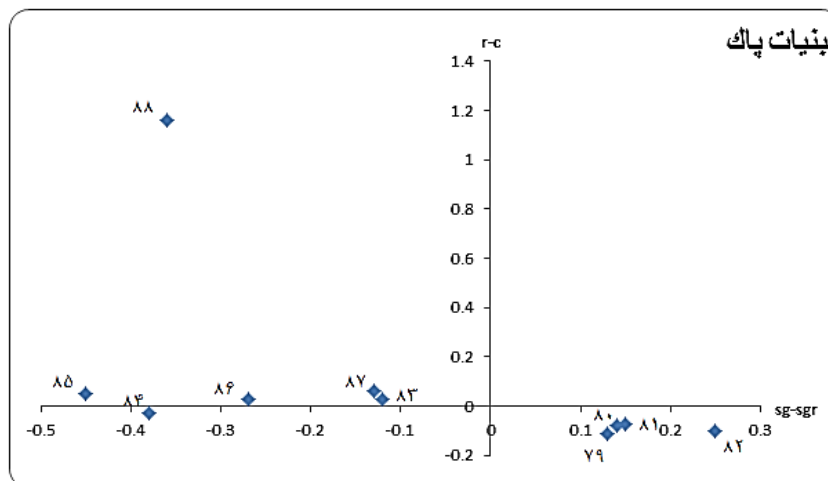
#### نمودار ۱- موقعیت شرکت بهنوش در ماتریس استراتژی مالی از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸



منبع: محاسبات پژوهشگر

شرکت بهنوش طی ۱۰ سال عملکردش بازده سرمایه ای بیشتر از هزینه سرمایه اش دارد و ارزش افزوده اقتصادی این شرکت در مدت مورد مطالعه مثبت است. اما طی این سالها با مزاد و کمبود نقدینگی مواجه بوده است. این شرکت از سال ۷۹ تا ۸۴ در موقعیت B ماتریس قرار دارد، در طول این ۶ سال شرکت رشد سریع داشته و رشد فروش آن بیشتر از نرخ رشد ثابت است از اینرو با کمبود نقدینگی مواجه است اما ارزش افزوده اقتصادی مثبت دارد در این وضعیت شرکت بهنوش برای جبران کمبود نقدینگی خود می تواند با توجه به سیاست های خود از استراتژی های مختلفی بهره بگیرد، سود تقسیمی به سهامداران را کاهش داده یا از طریق استقراض و انتشار سهام جدید کمبود نقدینگی خود را جبران کند و یا اینکه محصولات با گردش سرمایه و حاشیه سود کم را حذف کند و به موقعیت A در ماتریس برود. این شرکت از سال ۸۵ تا ۸۸ در موقعیت A ماتریس قرار دارد که بهترین جایگاه در ماتریس است و شرکت بهنوش باید تلاش کند تا ارزش افزوده اقتصادی خود را بیشتر افزایش دهد و از مزاد نقدینگی خود برای سرمایه گذاری سودآور، بدست آوردن کسب و کارهای مرتبط و برای رشد سریع تر بهره بگیرد. همچنین می تواند از مزاد نقدینگی خود برای باز خرید سهام یا افزایش سود تقسیمی به سهامداران استفاده کند تا در سال ۸۹ در موضع بهتری قرار بگیرد.

نمودار ۲- موقعیت شرکت لبنیات پاک در ماتریس استراتژی مالی از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸



منبع: محاسبات پژوهشگر

شرکت لبنیات پاک از سال ۷۹ تا ۸۲ در موقعیت D ماتریس استراتژی مالی قرار دارد در طول این ۴ سال شرکت با سرعت زیادی رشد کرده و با مشکل کمبود نقدینگی روبروست همچنین از نظر تولید ارزش در وضعیت بدی قرار گرفته است موقعیت D بدترین وضعیتی است که یک شرکت می‌تواند در آن قرار بگیرد. شرکت پاک برای خروج از این موقعیت باید بعضی از دارایی‌های شرکت به منظور افزایش فوری نقدینگی فروخته شود و احتمالاً ساختاردهی مجدد مورد نیاز است. همان‌گونه که می‌بینیم شرکت پاک با تغییر استراتژی خود توانسته از سال ۸۳ تا ۸۸ بجز سال ۸۴ موقعیت خود را به بهترین وضعیت در ماتریس تغییر دهد.

### نتایج آزمون فرضیات

**فرضیه ۱.** بین حوزه عملکرد و تغییر در ارزش افزوده بازار رابطه معنی داری وجود دارد. برای آزمون این فرضیه، آزمون رگرسیونی برای کل دوره مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵٪ به عمل آمد.

جدول ۱- رابطه بین حوزه عملکرد و تغییر در ارزش افزوده بازار

	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	t	سطح معنی داری	ضریب همبستگی	ضریب تعیین
	B	انحراف معیار	بتا				
فرضیه ۱ (r-c)	۱/۹۳۶	۱/۸۴۲	۰/۳۰۱	۴/۰۸۸	۰/۰۰۰	۰/۳۰۱	۰/۰۹۰

جدول ۱ بیانگر آزمون رابطه بین حوزه عملکرد و تغییر در ارزش افزوده بازار شرکت‌های غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این آزمون چون سطح معنی داری ۰/۰۰۰ است و کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد بیانگر رابطه معنی داری است و چون ضریب بتای آن ۰/۳۰۱ و مثبت است بیانگر رابطه مثبت بین حوزه عملکرد و تغییر در ارزش افزوده بازاری می‌باشد و چون ضریب تعیین ۰/۰۹ است یعنی حوزه عملکرد تنها ۹٪ تغییرات تغییر در ارزش افزوده بازار را توجیه می‌کند و این معیار باید با معیارهای دیگر برای سنجش ارزش آفرینی بکار گرفته شود. مقدار دوربین واتسون ۱/۹۹۰ است و در فاصله مطلوب (۲/۵-۱/۵) قرار دارد این آزمون خودهمبستگی ندارد.

فرضیه دوم . بین ارزش افزوده اقتصادی و تغییر در ارزش افزوده بازار را بطه معنی داری وجود دارد.

جدول ۲- رابطه بین ارزش افزوده اقتصادیو تغییر در ارزش افزوده بازار

	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	t	سطح معنی داری	ضریب همبستگی	ضریب تعیین
	B	انحراف معیار	بتا				
فرضیه ۲ EVA	۱/۱۷۱	۰/۲۹۹	۰/۲۸۹	۳/۹۱۳	۰/۰۰۰	۰/۲۸۹	۰/۰۸۴

جدول ۲ بیانگر آزمون رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و تغییر در ارزش افزوده بازار شرکت های غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در این آزمون چون سطح معنی داری ۰/۰۰۰ است و کمتر از ۰/۰۵ می باشد بیانگر رابطه معنی داری است و چون ضریب بتای آن ۰/۲۸۹ و مثبت است بیانگر رابطه مثبت بینارزش افزوده اقتصادی و تغییر در ارزش افزوده بازار می باشد و چون ضریب تعیین ۰/۰۸۴ است یعنی ارزش افزوده اقتصادی تنها ۸/۴٪ تغییرات تغییر در ارزش افزوده بازار را توجیه می کند و از آنجا که مقدار دوربین واتسون ۱/۹۸۹ است و در فاصله مطلوب (۱/۵-۲/۵) قرار دارد این آزمون خودهمبستگی ندارد.

فرضیه سوم. بین مدیریت نقدینگیو تغییر در ارزش افزوده بازاررابطه معنی داری وجود دارد.

جدول ۳- رابطه بینمدیریت نقدینگیو تغییر در ارزش افزوده بازار

	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	t	سطح معنی داری	ضریب همبستگی	ضریب تعیین
	B	انحراف معیار	بتا				
فرضیه ۳ SG - SGR	-۲۱۶۲۷/۵۴۹	۱۱۳۲۶/۴۱۱	-۰/۱۴۹	-۱/۹۰۹	۰/۰۵۸	۰/۱۴۶	۰/۰۲۱

همانطور که در جدول ۳ مشاهده می شود سطح معنی داری برای متغیر(SG - SGR)بهعنوان شاخصمدیریت نقدینگیمعادل ۰/۰۵۸ است و چون این مقدار بیشتر از ۰/۰۵ است با اطمینان وجود رابطه بین مدیریت نقدینگی و تغییر در ارزش افزوده بازار را رد می کنیم .

با توجه به نتایج، (SG - SGR) شاخص مناسبی برای مدیریت نقدینگی نمی باشد از اینرو باید از شاخص مطمئن تری برای سنجش مدیریت نقدینگی استفاده نماییم .

## ۷- نتیجه گیری و بحث

مدل ماتریس استراتژی مالی توسط هاواوینی و ویالت در سال ۱۹۹۹ برای تعیین موقعیت شرکت ها و واحدها در آن و تعیین استراتژی درست بر مبنای موقعیت آنها در نمودار مطرح شد. این مدل بخاطر سادگی و ترکیب مدیریت جریانهای نقدی و ارزش آفرینی داخلی جالب است . بعد از تعیین موقعیت شرکت ها در ماتریس استراتژی مالی و انجام بعضی از آزمون های آماری نتیجه می گیریم که حوزه عملکرد بر روی محور عمودی نباید تغییر کند اما به تنهایی نمی تواند تغییرات ارزش افزوده بازار را توجیه کند و باید همراه با معیارهای مناسب دیگر برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار بگیرد، از طرفی این تحقیق نشان داد که اختلاف بین نرخ رشد فروش با نرخ رشد ثابت به عنوان شاخصی از مدیریت نقدینگی به دلیل اینکه قابل اعتماد نیست و نوسان زیادی دارد، مناسب نمی باشد . از این روتوصیه می شود به جای SG - SGR از شاخص مطمئن تری که توانایی شرکت را برای مدیریت جریان های نقدی نشان می دهد استفاده شود مثل CAOA<sup>۱</sup> و با تقسیم CAOA بر سرمایه می توان آنرا از یک مقدار مطلق به مقدار نسبی تبدیل کرد . ماتریس استراتژی مالی می تواند یک نمودار بر مبنای حوزه عملکرد روی محور عمودی و CAOA/IC ( بر مبنای درصد ) روی محور افقی باشد. توصیه می شود برای اجتناب از اتخاذ تصمیمات بر پایه

نتایجی که یک بار اتفاق افتاده و ممکن است دیگر اتفاق نیفتد و منعکس کننده هیچ روند خاصی نیستند، نباید از نمودار یک ساله ماتریس استراتژی مالی استفاده شود. از این رو پیشنهاد می شود که نمودار داده های شرکت در طی یک دوره زمانی بطور مثال ۵ یا ۱۰ ساله تحلیل شوند تا بتوان عملکرد اخیر شرکت را به صورت نسبی در مقایسه با این روند ارزیابی کرد . همچنین می توان معیارهای بیشتری به مدل ماتریس استراتژی مالی اضافه شود ( مثل اجزا مالی کارت امتیازی متوازن )، البته داشتن بیش از دو متغیر برای نشان دادن داده ها در یک ماتریس مشکل ساز است و ماتریس باید بیش از دو داشته باشد.

نتایج بدست آمده در این تحقیق با نتایج بدست آمده از تحقیقی که توسط دیوت و هال در سال ۲۰۱۱ در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آفریقای جنوبی انجام گرفت، تطابق دارد.



## فهرست منابع

- \* پناهیان ، حسین (۱۳۸۲) ، "کاربرد ارزش افزوده اقتصادی در تصمیم گیری مالی "نشریه سرمایه ، سال سوم ، شماره ۳
- \* رهنمای رودپشتی ، فریدون (۱۳۸۶) ، "ارزیابی کارکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکت ها " ، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی ، سال هفتم ، شماره سوم ، پاییز
- \* طالب نیا ، قدرت اله و اسماعیل شجاع(۱۳۹۰) ، " رابطه بین نسبت ارزش افزوده بازار به سود حسابداری و نسبت ارزش افزوده اقتصادی به سود حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، مجله حسابداری مدیریت ، سال چهارم ، شماره هشتم
- \* Anderson , A.M .and Bey ,R.P .(2004). Economhc value added adjustment much to do a boutnothing ?
- \* Dewet, J.H(2004). Growth sales and value creation terms of the financial sterategy matrix.Chpther 6. University of Pretoria etd.
- \* Dewet, J.H(2011). An analysis of sterategic performance measures of companies listed on the JSE securities exchange south africa.
- \* Moeinfar ,Zahra . and .Mousavi , Zahra .(2011). sustainable growth rate and firm performance , Evidence from Iran stock Exchange ,international journal of Business and social science , vol.2 , No.23
- \* Pandit ,Niroli and Tejani , Rechana . (2011) .sustainable growth rate of textile and apparel segment of the india retail sector . Globsl journal of Management and Business research .vol.11 , issue , pp .
- \* Raiyani ,jagadish R.(2011). Performance analysis with sustainable growth rate: A case study international Journal of Research in in Commerce , Economics Management. No 1 ,Issue 1 , pp. 118-123
- \* www.deloitte.com