



تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده سهام در حمایت از خریدهای اهرمی

دکتر رویا دارابی^۱

ملیحه علی فری^۲

تاریخ پذیرش: ۸۹/۰۳/۱۰

تاریخ دریافت: ۸۹/۰۱/۲۰

چکیده

در این مقاله به شناخت خرید اهرمی و بررسی اجزای تشکیل دهنده آن پرداخته می شود. و مطرح خواهد شد که خصوص سازی یکی از بنیان های اساسی این نوع خرید به حساب می آید. از این رو هر عاملی که باعث توسعه فرهنگ خصوصی سازی و افزایش اعتماد عموم به اطلاعات ارائه شده در بورس اوراق بهادار می شود مورد توجه قرار می گیرد. یکی از این عوامل متغیرهای کلان اقتصادی هستند که در بازارهای کارا نوسان این متغیرها، نوسان قیمت و بازده اوراق بهادار را در پی خواهد داشت.

واژه های کلیدی: خرید اهرمی، خصوصی سازی، متغیر کلان اقتصادی، نرخ سود سپرده بانکی، بازده سهام.

۱- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب (نویسنده مسئول و طرف مکاتبه)

Royadarabi110@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد حسابداری Alifarri.malihe@gmail.com

۱- مقدمه

میزان صفر و یا صد درصد اقتصاد دولتی در هر کشوری به علل متفاوت رشد آن را محدود می کند. بطوری که نه رشد و سطح بالای ثروت اقتصادی بدون دخالت دولت به دست می آید و نه جوامعی که سطح بالایی از اقتصادشان در انحصار دولت ها است می توانند به سطح نسبتا بالایی از رشد اقتصادی دست یابند. از طرف دیگر بخش خصوصی جهت تامین تسهیلات و امکانات زیربنایی نیازمند پشتیبانی بخش دولتی می باشد و بخش دولتی نیز به دلیل تامین کالا و خدمات مورد نیاز جامعه به حمایت بخش خصوصی تکیه می کند. مطالعه حاضر به بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده سهام در حمایت از خریدهای اهرمی می پردازد تا شواهد لازم جهت تصمیم گیری در بازار سرمایه را فراهم نماید.

۲- مبانی نظری و پیشینه

خرید اهرمی^۱:

در این راستا اصل مهم این است که کوچک شدن دولت به معنی کاستی و یا ضعف اهداف، وظایف و یا مسئولیت های دولت نمی باشد بلکه انتظار می رود نقش دولت به تصمیم گیری در راس امور محدود شود. بواسطه این مسئولیت ها و انتظارات، رهبری دولت نه تنها در برخی شرایط کاسته نمی شود بلکه با توجه به بغرنج شدن جامعه در طول زمان و پیش آمدن مسائل جدید حتی افزایش می یابد.

در همین راستا و به منظور تسهیل و تسریع کاهش نقش دولت در عملیات اجرایی کشور، جوامع حرفه ای حسابداری جهان فصلی نوین در علم حسابداری را تحت عنوان خریدهای اهرمی مطرح کرده و بر اساس آن ابهامات مربوط به اطلاعات مالی و حسابداری مرتبط به افزایش بخش خصوصی اقتصاد را حداقل نموده است.

خرید اهرمی از سه جز تشکیل شده است که عبارتند از: اهرم مالی، کنترل و خصوصی سازی^۲. این سه قطب از یکدیگر مستقل هستند اما بر یکدیگر اثر می گذارند و هر چقدر قدرتمند تر باشند خرید اهرمی را کاراتر و اثر بخش می کنند.^۳

میزان اهرم مالی باید با توجه به حجم سهام منتشر شده و توجه به نکات ذیل مشخص شود: (۱) بدهی، هزینه قابل قبول برای امور مالیاتی است اما وجوه نقد پرداختنی به سهامداران این گونه نمی باشد و عدم پرداخت تعهدات ثابت (بدهی) می تواند نتیجه فقدان کنترل واحد تجاری باشد.

(۲) بدهی، تعهد قراردادی ثابتی است که واحد تجاری در هر شرایطی ملزم به پرداخت آن است و این در حالی است که سهام عادی، برخلاف آن، تنها یک حق مازاد است که هر زمان واحد تجاری قادر و خواستار به پرداخت آن باشد، به سهامدار پرداخت خواهد شد.

دومین جز کنترل است و مبتنی بر این موضوع می باشد: سرمایه گذارانی که شرکتی را برای خرید اهرمی مورد هدف قرار می دهند بطور کلی فرض می کنند که می توانند، بهتر از آن چه که شرکت مورد نظر در حال حاضر اداره می شود، آن را اداره کنند. متغیرهای تشکیل دهنده ارزش کنترل مورد انتظار عبارت است از (۱) ارزش بدست آمده بوسیله تغییر فرآیند عملیاتی یک شرکت و (۲) احتمال آن که یک تغییر بوجود آید.^۴

جز سوم خصوصی سازی است که بدین گونه تعریف می شود: واگذاری و انتقال قسمتی از دارایی ها، سهام، مدیریت، امور خدماتی، فعالیت ها و مسئولیت های یک شرکت یا سازمان دولتی به بخش خصوصی است. در واقع خصوصی سازی گذر از اقتصاد دولتی به اقتصاد بازار با محدود کردن نقش دولت به تنظیم و تصمیم گیری در راس امور می باشد. اهداف خصوصی سازی با توجه به سیاستها، برنامه های اقتصادی و راهبردهای کلی جامعه و مشخصات صنعت مربوط مشخص می گردند و شامل موارد ذیل می باشد:

کاهش حوزه فعالیت های دولت. افزایش کارایی. کاهش کسری بودجه و بدهی های ملی و افزایش رقابت، مقررات زدایی، ایجاد علاقه در کارکنان، توزیع مناسب درآمد، تعدیل یارانه ها و قیمت و تامین منابع مصرف کنندگان.^۵

در ارتباط با قطب سوم خرید اهرمی و در پی دستور مقام معظم رهبری (اصل ۴۴ خصوصی سازی) دولت محترم نهم بر آن شد تا با کاهش نرخ سپرده سرمایه گذاری کوتاه مدت بانکی سرمایه های غیر مولد را به سمت بورس اوراق بهادار تهران سوق دهد و راه را برای تسریع و تسهیل خصوصی سازی و کاهش نقش اجرایی دولت در اقتصاد هموار

سازد. بر اساس آخرین اطلاعات آماری رسیده از شرکت بورس اوراق بهادار تهران شاهد رشد ۱۸ درصدی سرمایه گذاری در سه ماهه اخیر هستیم.

از طرف دیگر وجود این فرض که تغییرات یک متغیر کلان اقتصادی^۶ (نرخ سپرده کوتاه مدت بانکی) موجب افزایش بازده اوراق بهادار منتشره در بورس و به دنبال آن افزایش نرخ سرمایه گذاری در این بازار گشته است این نکته را متصور می شود که بعد از فراز و نشیب های موجود در عمر نه چندان طولانی بورس اوراق بهادار تهران، در جهت ایجاد بازاری کارا هر چند در سطح ضعیف آن گامی اساسی برداشته می شود.

۳- روش شناسی

با توجه به مطالب پیش گفته و به دلیل پرهیز از هرگونه قضاوت ارزشی و به کارگیری روشی علمی برای دست یابی به نتیجه قابل اتکا، پژوهشی برای سنجش کارایی بورس اوراق بهادار تهران به انجام رسید. برای انجام پژوهش مذکور یکی از ویژگی های اصلی بازارهای کارا مدنظر و دست مایه انجام پژوهش قرار گرفت بر اساس این ویژگی اطلاعات منتشر شده باید در بازار کارا نمود یابد و قیمت و به طبع آن بازده کل اوراق بهادار عرضه شده در بازار آینه تمام نمای اطلاعات موجود در بازار باشد در همین راستا متغیر های کلان اقتصادی به عنوان اطلاعات تاثیر گذار در رفتار سرمایه گذاران و روند بازار به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شد.

روشن است در صورت کارا بودن بازار، منتشر شدن اطلاعات مربوط به این متغیر در بازار تاثیرگذار بوده و نوسانات به وجود آمده در عواملی همچون بازده سهام نمود خواهند یافت از این رو یکی از عوامل تاثیرپذیراز متغیرهای مستقل یاد شده به عنوان نماینده اطلاعات موثر در بازار، یعنی بازده سهام، به عنوان متغیر وابسته انتخاب گردید.

به منظور انجام این پژوهش اطلاعات حسابداری چهل شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تحت سه صنعت سیمان، پتروشیمی و خودروسازی در قلمرو زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت و بازدهی کل آن شرکت ها به صورت فصلی و به عنوان متغیر وابسته به کار گرفته شد. از سوی دیگر اطلاعات ارائه شده توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در ارتباط با متغیر کلان اقتصادی، نرخ سود سپرده کوتاه

مدت در فواصل زمانی مذکور اخذ شد و تاثیرگذاری آنها بر بازدهی کل و قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران به کمک نرم افزارهای آماری طی دو مرحله مورد آزمون و بررسی قرار گرفت.^۷

۴- فرضیات و تحلیل و آزمون آن

۴-۱- آزمون معناداری بازده با سپرده‌ها

فرضیه تحقیق:

فرضیه صفر: رابطه معنا داری بین تغییرات بازده صنایع مختلف با سپرده سرمایه گذاری کوتاه مدت وجود ندارد.

فرضیه مقابل: رابطه معنا داری بین تغییرات بازده صنایع مختلف با سپرده سرمایه گذاری کوتاه مدت وجود دارد.

با ملاحظه نتایج بدست آمده از رگرسیون سری زمانی، بتاهای مربوط به این متغیر در بیشتر موارد بدون اعتبار است و نتیجه می‌شود که رگرسیون ساختگی است. میانگین این سری ها در سطح اهمیت ۹۵٪ جهت تعیین اختلاف معنی داری با صفر مورد آزمون قرار می‌گیرد. فرآیند آزمون و نتایج آن به شرح زیر است.

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

Hypothesis Testing for B1		
Date: 08/06/09 Time: 16:36		
Sample: 1377:1 1388:1		
Included observations: 39		
Test of Hypothesis: Mean = 0.000000		
Sample Mean = 4.261257		
Sample Std. Dev. = 21.92544		
Method	Value	Probability
t-statistic	1.213729	0.2323

تفسیر آزمون:

با ملاحظه خط آخر خروجی که نشان دهنده مقدار آماره آزمون t برای آزمون برابری میانگین بتاها با عدد صفر است و نیز سطح معناداری آزمون که در این مورد برابر با $0/2323$ است و بزرگتر از $0/05$ است. می توان نتیجه گرفت که فرض صفر مورد تأیید است.

۲-۴- تعیین صرف ریسک حاصل از آزمون معناداری بتا شاخص با بازده

فرضیه صفر: رابطه معنی داری بین بتای شاخص بهای کالا و بازده صنایع وجود ندارد.

فرضیه مقابل: رابطه معنی داری بین بتای شاخص بهای کالا و بازده صنایع وجود دارد.

الگوی زیر جهت برآورد صرف ریسک بکار گرفته شده است:

$$y_t = \lambda_0 + \lambda_1 \beta_3 + e_t$$

$$t = 1, 2, \dots, 39$$

خلاصه نتایج در جدول شماره ۱ ارائه شده است.

y_t	β_0	$-\beta$	P-value	نام صنایع	y_t	β_0	$-\beta$	P-value	نام صنایع
y21	8.091794	-4.894168	0.0238	افنر سازی خاور	y1	19.63405	-6.458790	0.0513	پتروشیمی آبادان
y22	8.824427	-6.086036	0.0474	افنر سازی زر	y2	18.79195	-8.923546	0.0366	سر پتروشیمی
y23	11.17025	-2.050868	0.4913	کاربراتور ایران	y3	5.009775	-2.259273	0.3383	پارس پامچال
y24	8.537728	-0.862854	0.6632	لنت ترمز	y4	7.014449	2.044923	0.4426	لعابیران
y25	13.22748	-4.811145	0.1742	محور سازان	y5	10.84611	-4.275348	0.0722	پاکسان
y26	9.905752	-2.199978	0.4874	نیرو محرکه	y6	6.554707	-1.135103	0.5598	کف
y27	10.43282	1.803309	0.6185	ایران گچ	y7	12.88469	-5.187789	0.0706	پتروشیمی فارابی
y28	13.57723	-1.983570	0.4838	سیمان ارومیه	y8	15.32595	-5.585507	0.1234	شیمیایی سینا
y29	20.39018	-6.723223	0.0308	سیمان تهران	y9	-4.318284	5.463979	0.0422	پلی اکریل ایران
y30	17.44000	-3.519802	0.4781	سیمان خزر	y10	3.068768	0.313920	0.8705	الیاف مصنوعی
y31	20.06505	-6.069942	0.0576	سیمان سپاهان	y11	13.27920	-2.138367	0.4601	معدنی املاح ایران
y32	13.03089	-3.413143	0.3561	سیمان شرق	y12	14.50679	-4.696941	0.1493	ایران خودرو
y33	19.89679	-6.350771	0.0341	سیمان شمال	y13	13.84964	-3.421858	0.3015	ایران خودرو دیزل
y34	15.21494	-1.916479	0.5299	سیمان سوفیان	y14	20.66961	-6.458250	0.1620	سایپا
y35	13.29666	-2.056499	0.5856	سیمان غرب	y15	16.86616	-4.659989	0.3372	سایپا دیزل
y36	20.79573	-7.050478	0.0735	سیمان فارس	y16	22.15795	-10.32476	0.0540	گروه بهمن
y37	15.32825	-1.192082	0.7509	سیمان قائن	y17	7.703621	0.783714	0.7946	آهنگری تراکتور
y38	15.32521	-3.309155	0.1968	سیمان کرمان	y18	14.24056	-3.916414	0.5524	چرخشگر
y39	17.66396	-2.639022	0.4098	سیمان مازندران	y19	6.915560	-5.406578	0.0053	رادپاتور ایران
					y20	10.26687	-1.467241	0.5998	صنایع ریختگری

دلایل فقدان توان توضیح دهی متغیرهای کلان اقتصادی:

عدم ثبات ونوسانات نامطلوب شاخص های کلان اقتصادی در ایران ، نشانه ای از مشکلات و بحرانها در ساختار ملی است
ریشه اختلالات موجود در بورس اوراق بهادار تهران نیز عمدتا در سیاستها و سازماندهی اقتصادی موجود است . بورس اوراق بهادار که در سال ۱۳۴۶ تاسیس شد ، علیرغم بیش از چهل سال سابقه فاقد نقش عمده ای در اقتصاد ملی است . البته ضعف بورس اوراق بهادار تهران از مسائل داخلی بورس نیز نشئت می گیرد ، که به برخی از آنها اشاره می شود:

- فقدان تنوع ابزارهای مالی و در نتیجه فقدان کارکردهای مورد انتظار ، از قبیل مدیریت ریسک
- عدم گستردگی مالکیت سهام
- محدودیت فعالیت بورس
- فقدان بازار سازان ، تحلیل گران مالی و مشاوران سرمایه گذاری ، موسسات درجه بندی ، بانک های سرمایه گذاری و..
- ضعف نظام مقررات مالی و حسابرسی و در نتیجه ضعف قدرت پاسخگویی و برآوردن نیازهای اطلاعاتی
- ضعف نظام اطلاع رسانی ، کمبود شفافیت و عدم تقارن اطلاعاتی
- فقدان مقررات اطمینان بخش برای حفظ منافع سرمایه گذاران از جمله مقررات مربوط به اطلاعات محرمان و افشا.

۵- نتیجه گیری

نتایج حاصله از پژوهش انجام شده هیچگونه همگرایی را بین تغییرات نرخ سپرده به عنوان یک متغیر کلان اقتصادی و بازده اوراق بهادار و در پی آن آثار وجود بازار کارا حتی در سطح بسیار ضعیف آن را نشان نداد. به این ترتیب دلیل افزایش نرخ ۱۸ درصدی سرمایه گذاری را در حوزه های دیگر مانند افزایش فرهنگ سازی در بین عامه مردم و عدم تقارن اطلاعاتی گروهی نسبت به گروه دیگر دانست.

فهرست منابع

- ۱) مقالات برگزیده "همایش ملی سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران". دبیرخانه تشخیص مصلحت نظام. بهمن ۱۳۸۵
- ۲) علی فرّی ، ملیحه(۱۳۸۸). "بررسی تاثیر متغیر های کلان اقتصادی بر بازده اوراق بهادار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر مدل بازگشت سهام-تورم"
- 3) David t brawn(department of finance.insurance &real estate,warrington cpllege of business university of florida) .c.edward fee(department of finance.michigan state university)" Financial leverage &bargaining power with supplier :Evidence from leveraged buyouts."
- 4) Anatomy of leveraged buyouts. Shown e.thomas
- 5) De_wal chon," Earnings management and stock performance of reverse leveraged buyouts "

یادداشت ها

1 - Leverage Bought

2- privatization

3- David t brawn .c.edward fee," Evidence from leveraged buyouts". 2003. David t brawn(department of finance.insurance &real estate,warrington cpllege of business university of florida) .c.edward fee(department of finance.michigan state university)" Financial leverage &bargaining power with supplier :Evidence from leveraged buyouts."

4 - De_wal chon," Earnings management and stock performance of reverse leveraged buyouts "

۵- مقالات برگزیده "همایش ملی سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران". دبیرخانه تشخیص مصلحت نظام. بهمن ۱۳۸۵

6- Macro economical variables

۷- علی فرّی ، ملیحه(۱۳۸۸). "بررسی تاثیر متغیر های کلان اقتصادی بر بازده اوراق بهادار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر مدل بازگشت سهام-تورم"