

بررسی آثار افزایش بهره وری بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس

نداحسینی زرگوش

کارشناس حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرکز گیلانغرب

شماره ملی: ۳۳۲۰۱۳۷۹۳۱

چکیده

در این مقاله ضمن بیان تاریخچه بورس در مورد تاثیر اقتصادی بورس و نیز دلایل و منابع تامین مالی، خصوصیات و مزایا و معایب آنها و نیز بازده و سود و اعطای سهام مجانی و معیارهای بازده مثبت و در نهایت دید بازدهی و بهره وری گذاران و صادرکنندگان اوراق بهادار در مورد نقش بورس توضیحاتی ارائه شده است. هدف از ارائه مقاله، این است که اولاً سهامداران بتوانند اطلاعاتی در مورد شیوه های افزایش بازدهی و بهره وری دریافت کنند و ثانیاً برای آنها مشخص شود که آیا افزایش بازدهی و بهره وری دلیلی برای افزایش سود و بازدهی است یا خیر؟ در مقاله حاضر ضمن بررسی روشهای چهارگانه افزایش بازدهی و بهره وری، داده های آماری و فرضیات تحقیق با استفاده از روشهای توصیفی و استنباطی و تحلیل کو واریانس مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و در نهایت این نتیجه حاصل شده است که روش اشتراکی در بین سه روش دیگر (آورده نقدی، سود انباشته، اندوخته ها) به عنوان روش برتر باعث بازدهی بیشتر سهام، کارایی بهتر شرکت و نیز افزایش بهره وری می گردد.

واژگان کلیدی: بهره وری، سهام، شرکت، بورس

۱- مقدمه

امروز مشارکت مردم در تولید از طریق بازارهای بازدهی و بهره وری بویژه بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد که به عنوان شیوه ای بسیار مهم در راستای نیل به توسعه اقتصادی کشورها به شمار می‌رود.

شرکتهایی که از نظر سودآوری در وضعیت مناسبی قرار دارند، سعی می‌کنند فعالیتهای خود را توسعه دهند و تمام نقدینگی خود را در راه افزایش فروش و کسب سود بیشتر صرف کنند. بنابراین برای تامین مالی در جهت بازدهی و بهره وری گذاری های جدید و کسب نقدینگی، به بازارهای بازدهی و بهره وری روی می‌آورند. از طرف دیگر تعادل اقتصادی و توزیع عادلانه تر درآمد میان کلیه اقشار جامعه و عدم امکان کسب درآمدهای فوق العاده از طریق بازدهی و بهره وری گذاری در امور غیر مولد یا کاذب، عامه مردم را وا می‌دارد در سهام شرکتهای تولیدی و تجاری بازدهی و بهره وری گذاری نمایند. بازدهی و بهره وری گذاری در اوراق بهادار از شیوه‌های همگانی و رایج بازدهی و بهره وری گذاری است و به طور کلی حمایت‌های دولتی و فرهنگ عمومی موجب شده است که حذف چنین بازارهای بازدهی و بهره وری ای از ساختار جامعه، امکان پذیر نباشد.

بر این اساس مردم با اطمینان و امیدواری بیشتر روی انواع اوراق بهادار مشارکت می‌کنند. معمولاً اکثر شرکتهای با بازدهی و بهره وری اندک، فعالیت خود را آغاز می‌کنند و پس از پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران برای توسعه فعالیتهای و اجرای طرحهای توسعه به نقدینگی نیاز پیدا می‌کنند. در این حالت، شرکتهای به علت محدود بودن اعتبارات سیستم بانکی و پیچیده بودن مراحل اخذ مجوز انتشار اوراق قرضه، به انتشار سهام جدید اقدام می‌نمایند.

حال با توجه به اینکه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، گرایش فراوانی به افزایش بازدهی و بهره وری یافته اند و همچنین وجود روشهای گوناگون برای افزایش بازدهی و بهره وری، ضرورت تشخیص داده شد که پیرامون ارزیابی شیوه‌های افزایش بازدهی و بهره وری بر بازده سهام، تحقیق حاضر صورت گیرد.

بیان مساله و اهمیت موضوع

بازدهی و بهره وری گذاران به عنوان تامین‌کنندگان منابع مالی مورد نیاز واحدهای اقتصادی با انگیزه‌های مختلفی بازدهی و بهره وری گذاری می‌کنند که می‌تواند شامل بهره‌گیری از سود و مزایای نقدی و نیز مالکیت در این واحدها باشد. از طرف دیگر واحدهای اقتصادی نیز به دلایل مختلفی به منابع مالی نیازمند هستند، ولی آنچه بیش از همه برای بازدهی و بهره وری گذاران و واحدهای اختصاصی مهم به نظر می‌رسد، افزایش ثروت سهامداران است. با توجه به موضوع تحقیق حاضر، یکی از مهمترین تصمیمات مدیران یک شرکت، اخذ تصمیم در مورد افزایش بازدهی و بهره وری و استفاده از موثرترین روشهای افزایش بازدهی و بهره وری است؛ زیرا این اقدام علاوه بر تاثیر سریع خود بر قیمت سهام و بازده سهامداران ممکن است بر سایر فعالیتهای شرکت نیز اثرگذار باشد. البته بایستی اذعان داشت که افزایش بازدهی و بهره وری، یکی از بهترین روشهای کسب نقدینگی در جهت توسعه فعالیتهای و اجرای طرحهای آتی هم به لحاظ هزینه بازدهی و بهره وری و هم سهولت انجام آن است. لیکن پس از افزایش بازدهی و بهره وری، سهامداران از لحاظ روانی کاهش قیمت سهامشان را کاهش ثروت خود تلقی می‌کنند و مدیران شرکت را مسئول این امر می‌دانند. در مقابل مدیران نیز همواره با تاکید به آینده نگری در تصمیمات خود و موقتی بودن کاهش قیمت سهام، بر نگهداری سهام و عدم فروش آن اصرار می‌ورزند.

برای قضاوت در مورد اینکه آیا افزایش بازدهی و بهره وری در راستای منافع سهامداران و افزایش ثروت آنهاست یا خیر، می‌بایست تاثیر افزایش بازدهی و بهره وری را بر بازده سهام عادی بررسی و مورد آزمون قرار داد.

در سالهای اخیر شاهد گرایش فزاینده افزایش بازدهی و بهره وری توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستیم. حال با توجه به اینکه پس از هر افزایش بازدهی و بهره وری، قیمت سهام شرکتهای به شدت کاهش می‌یابد، دو وضعیت پیش روی بازدهی و بهره وری گذاران و شرکت قرار داد:

۱) در صورتی که شرکت بتواند از بازدهی و بهره وری به دست آمده به‌گونه‌ای بهینه استفاده کند و بر سودآوری شرکت بیافزاید، قیمت سهامش پس از افت شدید، سیر صعودی خواهد داشت و حتی ممکن است ظرف مدت کوتاهی از قیمت پیش از افزایش بازدهی و بهره وری نیز فراتر رود.

۲) اگر شرکت نتواند از بازدهی و بهره وری به دست آمده به نحوی مطلوب استفاده کند، قیمت سهامش روند نزولی خواهد پیمود و حتی امکان ورشکستگی نیز خواهد رفت.

با توجه به موارد یاد شده درمی یابیم که اثرات افزایش بازدهی و بهره وری به طور مستقیم بر بازده سهامداران تاثیر خواه داشت. بنابراین در صورتی که افزایش بازدهی و بهره وری به کاهش بازده سهامداران منجر شود، میل به بازدهی و بهره وری گذاری در بورس اوراق بهادار توسط سهامداران کاهش می یابد. در نتیجه منجر به فرار بازدهی و بهره وری از بورس و جذب بازدهی و بهره وری در مکانهای دیگر می شود و در نهایت بورس از رونق می افتد. سرانجام به دلیل عدم رونق بورس اوراق بهادار، بازدهی و بهره وری ها در فعالیتهای مناسب بازدهی و بهره وری گذاری نمی شوند که این مساله به متضرر شدن اقتصاد کشور از دید کلان منجر می گردد.

از آنجا که تحقیق حاضر در حوزه امور مالی صورت می گیرد، بنابراین نتایج آن می تواند برای تمامی گروههای درگیر تصمیمات مالی و افراد، نهادها و گروههایی نظیر بازدهی و بهره وری گذاران بالقوه و بالفعل، مدیران شرکتهای بورس اوراق بهادار، و نهادهای مالی و اقتصادی خارج از بورس حائز اهمیت باشد. همچنین نتایج این تحقیق می تواند پایه و چارچوبی را برای تحقیقات مشابه بعدی فراهم آورد و اطلاعات مورد نیاز دانشپژوهان و موسسات تحقیقاتی را تامین نماید.

نقش بورس اوراق بهادار از منظر اقتصاد کلان

از دید اقتصاد کلان، نقش بورس اوراق بهادار از چهار بعد قابل تامل است:

۱) تجهیز منابع مالی از طریق فروش اوراق قرضه و سهام یکی از مطمئنترین راههای جمعآوری وجوه لازم برای بازدهی و بهره وری گذاری است. واحدهای تولیدی و تجاری به عوض استقراض از نظام بانکی می توانند تحت ضوابطی از طریق فروش سهام یا اوراق قرضه در بورس اوراق بهادار، نیازهای مالی خود را تامین کنند.

۲) تقسیم مالکیت های بزرگ از طریق فروش سهام آنها در بورس اوراق بهادار از دید اقتصاد کلان به هدفهای توزیع عادلانه تر درآمد و نیز احساس مشارکت در عموم افراد جامعه در فعالیتهای تولیدی و تجاری، کمک زیادی می کند. مالکیت یک بنگاه عظیم توسط یک فرد یا معدودی از افراد که قادر به تامین مالی آن هستند، قابل قیاس با مزایای «مالکیت انبوه» نیست. علاوه بر این چنانچه امکان تامین منابع بازدهی و بهره وری گذاری های بزرگ با استقراض بانکی هم میسر شود، مع هذا انتشار و فروش سهام به عموم، به منظور تامین منابع مالی ترجیح دارد.

۳) بورس اوراق بهادار، یک بازار کامل است. بازارهای رقابت کامل دارای خصوصیتی هستند که مهمترین ویژگی آنها متجانس بودن با محصول است که بورس اوراق بهادار حائز آن است. همچنین تعداد خریداران و فروشندگان عموماً زیاد است و بالاخره مشخصه سوم هر بازار کامل که ورود و خروج آزادانه به آن است، در بورس اوراق بهادار جمع است. به عبارت دیگر هر کس که دارای اوراق بهادار ثبت شده در بورس است، می تواند به بورس مراجعه کرده و آن را عرضه کند.

۴) وجود فضای یک بازار کامل در بورس اوراق بهادار، تخصیص مطلوب منابع را میسر می سازد. بورس اوراق بهادار با تعیین رقابت آمیز بهای سهام به عنوان ابزار انتظامی اقتصاد، مدیران غیرکارا و ضعیف را تنبیه و مدیران مبتکر و قدرتمند را تشویق می کند. یک شرکت زیان ده نمی تواند از طریق بورس به تامین نیازهای مالی خود اقدام کند و بالعکس یک شرکت سواور قادر است به سهولت از طریق فروش سهام خود، تامین مالی شود.

دلایل و منابع تامین مالی شرکتهای

نظریه پردازان سه مدل اصلی درباره عرضه سهام جدید طراحی کرده اند. در این مدلها فرض بر این است که اولاً مدیران شرکتهای در جهت حفظ منافع سهامداران فعلی عمل می کنند. ثانیاً عرضه سهام جدید فقط در صورتی برای بازار بازدهی و بهره وری حاوی اطلاعات است که مدیران در مقایسه با بازدهی و بهره وری گذاران، اطلاعات بهتری درباره آینده شرکت داشته باشند. شرکتهای برای استفاده های مختلفی اقدام به تامین مالی از طریق عرضه سهام جدید می کنند که می توان آن را در قالب سه مدل اصلی به این شرح ارائه کرد:

۱) تامین مالی به منظور بازپرداخت بدهیهای موجود (مدل تغییر ساختار بازدهی و بهره وری)

۲) تامین مالی جهت انجام بازدهی و بهره‌وری گذاری های جدید

۳) تامین مالی برای جبران کمبود نقدینگی.

بدهیها و حقوق صاحبان سهام، نشان دهنده منابع مالی هستند که شرکت برای به دست آوردن داراییها از آنها استفاده می‌کند.

بازده سهام و معیارهای آن

طبق تئوری نمایندگی و با توجه به میل بازدهی و بهره‌وری گزاران، هدف مدیریت باید در راستای به حداکثر رسانیدن ارزش شرکت باشد. این مفهوم زمانی تحقق می‌یابد که تصمیمات مدیریت در زمینه‌های بازدهی و بهره‌وری گذاری، تامین مالی و تقسیم سود به صورت بهینه اتخاذ شود.

معیارهای مختلفی مانند حداکثر شدن سود دریافتی سهامداران، میزان خدمات اجتماعی شرکت، حداکثر شدن قیمت بازار سهم و حداکثر شدن درآمد بعلاوه قیمت بازار سهم به عنوان معیار حداکثر شدن ثروت سهامدار مورد توجه است.

حداکثر شدن سود به عنوان یک معیار

اکثر سهامداران عادی سود شرکت را هدف مطلوب و حداکثر شدن آن را به عنوان حداکثر شدن ثروت خود تلقی می‌کنند. حتی برخی افراد با تاکید بر سود گذشته شرکت، مبنای ارزیابی و قیمت‌گذاری سهم شرکت را بر این معیار قرار داده‌اند:

میانگین سود ۳ سال گذشته شرکت = قیمت هر سهم

نرخ بازده مورد انتظار = قیمت هر سهم • حداکثر شدن درآمد هر سهم

از تقسیم سود ویژه شرکت بر جمع تعداد سهام، درآمد سهم به دست می‌آید. درآمد هر سهم بخشی از سود یک دوره مالی است که به دارنده سهم تعلق می‌گیرد. باید توجه داشت که این مفهوم با مفهوم «سود سهام» اشتباه نشود.

سود سهام مبلغی است که عملاً به صاحب سهم تعلق می‌گیرد، اما لزوماً به دارنده سهم پرداخت نمی‌شود. برای محاسبه درآمد هر سهم، باید ابتدا بخشی از درآمد که متعلق به سهام ممتاز بوده و مرجح بر سهام عادی است کسر شود و سپس درآمد باقیمانده را به تعداد سهام عادی، تقسیم کرد.

نتیجه گیری

یکی از اساسی‌ترین اصول مالی که به طور عام توسط دست‌اندرکاران امور مالی پذیرفته شده، این است که ارزش ذاتی یک قلم دارایی برابر است با ارزش فعلی جریان نقدی مورد انتظار ناشی از آن دارایی در طی عمر مفید آن. بر این اساس هرگونه حادثه‌ای که به ایجاد این حس در سهامداران منجر شود که دریافت‌های نقدی آنها در آینده در مورد سهام خاصی افزایش می‌یابد، موجب می‌شود که قیمت آن سهام خاص و در نتیجه ارزش آن سهام افزایش یابد. عکس این حالت هم صادق است، یعنی اگر سهامداران احساس کنند که انجام رویداد خاص یا اتخاذ تصمیم ویژه‌ای منجر به این گردد که منافع آتی آنها با خطر (ریسک) مواجه شود، این امر موجب کاهش قیمت آن سهم و در نتیجه کاهش ارزش آن می‌گردد.

بر این اساس، یکی از رویدادهای ویژه که سهامداران همواره با نگاه خاصی به آن می‌نگرند، تشکیل مجامع عمومی فوق‌العاده و تصمیمات اخذ شده در آن است. در مجامع عمومی فوق‌العاده ممکن است تصمیماتی از قبیل تصویب صورتهای مالی سال گذشته، تعیین یا تغییر اعضای هیات مدیره، تعیین و تغییر اعضای علی‌البدل یا بازرسان شرکت، تقسیم سود، افزایش بازدهی و بهره‌وری یا تصمیمات مهم دیگری اخذ شود که هر کدام از این تصمیمات با توجه به شرایط زمانی موجود به‌گونه‌ای خاص از سوی سهامداران مورد تعبیر و تفسیر قرار گرفته و در نتیجه قیمت سهام شرکتها، دستخوش تغییرات گوناگون گردد.

تاکنون در مورد هر کدام از جنبه‌های یاد شده (تصمیمات اخذ شده در مجامع عمومی) و آثار آن بر قیمت یا بازده سهام شرکتها، تحقیقات زیادی انجام گرفته و نتایج متفاوتی را نیز به همراه داشته است. اما در تحقیق حاضر ما بر آن شدیم روشهای افزایش بازدهی و بهره‌وری بر بازده سهام را بعد از افزایش بازدهی و بهره‌وری در مجمع فوق‌العاده، مورد ارزیابی قرار دهیم. افزایش بازدهی و بهره‌وری از محل اندوخته‌ها در واقع نوعی سهام جایزه است که می‌توان آن را در چارچوب یکی از سیاستهای تقسیم سود مورد بررسی قرار داد. شرکتها به دلایل و انگیزه‌های متنوعی اقدام به انتشار سهام جایزه می‌کنند. در این مورد آنچه که در مورد سهام جایزه مهم است این است که در این نوع افزایش، در مجموع حقوق صاحبان سهام و در

نتیجه در مجموع داراییهای شرکت، افزایش صورت نمی‌گیرد. افزایش بازدهی و بهره وری از محل اندوخته‌ها در واقع تنها نوعی جابجایی و تغییر در ترکیب حقوق صاحبان سهام است که طی آن بخشی از حقوق صاحبان سهام از محل اندوخته‌ها به حساب بازدهی و بهره وری منتقل می‌شود.

در مورد افزایش بازدهی و بهره وری از محل مطالبات و آورده‌های نقدی وضعیت متفاوت است، زیرا در این نوع افزایش بازدهی و بهره وری، در مجموع حقوق صاحبان سهام و در نتیجه مجموعه داراییهای شرکت افزایش یافته و از طرفی ممکن است ترکیب مالکیت سهامداران نیز تغییر یابد. بعلاوه، دلایل و انگیزه‌های شرکتها از افزایش بازدهی و بهره وری از محل اندوخته‌ها متفاوت است. این نوع افزایش بازدهی و بهره وری می‌تواند اهدافی از قبیل توسعه شرکت، خرید داراییهای جدید یا جایگزینی داراییهای موجود، تحصیل منابع برای ورود به بازارهای خارجی تا پرداخت بدهیهای شرکت و تحصیل بازدهی و بهره وری در گردش مورد نیاز شرکت را شامل گردد. البته چنین به نظر می‌رسد که افزایش بازدهی و بهره وری از این منبع بیشتر به منظور توسعه فعالیتهای شرکت بوده و کمتر افزایش بازدهی و بهره وری از این محل به منظور تامین بازدهی و بهره وری در گردش یا انجام امور جاری شرکت است؛ زیرا هزینه تامین مالی از این محل بسیار بالا بوده و در صورتی که تامین مالی با هدف پرداخت بدهیهای شرکت یا پرداخت سود سهامداران صورت گیرد، این امر در دراز مدت باعث شود، که ارزش سهام شرکت کاهش یافته که با هدف اصلی مدیریت که بیشینه‌سازی ثروت سهامداران می‌باشد، در تضاد است. بر این اساس و با این پیش فرض که افزایش بازدهی و بهره وری از محل مطالبات و آورده‌های نقدی بیشتر در جهت توسعه فعالیتهای شرکت است، سهامداران در یک بازار کارا حاضر به پرداخت بهای بیشتری برای سهام این‌گونه شرکتها بوده و در نتیجه با اعلان خبر افزایش بازدهی و بهره وری از این طریق، قیمت چنین سهامی افزایش بیشتری نسبت به افزایش بازدهی و بهره وری از محل اندوخته‌ها می‌نماید. افزایش بازدهی و بهره وری از طریق سود انباشته موجب کاهش سهام قابل پرداخت به سهامداران فعلی خواهد شد. به عبارت دیگر در دسترس بودن سود انباشته نه تنها به سودهای تحصیل شده توسط شرکت بستگی دارد، بلکه به سیاست پرداخت سود سهام نیز مربوط است.

در این تحقیق با توجه به اطلاعات و آزمون‌های آماری صورت گرفته می‌توان چنین نتیجه گرفت که بهترین راه افزایش بازدهی و بهره وری برای افزایش بازدهی سهام، روش اشتراکی است. در این روش اغلب اوقات یک طرف این اشتراک مطالبات و آورده نقدی است و این منبع باعث افزایش نقدینگی شرکت می‌شود و در نهایت باعث مانور بهتر شرکت و در صورت استفاده بهینه از این نقدینگی موجب کارایی بهتر و در نتیجه افزایش بازده می‌شود. در طرف دیگر اندوخته و یا سود انباشته قرار دارد که در هر صورت باعث عدم خروج بازدهی و بهره وری از شرکت شده که این عمل نیز به نوعی باعث افزایش بازدهی می‌گردد.

بنابراین می‌توان چنین گفت استفاده از مزایای هر روش در پوشاندن معایب روش دیگر و مکمل یکدیگر قراردادن این روشهاست که باعث افزایش بازده سهام می‌شود.

منابع

- ۱- تقوی، مهدی (۱۳۷۷) مدیریت مالی ۱، چاپ چهارم، دانشگاه پیام نور.
- ۲- جهان‌خانی، علی و عبده تبریزی، حسین (۱۳۷۲) نظریه بازار کالای بازدهی و بهره وری، نشریه تحقیقات مالی، شماره ۱، زمستان.
- ۳- جهان‌خانی، علی و پارسائیان، علی (۱۳۷۴) بورس اوراق بهادار، چاپ اول، انتشارات سمت، تهران.
- ۴- وکیلی فرد، حمید رضا و وکیلی فرد، مسعود (۱۳۸۰) مدیریت مالی، جلد اول، هامپتون، انتشارات علمی فوج.
- ۵- رستمیان، فروغ (بی تا)، تاثیر نسبت‌های حسابداری در پیش بینی بازده سهام در شرکتهای بورس اوراق بهادار، پایان نامه دکترا، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات.
- ۶- ریموند، پی نوو (۱۳۷۴) مدیریت مالی، ترجمه علی جهان‌خانی و علی پارسائیان، جلد اول و دوم، چاپ دوم، انتشارات سمت، تهران.

- ۷- شباهنگ، رضا (۱۳۷۴) مدیریت مالی، جلد اول، چاپ دوم، انتشارات سازمان حسابرسی، تهران.
- ۸- عبده تبریزی، حسین (۱۳۷۴) مدیریت مالی، (اهرم مالی و بازدهی و بهره وری)، چاپ دوم، انتشارات پیشبرد.
- ۹- نیکومرام، هاشم، رهنمای رودپشتی، فریدون و هیبتی، فرشاد (۱۳۸۱) مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات ترمه.
- ۱۰- D.F. Scott al (۱۹۸۸) financial management, printic Hall, PP: ۱۴۲-۱۲۵
- ۱۱- H. De Angelo and R.Masulis (۱۹۸۰) Optimall Capital ructure under corporate and personal Taxation, journal of Financial Economics ۸, PP: ۲۹-۳
- ۱۲- W. Clifford, Smith, Jr (۱۹۹۷) Alternative Methodes For Rasing capital: Rights versus under written offerings, Journal of Financial Economics ۵, PP: ۲۷۳- ۳۰۷