

به نام خدا

تأثیر متغیرهای اقتصادی کلان بر عملکرد شرکت‌ها و بازده مورد انتظار سهامداران

(شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

ویژه کارشناسی ارشد رشته حسابداری و اقتصاد

مؤلف:

حمیدرضا اسدی

مدرس و کارشناس ارشد حسابداری

انتشارات ارسطو

(چاپ و نشر ایران)

۱۳۹۸

سرشناسه: اسدی، حمیدرضا، ۱۳۷۰-

Asadi, Hamidreza

عنوان و نام پدیدآور: تاثیر متغیرهای اقتصادی کلان بر عملکرد شرکت‌ها و بازده مورد انتظار سهامداران (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) ویژه کارشناسی ارشد رشته حسابداری و اقتصاد/مؤلف حمیدرضا اسدی.

مشخصات نشر: مشهد: ارسطو، ۱۳۹۸.

مشخصات ظاهری: ۱۲۱ ص.؛ ۲۲×۲۹ س.م.

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۴۳۲-۳۶۴-۲

وضعیت فهرست نویسی: فیبا

یادداشت: کتابنامه: ص. ۸۴

موضوع: بورس -- ایران -- تهران -- نمونه پژوهی

موضوع: Stock exchanges -- Iran -- Tehran -- Case studies

موضوع: سازمان بورس اوراق بهادار -- نمونه پژوهی

موضوع: سهام -- ایران -- نرخ بازده -- نمونه پژوهی

موضوع: Stocks -- Iran -- Rate of return -- Case studies

موضوع: سود سهام -- ایران -- نمونه پژوهی

موضوع: Dividends -- Iran -- Case studies

موضوع: شرکت‌ها -- ایران -- امور مالی -- نمونه پژوهی

موضوع: Corporations -- Iran -- Finance -- Case studies

رده بندی کنگره: HG۵۷۲۰/۲

رده بندی دیویی: ۳۳۲/۶۴۲۵۵۱۲۲۲

شماره کتابشناسی ملی: ۵۸۶۷۷۵۸

نام کتاب: تاثیر متغیرهای اقتصادی کلان بر عملکرد شرکت‌ها و بازده مورد انتظار سهامداران (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

مؤلف: حمیدرضا اسدی

ناشر: ارسطو (با همکاری سامانه اطلاع رسانی چاپ و نشر ایران)

صفحه آرای، تنظیم و طرح جلد: حمیدرضا اسدی

تیراژ: ۱۰۰۰ جلد

نوبت چاپ: اول - ۱۳۹۸

چاپ: مدیران

قیمت: ۳۰۰۰۰ تومان

شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۴۳۲-۳۶۴-۲

تلفن مرکز پخش: ۰۹۱۲۰۲۳۹۲۵۵

www.chaponashr.ir



انتشارات ارسطو



تقدیم به

فرشتگانی که؛ لحظات ناب باور بودن، لذت و غرور دانستن، جسارت خواستن، عظمت رسیدن و تمام تجربه های یکتا و زیبای زندگیم، مدیون حضور سبز آنهاست.

تقدیم به همسر عزیزم

به پاس قدردانی از قلب آکنده از عشق و معرفتش که محیطی سرشار از سلامت و امنیت و آرامش و آسایش برای من فراهم آورد. شکر شایان نثار ایزد منان که توفیق را رفیق راهم ساخت تا این کتاب را به پایان برسانم.

فهرست

۳	۱- فصل اول: کلیات تحقیق.....
۳	۱-۱- مقدمه
۴	۱-۲- بیان مسئله
۴	۱-۳- اهمیت و ضرورت تحقیق
۵	۱-۴- اهداف تحقیق
۵	۱-۴-۱- اهداف اصلی:
۵	۱-۴-۲- اهداف فرعی
۵	۱-۵- فرضیه های تحقیق
۵	۱-۵-۱- فرضیه اصلی:
۵	۱-۵-۲- فرضیه های فرعی:
۶	۱-۶- تعریف واژه های کلیدی
۶	۱-۶-۱- نوسانات قیمت نفت:
۶	۱-۶-۲- صادرات غیرنفتی:
۶	۱-۶-۳- تورم:
۶	۱-۶-۴- درآمد سرانه:
۷	۱-۶-۵- تغییرات نرخ ارز:
۷	۱-۶-۶- عملکرد شرکت
۸	۱-۶-۷- بازده مورد انتظار سهامداران:
۸	۱-۷- ساختار تحقیق
۸	۲- فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق
۸	۲-۱- مقدمه
۱۰	۲-۲- کاهش ریسک
۱۰	۲-۲-۴- انواع ریسک
۱۰	۲-۲-۴-۱- ریسک بازار
۱۱	۲-۲-۴-۲- ریسک تورم
۱۲	۲-۲-۵- تعریف بازده
۱۲	۲-۲-۶- رابطه ریسک و بازده:
۱۲	۲-۲-۷- بازده سرمایه گذاری:
۱۳	۲-۲-۸- روش های سرمایه گذاری

- ۹-۲- تقسیم بندی بازده بر اساس زمان ۱۳
- ۱۰-۲- عوامل مؤثر در بازدهی آتی سرمایه گذاری ها ۱۳
- ۱۱-۲- بازده کل: ۱۴
- ۱۲-۲- ارزش ایجاد شده برای سهامداران ۱۵
- ۱۳-۲- سهام رشدی و ارزشی ۱۶
- ۱۴-۲- نقش اطلاعات حسابداری در پیش بینی بازده سهام ۱۷
- ۱۵-۲- دیدگاه های مختلف پیرامون بازدهی سهام ۱۷
- ۱-۱۵-۲- تئوری انتظارات: ۱۸
- ۲-۱۵-۲- تئوری سنتی قیمت سهام: ۱۹
- ۳-۱۵-۲- تئوری اعتماد ۲۰
- ۴-۱۵-۲- تئوری بازار کارا ۲۰
- ۶-۱۵-۲- نظریه موج ۲۱
- ۷-۱۵-۲- جریان نقدی تنزیل شده ۲۲
- ۸-۱۵-۲- فرضیه اطلاعات ۲۳
- ۹-۱۵-۲- تئوری تصمیم گیری فردی ۲۳
- ۱۶-۲- رویکردهای ارزیابی عملکرد ۲۳
- ۱۷-۲- کیو توپین: ۲۴
- ۱۸-۲- ارزش افزوده اقتصادی ۲۴
- ۱-۱۸-۲- کاربرد ارزش افزوده اقتصادی ۲۵
- ۳-۱۸-۲- مزایای ارزش افزوده اقتصادی: ۲۶
- ۴-۱۸-۲- معایب ارزش افزوده اقتصادی: ۲۶
- ۱۹-۲- سود باقیمانده ۲۶
- ۲۰-۲- ارزش افزوده بازار ۲۷
- ۲۱-۲- شاخص های کلان اقتصادی ۲۸
- ۱-۲۱-۲- درآمد سرانه ۲۸
- ۲-۲۱-۲- تورم ۲۹
- ۳-۲۱-۲- صادرات غیر نفتی ۳۰
- ۴-۲۱-۲- تغییرات نرخ ارز ۳۰
- ۵-۲۱-۲- تغییرات قیمت نفت ۳۱
- ۲۲-۲- پیشینه تحقیق: ۳۲

۳۲	۱-۲۲-۲-پیشینه داخلی
۳۵	۲-۲۲-۲-پیشینه خارجی
۴۹	۳-فصل سوم: روش تحقیق
۴۹	۱-۳-مقدمه
۴۹	۲-۳-روش تحقیق
۴۹	۳-۳-جامعه آماری
۵۰	۴-۳-داده ها و متغیرها و چگونگی محاسبه و استخراج آنها
۵۰	۱-۴-۳-متغیرهای مستقل
۵۰	۲-۴-۳-متغیرهای کنترلی
۵۱	۳-۴-۳-متغیرهای وابسته
۵۱	۵-۳-طرح آزمون فرضیه ها
۵۱	۱-۵-۳-آزمون فرضیه اول:
۵۱	۲-۵-۳-آزمون فرضیه دوم:
۵۲	۳-۵-۳-آزمون فرضیه سوم:
۵۲	۴-۵-۳-آزمون فرضیه چهارم:
۵۲	۵-۵-۳-آزمون فرضیه پنجم:
۵۲	۶-۵-۳-آزمون فرضیه ششم:
۵۲	۶-۳-بررسی شروط زیر بنایی رگرسیون
۵۳	۷-۳-اقتصاد سنجی داده های ترکیبی
۵۴	۸-۳-آزمون هاسمن
۵۴	۹-۳-آزمون چو
۵۵	۱۰-۳-خلاصه فصل
۵۵	۴-فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها
۵۵	۱-۴-مقدمه
۵۵	۲-۴-آمار توصیفی
۷۹	۳-۴-آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال
۸۰	۴-۴-تعیین روش به کارگیری داده های ترکیبی
۸۱	۵-۴-آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی
۸۰	۵-فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات
۸۰	۱-۵-مقدمه

۸۰	۵-۲- نتایج حاصل از تحقیق
۸۳	۵-۳- پیشنهاد های آتی
۸۳	۵-۴- پیشنهاد های کاربردی
۸۳	۵-۵- محدودیت های تحقیق
۸۳	منابع
۸۹	پیوست :

مقدمه

بازار سهام هر کشوری علاوه بر اینکه ساختار اقتصادی آن کشور را منعکس می‌نماید، یک منبع مهم گردش سرمایه در آن کشور نیز محسوب می‌شود. لذا شناخت عوامل ایجاد کننده بی‌ثباتی در آن، از اهمیت بالایی برای برنامه‌ریزان اقتصادی برخوردار است. این تحقیق با هدف بررسی تاثیرمتغیرهای کلان اقتصادی بر بازده مورد انتظار سهامداران و عملکرد شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. این تحقیق کاربردی و از لحاظ نحوه گردآوری اطلاعات، توصیفی-همبستگی است جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش تعداد ۱۳۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ می‌باشند. که برای آزمون فرضیه های تحقیق از نرم افزارهای ایویوز و SPSS کمک گرفته شده است. نتایج در سطح خطای پنج درصد نشان داد متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد شرکت و همچنین بازده مورد انتظار سهامداران تاثیر معنی داری دارد.

Abstract

In addition to reflecting its economic structure, the stock market of each country is also considered an important source of capital flow in that country. Therefore, understanding the causes of instability in it is of great importance for economic planners. The purpose of this research was to investigate the effect of macroeconomic variables on stockholders' expected returns and performance of Tehran Stock Exchange companies. This research is applied in terms of data collection, descriptive-correlation. The statistical population of this study is 130 members of Tehran Stock Exchange between 2010 and 2015. To test the research hypotheses, Iyzy and SPSS softwares have been used. Results showed that macroeconomic variables had a significant effect on firm performance and expected returns of shareholders.

۱- فصل اول: کلیات تحقیق

۱-۱- مقدمه

اهمیت سرمایه گذاری و ثبات محیط سرمایه گذاری برای توسعه و رشد اقتصادی بر کسی پوشیده نیست و عدم توجه به اهمیت آن می تواند منجر به افول اقتصاد شده و در بلند مدت رفاه عمومی و توسعه تولید را تحت تاثیر قرار دهد. تامین مالی برای شرکت ها از مهمترین تصمیمات مالی است. هم سرمایه گذاری و هم تامین مالی بر اساس روابط ریسک و بازده صورت می گیرند و سرمایه گذاران به دنبال بازده متناسب با توجه به ریسک مربوطه هستند. در این میان قیمت گذاری صحیح دارایی های سرمایه ی نیز می تواند بستری مناسب فراهم نموده تا سرمایه گذاران با خیالی آسوده پای در عرصه سرمایه گذاری نهاده و ریسک این نوع سرمایه گذاری را بهتر پذیرا باشند (ابزری و همکاران، ۱۳۸۶).

در شرایط کنونی اقتصاد کشور و با توجه به سیاست گذاری های اقتصادی جهت متحول کردن بازار سرمایه از طریق شکل گیری مجدد بازار بورس و جذب منابع مالی به واسطه جهت دادن پس اندازهای بخش خصوصی و مشارکت فعال این بخش در فعالیت های اقتصادی، معرفی روش ها و ابزارهای تحلیل سهام یکی از موضوعات مهم در رابطه با فرهنگ سرمایه گذاری است. سرمایه گذاری را می توان از دست دادن وجوهی در زمان حال به امید کسب منافع مورد انتظار آتی تعریف کرد. اما همیشه اطمینان نسبت به وقایع آتی وجود ندارد و مسلماً عدم اطمینان نسبت به رخداد کلیه وقایع از درجه یکسانی برخوردار نیست. فردیکه قصد سرمایه گذاری در سهام عادی را دارد ابتدا لازم است که ارزش ذاتی آن سهم را تعیین کرده، سپس با قیمت بازار مقایسه کند. برای برآورد ارزش ذاتی سهام روش های بسیاری مانند جریانهای نقدی سهام، ارزش افزوده اقتصادی، جریانهای نقدی تنزیل شده، نسبت قیمت بر درآمد و غیره بکار گرفته شده که هر یک از این روش ها ویژگی خاصی دارد و در جای خود به کار گرفته می شود (جونز، چارلزپی، ۱۳۸۴).

امروز بسیاری از تحلیل گران مالی نسبت قیمت بر درآمد را به عنوان عامل تعیین کننده ارزش معرفی می کنند. در حقیقت آنها قیمت سهام را با این روش با نسبت قیمت بر درآمد سایر شرکت ها در صنعت و تغییرات کلی بازار می سنجند (پیرصالحی، ۱۳۷۲). همچنین هر یک از سرمایه گذاران با توجه به میزان ریسک پذیری و انتظارات خود، نرخ بازده مورد انتظار متفاوتی را از سرمایه گذاری در سهام عادی طلب می کنند. شرط موفقیت در سرمایه گذاری، توانایی ارزشیابی صحیح اوراق بهادار است. به طور کلی، می توان انتظار داشت که ارزشیابی صحیح به خرید و فروش به صورت زیر منجر شود:

۱- خرید اوراقی که ارزش آن بیشتر از قیمت بازار است.

۲- فروش اوراقی که قیمت بازار آن بیشتر از ارزش آن باشد.

سرمایه گذار باید بتواند زودتر از سایرین به تفاوت های قیمت در دو مورد بالا پی ببرد و اقدام مقتضی را انجام دهد. این شرط لازم برای موفقیت وی است. شرط کافی البته عدم آگاهی سایر سرمایه گذاران از این تفاوت ها و سوق قیمت ها به جهت وضعیت مطلوب برای سرمایه گذاری اولی است. در مورد ارزشیابی اوراق بهادار یک اصل بسیار مهم این است که ارزش اوراق بهادار برابر است با مجموع ارزش فعلی عایدات آتی آن و اصولاً ارزش داشتن اوراق بهادار به

لحاظ عایداتی است که به دارنده آن تعلق می‌گیرد. این ارزش با مجموع جبری این عایدات برابر نیست، چرا که عایداتی که در زمان‌های دورتر به دست می‌آید، با عایدات سال‌های نزدیک‌تر ارزش مساوی ندارد. با توجه به اصل ارزش زمانی پول ۱ باید ارزش فعلی عایدات را در نظر گرفت. اگر عایدات آتی کاملاً مطمئن و بدون خطر باشد، آنگاه نرخ تنزیل مورد استفاده جهت محاسبه ارزش فعلی همان نرخ بهره بدون خطر است که می‌توان آن را برابر نرخ بهره بانکی گرفت. ولی از آن‌جا که عایدات سرمایه‌گذار روی اوراق بهادار عادات کاملاً مطمئنی نیست، باید نرخ تنزیلی را به کار برد که بیشتر از نرخ بهره بانکی باشد. به عبارتی دیگر، نرخ تنزیل باید هم منعکس‌کننده ارزش زمانی پول (نرخ بدون خطر) و هم دربرگیرنده خطر و عدم اطمینان عایدات آتی باشد (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

۱-۲- بیان مسئله

از آنجا که سرمایه‌گذاران به دنبال بازده معقول و ریسک کمتری هستند، تا به یک سبد سرمایه‌گذاری مطلوب دست یابند، باید اطلاعات به هنگام داشته باشند. اطلاعاتی که فقط از بنگاه‌های اقتصادی سرچشمه نگیرد، بلکه اطلاعات اقتصادی کلان هم در برگیرد. تا سرمایه‌گذاران به حداکثر مطلوبیت خود برسند. متغیرهای کلان اقتصادی می‌تواند روی عملکرد شرکت و بازده مورد انتظار سهامداران تاثیر بگذارد. اگر متغیرهای کلان اقتصادی تغییر کند، می‌تواند قیمت سهام را تغییر دهد و از طرفی، جریان‌های نقدی بنگاه‌های اقتصادی را تحت تاثیر قرار می‌دهد (تئوری جریان نقدی تنزیل شده) و هنگامی که جریان‌های نقدی را تحت تاثیر قرار دهد، از این رو ریسک و بازده مورد انتظار سهامداران (تئوری قیمت‌گذاری روی دارایی‌های سرمایه‌ای) تعدیل شود. و از طرفی، اگر کسی اطلاعات متغیرهای کلان اقتصادی را داشته باشد می‌تواند با این اطلاعات (فرضیه اطلاعات) به بازده بیشتر و ریسک کمتری برسد و سرمایه‌گذاری عقلایی داشته باشد (تئوری تصمیم‌گیری فردی). با تاکید بر مطالب فوق این تحقیق به دنبال این سوال است که آیا متغیرهای کلان اقتصادی بر روی عملکرد و بازده مورد انتظار سهامداران شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می‌گذارد؟

۱-۳- اهمیت و ضرورت تحقیق

هدف از انجام تحقیق، ارائه رهنمودهای لازم به سهامداران و سرمایه‌گذاران، برای ارزش‌گذاری روی شرکت‌ها، هنگامی که می‌خواهند یک سبد سرمایه‌گذاری با پرتفوی مناسبی داشته باشند تا بتوانند ریسک خود را به حداقل رسانده و به بازده مناسبی با استفاده از متغیرهای کلان اقتصادی دست یابند. یا به عبارتی متغیرهای کلان اقتصادی از قبیل: تورم، قیمت نفت، صادرات غیر نفتی، درآمد سرانه می‌تواند روی عملکرد شرکت‌های بورسی تاثیر بگذارد و این تاثیر باعث می‌شود بازده مورد انتظار سهامداران تغییر یابد و در نتیجه سبد سرمایه‌گذاران تعدیل می‌شود. بنابراین در این تحقیق سعی شده است با توجه به اهمیت جذب سرمایه‌های سرگردان به سمت سرمایه‌گذاری مناسب نسبت به آگاهی دادن به سرمایه‌گذاران از تاثیری که متغیرهای کلان اقتصادی بر روی عملکرد شرکت‌های عضو بورس و بازده مورد انتظار آنها می‌گذارد، به صورت علمی اقدام گردد.

۱-۴-اهداف تحقیق

۱-۴-۱-اهداف اصلی:

- ۱- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد شرکت های بورسی
- ۲- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده مورد انتظار سهامداران

۱-۴-۲-اهداف فرعی

- ۱- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ارزش افزوده اقتصادی
- ۲- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر کیو توبین
- ۳- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر سود باقیمانده
- ۴- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ارزش افزوده بازار
- ۵- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر ارزش ایجاد شده برای سهامداران
- ۶- بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر نرخ بازده مورد انتظار سهامداران

۱-۵-فرضیه های تحقیق

۱-۵-۱-فرضیه اصلی:

- ۱- متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تاثیر معنی داری دارد.
- ۲- متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده مورد انتظار سهامداران شرکت های عضو بورس اوراق بهادار تاثیر معنی داری دارد.

۱-۵-۲-فرضیه های فرعی:

- ۱- متغیرهای کلان اقتصادی بر ارزش افزوده اقتصادی تاثیر معنی داری دارد.
- ۲- متغیرهای کلان اقتصادی بر ارزش ایجاد شده برای سهامداران تاثیر معنی داری دارد.
- ۳- متغیرهای کلان اقتصادی بر کیو توبین تاثیر معنی داری دارد.
- ۴- متغیرهای کلان اقتصادی بر سود باقیمانده تاثیر معنی داری دارد.
- ۵- متغیرهای کلان اقتصادی بر ارزش افزوده بازار تاثیر معنی داری دارد.
- ۶- متغیرهای کلان اقتصادی بر نرخ بازده مورد انتظار سهامداران تاثیر معنی داری دارد.

۱-۶- تعریف واژه های کلیدی

۱-۶-۱- نوسانات قیمت نفت:

پدیده کاهش قیمت ها در سال های گذشته توانسته نقطه عطفی را در بازار نفت خام ایجاد کند و سرمایه داران دوباره به روش های سنتی و کم هزینه ولی پربازده روی بیاورند. اما پیش بینی رویدادها بر اساس احتمالات صورت میگیرد و همیشه وقوع سناریوهای مختلف را می بایست در پیش بینی ها دخیل نمود. اگر با پیشرفت تکنولوژی، روش های پربازده تری برای استخراج نفت کشف شود، این پدیده می تواند شرایط را تغییر دهد. بسیاری از کشورهای تولید کننده نفت، به دلیل کاهش مستمر قیمت ها، با کسری بودجه شدید مواجه شده اند و این کسری بودجه ثبات داخلی این کشورها را بر هم خواهد زد. در نتیجه بروز ناامنی و ایجاد تنش، تولیدات نفتی کشورها نیز مختل خواهد شد و عرضه نفت خام در بازار جهانی را تحت تاثیر قرار خواهد داد (موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه ریزی ریاست جمهوری، ۱۳۹۴).

۱-۶-۲- صادرات غیر نفتی:

صادرات غیر نفتی به معنی صادرات محصولات پتروشیمی و سایر کالاها و خدمات است. به عنوان نمونه عمده ترین محصولات صادرات غیر نفتی کشورمان شامل پروپان مایع شده، پلی اتیلن، سنگ آهن و کنستانتره های آن، متانول، پسته، بوتان مایع شده، انواع گازهای نفتی، فرش و کفپوش های نساجی، اوره، سیمان، آلومینیوم، زعفران و خودرو می شود (خبرگزاری میزان، ۱۳۹۶).

۱-۶-۳- تورم:

در شرایط تورمی به طور متوسط سود اسمی شرکت ها پس از مدت زمانی، بدون این که افزایش واقعی سودآوری را به همراه داشته باشد، افزایش می یابد. بنابراین، افزایش نرخ تورم، کیفیت سود واقعی شرکتها را پایین می آورد و ارزش ذاتی هر سهم نیز کاهش می یابد. از سوی دیگر، با افزایش نرخ تورم، نرخ بهره مورد انتظار سرمایه گذار افزایش می یابد، بنابراین، نرخ تنزیل جریان های نقدی و همچنین هزینه های فرصت از دست رفته ی پول نیز افزایش می یابد (مقدم و بغزیان، ۱۳۹۵).

۱-۶-۴- درآمد سرانه:

برای محاسبه درآمد سرانه تولید ناخالص داخلی کشور را بر جمعیت تقسیم کرده عدد به دست آمده درآمد سرانه کشور است. درآمد سرانه به دو شکل محاسبه می شود یکی اینکه GDP بر جمعیت تقسیم می کنند و می شود درآمد سرانه روش دیگر اینکه بحث قدرت خرید را مطرح می کنند (بانک مرکزی ایران، ۱۳۹۶). محاسبه دقیق این شاخص های اقتصادی به دولتمردان کمک می کند که تصمیمات درستی در سطح کلان بگیرند و اقتصاد را به مقصد درست هدایت کنند. به این ترتیب تصمیماتشان علمی و قابل اتکا خواهد بود. اهمیت این شاخص ها برای این است که

فهمیده شود فرد در کدام طبق اجتماع جای داری و برای پیشرفت چه کارهایی باید انجام دهد. درآمد ناخالص سرانه ملی ایران متوسط رو به بالاست. این را گزارش‌های بانک جهانی نشان می‌دهد. در گزارشی که سال گذشته بانک جهانی درباره درآمد ناخالص سرانه ملی در سال ۲۰۱۶ منتشر کرد، جایگاه ایران نسبت به سال گذشته آن تغییری نکرده و همچنان کشور ایران در گروه اقتصادهای دارای درآمد متوسط بالا باقی مانده است. بانک جهانی در گزارش‌های سالانه خود درآمد ناخالص ملی سرانه کشورها را با دو روش اطلس و برابری قدرت خرید، رتبه‌بندی می‌کند. در روش اطلس درآمد ناخالص ملی کشورها بر حسب پول داخلی با استفاده از عامل تبدیل اطلس به دلار آمریکا تبدیل شده و براساس تفاوت بین نرخ‌های تورم کشور با چند کشور توسعه یافته تعدیل شده و سپس برای به دست آوردن سرانه به جمعیت تقسیم می‌شود. درآمد ناخالص ملی سرانه به روش برابری قدرت خرید با استفاده از نرخ‌های PPP به دلار بین‌المللی که قدرت خرید یکسانی با درآمد ناخالص ملی برحسب دلار آمریکا دارد، تبدیل می‌شود.

۱-۶-۵- تغییرات نرخ ارز:

نرخ ارز در کشورهای در حال توسعه یکی از متغیرهای اقتصادی اثر گذار به شمار می‌آید. با توجه به این که شرکت‌ها و موسسات در این نوع از کشورها به طور عمده نیازهای خود را به صورت واردات از کشورهای توسعه یافته تامین میکنند، بنابراین، تغییرات نرخ ارز به عنوان یکی از عوامل مهم و اثر گذار در تسعیر و تصفیه بدهی‌ها به شمار می‌آید. افزایش نرخ ارز از یک سو باعث افزایش میزان بدهی خارجی، و از سوی دیگر باعث افزایش بهای تمام شده ی تولیدات و خدمات ارائه شده وارداتی، توسط این شرکت‌ها می‌شود. نظر به این که، افزایش بدهی شرکت کمبود نقدینگی را به همراه دارد و کمبود نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی اثر منفی بر توزیع سود، بازده سهام و شاخص قیمت دارد و همچنین افزایش بهای تمام شده محصولات تولیدی، کاهش حاشیه سود شرکت، کاهش قیمت و بازده سهام و به تبع کاهش شاخص سهام را در پی دارد (بانک مرکزی ایران، ۱۳۹۶).

۱-۶-۶- عملکرد شرکت

استفاده کنندگان گزارش‌های مالی با استفاده از معیارهای مختلف، عملکرد شرکت را ارزیابی می‌کنند. روش‌های متعددی برای ارزیابی عملکرد وجود دارد که بطور کلی می‌توان آنها را به دو دسته زیر تقسیم بندی کرد:

الف) مدل‌های حسابداری

در مدل‌های حسابداری ارزیابی عملکرد، ارزش یک شرکت، تابعی از معیارهای مختلفی نظیر سود، سود هر سهم، نرخ رشد سود، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده سرمایه گذاری، جریان نقدی آزاد و سود تقسیمی است که در این تحقیق از نسبت کیوتوبین برای سنجش حسابداری ارزیابی عملکرد شرکت‌ها استفاده شده است.

ب) مدل‌های اقتصادی

در مدل های اقتصادی، ارزش شرکت، تابعی از قدرت سودآوری، اولویت های موجود، سرمایه گذاری های بالقوه و مابه التفاوت نرخ بازده و هزینه سرمایه شرکت است. که در این تحقیق از سودباقیمانده، ارزش ایجاد شده برای سهامداران، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار برای سنجش اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت ها استفاده شده است.

۱-۶-۷- بازده مورد انتظار سهامداران:

عبارت است از بازده تخمینی یک دارایی که سرمایه گذاران انتظار دارند در یک دوره آینده به دست آورند. بازده مورد انتظار با عدم اطمینان همراه است و ممکن است برآورده نشود.

۱-۷- ساختار تحقیق

در این فصل به بیان مسأله تحقیق، ضرورت انجام آن و اهداف تحقیق پرداخته شد. سپس اهداف تحقیق معرفی شد و در انتها نیز تعریف مختصری از برخی واژگان کلیدی ارائه گردید. در فصل دوم مبانی نظری و پیشینه تحقیق است که در آن ابتدا ادبیات موضوعی تحقیق به تفصیل مورد بحث قرار گرفته و در انتهای آن نیز پیشینه تحقیق بیان می‌گردد و در فصول سه و چهار به روش مورد استفاده برای تحلیل فرضیه تحقیق و توصیف داده های جمع آوری شده و تحلیل آماری داده‌ها پرداخته شده است و فصل پنجم نیز نتیجه گیری و پیشنهادهای تحقیق می‌باشد.

۲- فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- مقدمه

امروزه با توجه به اهمیت و گسترش روزافزون بازارهای سرمایه در تجهیز و گردآوری سرمایه‌های کوچک فردی به سمت فعالیت‌های تولیدی، شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران و متغیرهای تاثیرگذار بر قیمت و بازده سهام در این بازارها اهمیت زیادی پیدا کرده است. بدون تردید سرمایه‌گذاری در بورس، بخش مهمی از اقتصاد کشور را تشکیل می‌دهد و بدون شک بیشترین میزان سرمایه از طریق بازارهای سهام در سرتاسر جهان مبادله می‌شود و اقتصاد ملی به شدت متأثر از عملکرد بازار بورس است. همچنین این بازار هم برای سرمایه‌گذاران حرفه ای و هم برای عموم مردم به عنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری در دسترس است. بورس از پارامترهای کلان اقتصادی و غیر اقتصادی و بسیاری دیگر از متغیرهای دیگر تاثیر می‌پذیرد، متعدد بودن عوامل مؤثر بر بازارهای سرمایه و ناشناخته بودن آنها، موجب عدم اطمینان در زمینه سرمایه‌گذاری شده است.

قسمتی از متغیرهای تاثیرگذار بر بازار سهام ناشی از اطلاعات مالی واحدهای اقتصادی است که از سیستم حسابداری این واحدها استخراج می‌شود و میزان تاثیر این اطلاعات بسیار پیچیده و تا حدودی ناشناخته است. علاوه بر پیش‌بینی بازده آتی سهام به وسیله داده‌های تاریخی سری‌های زمانی، شناسایی شاخص‌های مهم برای سطح بازده

آتی سهام و ایجاد یک الگو نیز یکی از جریانات اصلی در تحقیقات مالی است. در ادبیات مالی این شاخص‌ها «عوامل ریسک» نامیده می‌شوند. تلاش‌های فراوانی بر روی مدل سازی روابط ریسک و بازده صورت گرفته، محققان عوامل متعددی را که نشان‌دهنده‌ی ریسک هستند ارائه داده‌اند، از جمله معیار بتا از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، مدل سه عاملی و معیار اندازه (فاما و فرنچ). این مطالعات شناختی از دیدگاه‌های مختلف در مورد ماهیت ریسک بیان می‌کنند، ولی به اجماعی نرسیده‌اند که به‌درستی نشان‌دهنده تمام این عوامل ریسک باشند. ارزش برخی از این عوامل هنوز در معرض تردید است. یکی از دلایل اصلی این امر این است که محققان هنگام تعریف و توضیح ریسک مالی از دید شخصی خود عمل می‌کنند و گاه بر عواملی که دارای اهمیت کمی هستند تمرکز می‌کنند. قیمت اوراق بهادار و نرخ بازده، بیش‌ترین توجه را در علوم مالی و اقتصادسنجی نوین به خود جلب کرده است. جریانی از پژوهش‌ها مستقیماً بر قیمت‌های اوراق بهادار با استفاده از تحلیل سری‌های زمانی تمرکز می‌کند (شهرآبادی، ۱۳۸۹).

۲-۲- مفهوم ریسک

زیان بالقوه قابل اندازه‌گیری یک سرمایه‌گذاری را ریسک می‌نامند. در فرهنگ وبستر، ریسک به معنی شانس و احتمال آسیب یا ضرر و زیان تعریف شده و تعریف مالی و مقداری ریسک، توزیع احتمال بازده هر سرمایه‌گذاری می‌باشد. در فرهنگ مدیریت رهنما، در تعریف ریسک آمده است ریسک عبارت است از هر چیزی که حال یا آینده دارایی یا توان کسب درآمد شرکت، موسسه یا سازمانی را تهدید می‌کند. کسانی که می‌خواهند به بازده مطلوب دست یابند. باید ریسک پذیر باشند. برای حداقل کردن ریسک، اطلاعات نقش اساسی دارد. اطلاعات از عوامل داخلی و بیرونی شرکت شکل گرفته است. اطلاعات بیرونی هم ممکن است. اطلاعات اقتصادی باشد. ریسک یک دارایی عبارت است از تغییر احتمالی بازده آتی ناشی از آن دارایی و واژه ریسک به احتمال ضرر، درجه احتمال ضرر و میزان احتمال ضرر اشاره دارد. در این راستا ریسک احتمال خطر هم احتمال سود و هم احتمال زیان را دربر می‌گیرد. در حالی که ریسک خالص صرفاً احتمال زیان را دربر می‌گیرد و شامل احتمال سود نمی‌شود، مانند احتمال وقوع سیل. هر نوع سرمایه‌گذاری با عدم اطمینان‌هایی مواجه می‌گردد که بازده سرمایه‌گذاری را در آینده مخاطره آمیز می‌سازد. ریسک یک دارایی سرمایه‌ای، بدین خاطر است که این احتمال وجود دارد که بازده حاصل از دارائی کمتر از بازده مورد انتظار است (ابزری و همکاران، ۱۳۸۶).

بنابراین ریسک عبارت است از احتمال تفاوت بین بازده واقعی و بازده پیش‌بینی شده یا می‌توان گفت ریسک یک دارایی عبارت است از تغییر احتمالی بازده آتی ناشی از آن دارایی. ریسک یک دارائی نظیر اوراق بهادار، تغییر احتمال بازده آتی ناشی از دارائی می‌باشد و بنابراین با معیار پراکندگی بازده دارایی، ریسک را می‌توان انحراف معیار نرخ بازده تعریف نمود. پس می‌توان پراکندگی بازده‌های ممکنه از بازده مورد انتظار را با واریانس محاسبه و به عنوان یک معیار از ریسک تلقی نمود. بطورکلی با اندازه‌گیری بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار می‌توان ریسک را به وسیله روش‌های آماری نظیر واریانس، نیمه واریانس، شیب خط رگرسیون و واریانس مقادیر باقیمانده رگرسیون بدست آورد.

۲-۳- کاهش ریسک

طبق تئوری پورتفولیو بخشی از ریسک را می توان از طریق تنوع گرایی حذف نمود و مزیت پورتفولیو نیز در کاهش ریسک سرمایه گذاری می باشد. با در نظر گرفتن مزایای ناشی از تنوع گرایی، متاسفانه نمی توان کل ریسک سرمایه گذاری را از بین برد، به این دلیل که اوراق بهادار دارای ریسک سیستماتیک می باشند (ریسکی که نمی توان از طریق تنوع گرایی حذف نمود) (زرء نژاد و همکاران، ۱۳۹۱).

۲-۴- انواع ریسک

ریسک انواع مختلفی دارد که از مهمترین آنها از دو قسمت تشکیل شده است:

۱- ریسک سیستماتیک

۲- ریسک غیر سیستماتیک

بنابراین ریسک غیر سیستماتیک + ریسک سیستماتیک برابر با ریسک کل می شود. ریسک سیستماتیک غیر قابل کنترل و حذف می باشد. اما ریسک غیر سیستماتیک را می توان کاهش داد، در صورتی که تنوع در سبد سرمایه گذاری وجود داشته باشد؛ پس متغیرهای کلان اقتصادی، می تواند بر روی ریسک و بازده مورد انتظار سهامداران تاثیر بگذارد. ریسک غیرسیستماتیک فقط منحصر به یک دارایی می باشد برای اینکه آن ریسک در ارتباط با بخشی از بازده یک دارایی می باشد. این میزان از ریسک مختص یک شرکت یا یک صنعت بوده و ناشی از عوامل و پدیده هائی مانند اعتصابات کارگری، عملکرد مدیریت، رقابت تبلیغاتی، تغییر در سلیقه مصرف کنندگان و غیره می باشد. ریسک سیستماتیک آن قسمت از ریسک می باشد که به شرایط عمومی بازار مربوط است. تغییر نرخ بهره، نرخ برابری پول ملی در مقابل اسعار خارجی، نرخ تورم، سیاست های پولی و مالی، شرایط سیاسی و غیره از منابع ریسک سیستماتیک می باشند. هر تغییر در عوامل فوق الذکر بر روی شرایط کلی بازار تاثیر می گذارد. تغییرات متغیرهای کلان اقتصادی از منابع اصلی ریسک سیستماتیک می باشد که در این قسمت به بخشی از آن اشاره خواهد شد:

۲-۴-۱- ریسک بازار

تعبیر آور نیست وقتی که مشاهده می شود، قیمت سهام یک شرکت علیرغم افزایش درآمد آن نسبت به دوره قبل، کاهش یابد. قیمت یک سهم ممکن است در یک زمان کوتاه بطور شدیدی با وجود درآمد ثابت نوسان داشته باشد. عوامل این پدیده متفاوت می باشد. اما اغلب بخاطر نگرش هایی که سرمایه گذاران نسبت به کل اوراق بهادار یا قسمتی از آنها پیدا می کنند می باشد. تغییرپذیری در بازده اوراق که ناشی از انتظارات سرمایه گذاران است، ریسک بازار نام دارد. ریسک بازار بعکس العمل های گوناگون سرمایه گذاران به حوادث قابل رویت و غیر قابل رویت میباشد. اگر سرمایه گذاران انتظار داشته باشند که در آینده وضعیت یک صنعت بهبود می یابد، این احساس

1 Systematic risk

2 Un Systematic risk

و انتظار بر حسب افزایش قیمت سهام شرکت های موجود از آن صنعت می باشد. سرمایه گذاران معمولاً نگرش های خود را از طریق انتظاراتی که از حوادث سیاسی، اجتماعی یا اقتصادی دارند، بدست می آورند (شهرآبادی، ۱۳۸۹).

۲-۴-۲- ریسک تورم

ریسک تورم به عدم اطمینان نسبت به سطح نرخ تورم در سال های آینده اطلاق می گردد. ریسک تورم به عبارت دیگر به انحراف نرخ تورم واقعی مورد انتظار بستگی دارد. سرمایه گذاران قبل از اقدام به سرمایه گذاری نرخ تورم در آینده را پیش بینی می کنند و آن را به نرخ بازده مورد توقع خود اضافه می کنند، در نتیجه در موقع ارزیابی عایدات آتی سرمایه گذاری آن را با یک نرخ تنزیل به ارزش فعلی سرمایه گذاری تبدیل می کنند. افزایش در نرخ تنزیل باعث کاهش ارزش فعلی می گردد. اگر نرخ تورم واقعی بیشتر از نرخ تورم مورد انتظار باشد. نرخ بازده واقعی که به سرمایه گذاران بدست می آورند از نرخ بازده مورد انتظار آنها کمتر خواهد بود. همانطور که گفته شد، ریسک تورم به قابل تغییر بودن یک سرمایه گذاری اشاره دارد. اقتصاددانان نرخ تورم را از طریق شاخص قیمت محاسبه می کنند و شاخص قیمت کالای مصرفی بهترین وسیله برای تعیین نرخ تورم است. وقتی میخواهیم نرخ بازده مورد توقع را محاسبه کنیم، باید تاثیر تورم را نیز در آن به حساب آورد در این صورت تاثیر نرخ تورم بر بازده مورد انتظار یک دارایی سرمایه ای، مانند تغییر نرخ بهره که در قسمت قبل اشاره شد، خواهد بود. مارتین فلدستاین^۱ (۱۹۸۱)، در تحقیقی به رابطه معکوس بین تورم و قیمت های سهام در دهه ی ۱۹۷۰ دست یافت. جسیکه و رل^۲، نیز دریافتند که یک همبستگی منفی بین بازده سهام و تغییرات نرخ تورم وجود دارد بر اساس نتایج تحقیق خود نشان داد که رابطه مثبت، میان بازده سهام و تورم در کشور انگلستان برقرار است. و اما فاما و گیبون^۳ (۱۹۸۱)، رابطه ی بین تورم و بازده واقعی سرمایه گذاری را آزمون کردند. گلتکین و بولنت^۴ (۱۹۸۳)، با بررسی از بیست و شش کشور، و به این نتیجه رسید، بیشتر کشورهای مورد بررسی، رابطه ی بازده سهام و تورم از نظر آماری معنا دار نیست و تنها در مورد چهار کشور این رابطه منفی و معنا دار است؛ در حالی که در مورد دو کشور دیگر، این رابطه معنا دار و مثبت است و از طرفی، رحمان و ناژند^۵ (۱۹۹۲) نیز طی تحقیقی به رابطه ی معکوس میان بازده واقعی سهام و تورم در کانادا دست یافتند در حالی که هرناندز^۶ (۱۹۹۰) به رابطه ی معنا داری میان بازده واقعی سهام و تورم رسید. یافته های تجربی گراهام^۷ (۱۹۹۶) نیز نشان داد که رابطه ی میان تورم و بازده سهام بی ثبات است، یعنی در برخی دوره ها رابطه مثبت و در برخی دوره های زمانی دیگر منفی است. لی^۸ (۱۹۹۶)، در تحقیقی به این نتیجه رسید که بین بازدهی واقعی سهام و تورم رابطه ی منفی معنا داری وجود دارد و نتایج تحقیقات کاپریل و جونگ^۹ (۱۹۹۷) نیز نشان داد که تورم پیش بینی شده تأثیر منفی بر قیمت های سهام دارد.

1 Feldstein, M

2 Jesikeh & Roul

3 Fama & Gibon

4 Gultekin, N., & Bulent

5 Najand, M., & Rahman, H

6 Hernandez, L

7 Graham, F. C

8 Lee, U

9 Caporale, T., & Jung, C.

مادسن (۲۰۰۲) به بررسی رابطه‌ی علیّی شاخص قیمت سهام بمبئی و متغیّره‌های کلان اقتصادی از قبیل نرخ ارز، ذخایر ارزی و تراز تجاری پرداخت. وی در مطالعه‌ی خود متغیّره‌های نرخ ارز، ذخایر ارزی و تراز تجاری را به عنوان متغیّره‌های تأثیرگذار بر شاخص قیمت سهام هند و به صورت ماهانه برای دوره‌ی آوریل ۱۹۹۰ تا مارس ۲۰۰۱ مورد بررسی قرار داد. نتایج تحقیق وی نشان داد که بین متغیّره‌های کلان مزبور و شاخص قیمت سهام بورس رابطه‌ی علیت وجود ندارد (به نقل از نوروش، صالحی، فایق، کرمی، ۱۳۸۸).

۲-۵- تعریف بازده

نرخ بازده یک سرمایه گذاری، مفهومی است که از نظر سرمایه گذاران مختلف معانی متفاوتی دارد. برخی از شرکت ها در جستجوی بازده کوتاه مدت نقدی هستند و ارزش کمتری به بازده بلند مدت می دهند. چنین شرکت هایی ممکن است سهام شرکت هایی را که سود سهام نقدی زیادی پرداخت می کنند، خریداری کنند. برخی دیگر از سرمایه گذاران در درجه اول به رشد و توسعه اهمیت می دهند، این قبیل شرکت ها در جستجوی پروژه هایی هستند که در بلند مدت در آمد بیشتری را عاید آنها می کند. برخی از سرمایه گذاران بازده سرمایه گذاری را با استفاده از نسبت های مالی تعیین می کنند. این قبیل سرمایه گذاران در شرکت هایی که بازده سرمایه یا ارزش ویژه آنها بسیار بالا باشد سرمایه گذاری می کنند.

۲-۶- رابطه ریسک و بازده :

ریسک و بازده مورد انتظار رابطه مستقیم دارند. هر چه ریسک اوراق بهادار افزایش یابد بازده مورد انتظار سرمایه گذار نیز افزایش خواهد یافت.

-صرف ریسک : تفاوت بازده دارایی از بازده بدون ریسک را، صرف ریسک می نامند.

بازده بدون ریسک - بازده دارایی = صرف ریسک

حیدری و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی با عنوان " بررسی رابطه بین نرخ بازده مورد انتظار و ریسک نظامند(بتا) در ۴ طبقه دارایی عمده در اقتصاد ایران " سعی نمودند تا ریسک نظام مند(بتا) را در سطح ۴ دارایی عمده(مسکن و مستغلات، طلا، سکه، سهام و ارز) در اقتصاد ایران را مورد سنجش قرار داده و رابطه آنها با بازده انتظاریشان مورد ارزیابی قرار گرفت.

۲-۷- بازده سرمایه گذاری :

به منفعت و سودی که از یک سرمایه گذاری حاصل میشود بازده می گویند. سرمایه گذاری عبارتست از تخصیص منابع به دارائی های واقعی نظیر زمین و خانه و دارائی های مالی نظیر اوراق بهادار که میزان بازده آن متناسب با ریسک مورد انتظار باشد. همچنین بازده سرمایه گذاری شامل بازده " کمی " و " کیفی " می باشد که بصورت زیر تشریح می شود:

۱- بازده کمی عبارت است از سود حسابداری (مثلاً EPS) و منفعت سرمایه