

به نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بازده سرمایه و ساخت مالکیت شرکتهای فعال

در بورس اوراق بهادار تهران

تهیه کنندگان: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی نسبت‌های مالی یکی از مهمترین ابزارهای تحلیل‌گری مالی برای ارزیابی وضعیت و عملکرد شرکت‌هاست. از سوی دیگر، در بین نسبت‌های سودآوری به عنوان نمادی از کارایی عملیاتی شرکت‌ها، نسبت بازده سرمایه (ROI) از اهمیت برخوردار است؛ هر چند درباره استفاده از این نسبت برای همسنجی وضعیت مالی و عملکرد شرکت‌ها توجه به محدودیتهای آن ناگزیر می‌نماید.

در گزارش پیش‌رو، نسبت بازده سرمایه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران و ساخت مالکیت آن شرکت‌ها طی سالهای ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۴ با یکدیگر همسنجی شده‌است.

بر پایه این گزارش، در دوره بررسی شده، کم و بیش تمامی شرکت‌های فعال بورس در مالکیت بانک‌ها، بنیادها، و سازمان‌های دولتی قرار داشته‌اند. پیداست، بخش خصوصی از کمترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری برخوردار بوده‌است. بر این اساس، به نظر می‌رسد که در دوره جدید فعالیت‌های بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۷۶ توجه به ایجاد فرصت‌های مطلوب برای سرمایه‌گذاران بخش خصوصی از اهمیت زیادی برخوردار باشد.

۱ - مقدمه

در بورس اوراق بهادار تهران ۲۶۰ شرکت پذیرفته شده وجود دارد. از این تعداد، سهام برخی به طور مرتب و کم و بیش هر روز داد و ستد می‌شود. اما سهام شرکت‌های دیگر، برخی گاه به گاه و تعدادی نیز به ندرت مورد معامله قرار می‌گیرد. در بورس تهران، گروه نخست شامل ۸۳ شرکت اغلب با عنوان **شرکت‌های فعال**، گروه دوم **شرکت‌های نیمه فعال**، و گروه سوم، به نام **شرکت‌های غیرفعال** شناخته می‌شوند. در گزارش پیش‌رو، ضمن بررسی وضعیت مالکیت گروه شرکت‌های فعال، از نظر سهامداران عمده آنها، با مقایسه و رتبه‌بندی این شرکت‌ها به کمک **نسبت بازده سرمایه**^(۱) (ROI) آنها - به عنوان یکی از نسبت‌های سودآوری و نمایانگر کارایی عملیاتی شرکت‌ها - سمت و سوی سرمایه‌گذاری سهامداران عمده ارزیابی شده است. این بررسی به کمک اطلاعات انتشار یافته موجود در مورد ۷۴ شرکت فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۴ انجام شده است.

۲ - نسبت بازده سرمایه چیست ؟

بررسی نسبت‌های مالی^(۲) یکی از مهمترین ابزارهای یک تحلیلگر مالی در ارزیابی شرایط مالی و نحوه عملکرد شرکت‌هاست. همسنگی نسبت‌های مالی یک شرکت با شرکت‌های مشابه در یک صنعت نیز موقعیت مالی شرکت مزبور را تا حدود زیادی روشن می‌کند. البته هیچ‌یک از نسبت‌ها به تنهایی اطلاعات کافی در مورد وضعیت مالی شرکت یا عملکرد آن در اختیار نمی‌گذارد. اما زمانی که گروهی از این نسبت‌ها تجزیه و تحلیل شود، امکان قضاوت کم و بیش قابل قبولی به دست می‌آید. یکی از مهمترین گروه نسبت‌های مالی، **نسبت‌های سودآوری** است که کارایی عملیات

1- Return On Investment

۲- نسبت‌های مالی به شیوه‌های متفاوتی طبقه‌بندی می‌شوند. در طبقه‌بندی معمول، نسبت‌های مالی را به سه گروه نسبت‌های نقدینگی، سودآوری و مالکیت تقسیم می‌کنند.

شرکت را نشان می‌دهند. در این میان، نسبت بازده مجموع دارایی یا بازده سرمایه که از اهمیت زیادی برخوردار است، به صورت زیر به دست می‌آید:^(۱)

$$\text{سود قبل از کسر مالیات} = \frac{\text{بازده سرمایه}}{\text{مجموع داراییها}} \quad \text{ROI}^{(۲)}$$

این نسبت نمایانگر میزان سودآوری فعالیتهای یک شرکت، سود هر ریال از وجوه سرمایه‌گذاری شده در شرکت را محاسبه می‌کند. شرکتهایی که به طور مؤثر از داراییهایشان استفاده کنند، بازده بالایی خواهند داشت؛ اما شرکتهایی که کارایی کمی دارند از بازدهی پایین‌تری نیز برخوردار خواهند شد. شرکتهای تازه تأسیس در مقایسه با شرکتهای قدیمی بازده کمتری دارند؛ زیرا شرکتهای قدیمی - که اموال آنها در طول زمان مستهلک شده است - هزینه استهلاک ندارند و سودشان زیاده‌تر است. همچنین، در شرایط تورمی ارزش مجموع داراییهای شرکتهای تازه تأسیس از شرکتهای قدیمی بیشتر است - البته در صورت عدم تجدید ارزیابی داراییها در شرکتهای قدیمی - این موضوع به پایین بودن بازده سرمایه شرکتهای نوپا در مقایسه با شرکتهای قدیمی کمک می‌کند. بر پایه مطالعات تجربی، دامنه بازده سرمایه در شرکتهای با ثبات بین ۲۵ تا ۴۰ درصد به دست آمده است.^(۳)

با وجود این، درباره استفاده از نسبت ROI به عنوان معیاری برای سنجش کارایی مدیریت شرکتهای محدودیتهای زیر باید مورد توجه قرار گیرد:

۱ - این نسبت از تقسیم سود ویژه قبل از کسر مالیات به مجموع داراییهای شرکت به دست می‌آید؛ اما استفاده از قیمتهای تمام شده تاریخی در انعکاس ارزش داراییها در صورتهای مالی، هم صورت کسر - به دلیل عدم تعدیل هزینه استهلاک - و هم مخرج آن را غیر واقعی می‌کند و متناسب با عمر داراییهای شرکت از قیمتهای جاری فاصله می‌گیرد.

۲ - بخش عمده داراییهای شرکتهای سرمایه‌گذاری را حساب "سرمایه‌گذاریهای بلند مدت و جاری" تشکیل می‌دهد که تمامی آن بر اساس قیمتهای تمام شده تاریخی انعکاس می‌یابد و نقش سایر اقلام دارایی مانند حسابهای دریافتنی، وجوه نقد و موجودی کالا - که برابر با ارزش جاری یا نزدیک به ارزش جاری هستند - در جمع داراییها کمتر نمود می‌یابد. از این رو، نسبت ROI در اینگونه شرکتهای در مقایسه با سایر صنایع مطلوبتر است.

۱- هامپتون، ترجمه دکتر حمیدرضا وکیلی‌فرد، مدیریت مالی، انتشارات ثمره سال ۱۳۷۴، ص ۷۷.

۲- در فرمول محاسبه ROI اغلب سود خالص یا سود بعد از کسر مالیات را قرار می‌دهند. اما در مورد شرکتهای سهامی چون به طور معمول مالیات را از سهامداران می‌گیرند، برای محاسبه ROI نیز از سود قبل از کسر مالیات استفاده می‌شود.

۳- همان، ص ۸۵.

از محاسبه ROI شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای مورد بررسی - جدول پیوست ۲ - چنین پیداست که

- ۳۰ شرکت (۴۱ درصد گروه بررسی شده) از بازدهی بالاتر از ۲۰ درصد برخوردار بوده‌اند.
- ۴۴ شرکت (۵۹ درصد گروه بررسی شده) بازدهی کمتر از ۲۰ درصد داشته‌اند. از این ۴۴ شرکت، ROI یازده شرکت (۲۵ درصد آنها) در سال ۱۳۷۴ در مقایسه با سال پیش از آن از رشد قابل ملاحظه‌ای برخوردار بوده است.^(۱) به طوری که ROI آنها ۲۰ درصد و بالاتر به دست آمده‌است. همچنین از ۴۴ شرکت مزبور، ROI پنج شرکت (۱۰ درصد آنها) در سال ۱۳۷۴ افت شدیدی داشته؛ و کمتر از ۶ درصد بوده است.^(۲)

در واقع، افزایش نسبت بازده سرمایه از افزایش سود یا کاهش مجموع داراییها به دست می‌آید. اما چون مجموع داراییهای هیچیک از شرکتهای مزبور در دوره مورد بررسی کاهش نداشته و حتی افزایش نیز داشته است؛ افزایش یا کاهش نسبت بازده سرمایه شرکتهای مورد بررسی را می‌توان نمایانگر افزایش یا کاهش سودآوری این شرکتهای به شمار آورد. همچنین، باید توجه داشت که در شرایط تورمی حکمفرما بر اقتصاد ملی، در صورت تجدید ارزیابی دارایی شرکتهای، مجموع دارایی آنها - به ویژه شرکتهای قدیمی - افزایش؛ و در نتیجه نسبت بازده سرمایه کاهش می‌یابد؛ اما چون دارایی هیچیک از شرکتهای مورد بررسی تجدید ارزیابی نشده‌است، می‌توان فرض کرد که مجموع داراییهای آنها به گونه‌ای یکسان از تورم موجود در آن سالها تأثیر پذیرفته باشد.

۳-۱ ساخت مالکیت و سهامداران عمده شرکتهای

بر پایه جدول پیوست یک مشخص می‌شود که بجز دو شرکت اتمسفر و گیلان پاکت - با بازدهی سرمایه بسیار پایین و سهامداران عمده بخش خصوصی - ۷۲ شرکت بررسی شده دیگر به طور عمده در مالکیت شبکه بانکی کشور و شرکتهای سرمایه‌گذاری وابسته به آنها، بنیاد مستضعفان و جانبازان، سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی، سازمان تامین اجتماعی و سایر نهادهای دولتی قرار داشته‌اند.

۳-۲ میانگین بازده^(۳) شرکتهای در هر یک از صنایع

به منظور بررسی بازده سرمایه شرکتهای در صنایع مختلف، محاسبه بازده متوسط شرکتهای مورد بررسی در

۱- از جمله، شامل شرکتهای سرمایه‌گذاری صنایع پتروشیمی، سیمان مازندران، چینی البرز، پارس خزر، رادیوالکتریک، کارتن البرز، و گیلان پاکت.

۲- از جمله، شامل شرکتهای سرمایه‌گذاری بانک ملی، گنج تهران، کرین ایران، و ارج.

۳- در محاسبه میانگین بازده شرکتهای از فرمول میانگین وزنی استفاده و دارایی‌ها به عنوان وزن انتخاب شده‌اند.

هیجده صنعت تعریف شده در بورس طی سالهای ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۴ - جدول پیوست ۲ - نشان می‌دهد که گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری با متوسط بازدهی بین ۲۳ تا ۴۲ درصد، بالاترین بازدهی را داشته‌اند. پس از آنها گروه شرکت‌های صنایع ساخت رادیو و تلویزیون با متوسط ROI بین ۲۰/۶ تا ۳۹/۸ درصد؛ در رتبه سوم گروه شرکت‌های صنایع غذایی با متوسط ROI بین ۲۵/۶۸ تا ۲۹/۹۶ درصد قرار داشته‌اند. در رتبه چهارم، گروه شرکت‌های تولید فرآورده‌های نفتی با متوسط ROI بین ۲۲ تا ۲۷/۸ درصد قرار گرفته‌اند. در بین شرکت‌های بررسی شده، متوسط بازدهی گروه شرکت‌های ساخت ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی طی سالهای ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۴ از رشد قابل ملاحظه‌ای برخوردار بوده‌است؛ به طوری که متوسط ROI این شرکت‌ها از ۹/۲۵ درصد در سال ۱۳۷۲ به ۳۵/۰۴ درصد در سال ۱۳۷۴ افزایش یافته است. همچنین متوسط بازدهی سرمایه‌گذاری شرکت‌های وسایل نقلیه موتوری طی دوره بررسی از ۴/۸ درصد به ۱۱/۴۱ درصد افزایش یافته است. به همین ترتیب، متوسط بازدهی سرمایه‌گذاری گروه شرکت‌های محصولات فلزی فابریکی از ۸/۶ درصد به ۲۵/۰۷ درصد و متوسط بازدهی سرمایه‌گذاری شرکت‌های تولید کاغذ و محصولات کاغذی از ۱۱/۵۴ درصد در سال ۱۳۷۲ به ۲۵/۴۷ درصد در سال ۱۳۷۴ افزایش یافته است.

۳-۳ سمت و سوی مالکیت شرکت‌ها در هر یک از صنایع

بررسی ساخت مالکیت شرکت‌های مورد بررسی و ترکیب سهامداران عمده آنها نشان می‌دهد که گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری - با بالاترین متوسط بازدهی - به طور عمده در مالکیت شبکه بانکی کشور قرار داشته؛ و سهامداران عمده آنها را بانک‌های مرکزی، ملی، سپه و ملت تشکیل داده‌اند - بجز شرکت سرمایه‌گذاری البرز که ۵۱ درصد سهام آن به بنیاد ۱۵ خرداد تعلق داشته است.

به همین ترتیب، سهامداران عمده گروه شرکت‌های فعال در ساخت رادیو و تلویزیون - که پس از شرکت‌های سرمایه‌گذاری از بالاترین متوسط بازدهی برخوردار بوده‌اند - نیز شرکت سرمایه‌گذاری تامین اجتماعی، سازمان مالی گسترش واحدهای تولیدی، سازمان تامین اجتماعی، شرکت سرمایه‌گذاری ملی ایران و بنیاد مستضعفان بوده‌اند.^(۱) در مرتبه سوم، سهامداران عمده گروه شرکت‌های صنایع غذایی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به بانک‌ها، بنیاد شهید، بنیاد مستضعفان و جانبازان، سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی و سایر سازمان‌های دولتی بوده‌اند.

در مرتبه چهارم، گروه شرکت‌های تولید فرآورده‌های نفتی به طور عمده در مالکیت بنیاد مستضعفان و جانبازان، شرکت سرمایه‌گذاری صنایع پتروشیمی، شرکت سرمایه‌گذاری بانک صادرات و نیز بانک صادرات قرار داشته‌اند. سهامداران عمده گروه شرکت‌های ساخت محصولات کانی غیرفلزی - در مرتبه پنجم - بنیاد

۱- شرکت خارجی ان - وی فلیپس نیز ۲۵٪ از سهام شرکت رادیو الکتریک را در اختیار داشته است.

مستضعفان و جانبازان شرکت سرمایه‌گذاری بانک ملی، سرمایه‌گذاری ملی ایران، سازمان مالی گسترش مالکیت واحدهای تولیدی، بانک صنعت و معدن، بانک ملت، شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی، صندوق بازنشستگی کارکنان وزارت نفت و سازمان اتکا بوده‌اند.

۳-۴ بیشترین و کمترین بازده سرمایه شرکتها

بر پایه جدول پیوست سه، در سال ۱۳۷۲ سه شرکت توسعه صنایع بهشهر، ثابت خراسان و شیرین خراسان به ترتیب از بیشترین بازده سرمایه برخوردار بوده‌اند. به همین ترتیب، در سال ۱۳۷۳، شرکت‌های توسعه صنایع بهشهر، سرمایه‌گذاری ملی ایران و البرز؛ و در سال ۱۳۷۴ شرکت‌های سرمایه‌گذاری ملی ایران، لبنیات پاک و سرمایه‌گذاری البرز به ترتیب از بیشترین بازده سرمایه برخوردار بوده‌اند. در نقطه مقابل، در سال ۱۳۷۲ کمترین بازده سرمایه به ترتیب مربوط به سه شرکت کشت و صنعت چین چین، چینی البرز و صنایع مس شهید باهنر بوده‌است. همچنین، در سال ۱۳۷۳ شرکت‌های رادیوالکتریک، نورد و لوله اهواز، و اتمسفر؛ و در سال ۱۳۷۴ گچ تهران، رادیوالکتریک و رنگ‌سازی طیف، پایین‌ترین بازدهی را داشته‌اند. در جدول پیوست چهار، شرکت‌های فعال در هر یک از صنایع بر حسب بازده سرمایه رتبه‌بندی شده‌اند.

هشتاد شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۴ به طور عمده در مالکیت شبکه بانکی کشور و شرکتهای سرمایه‌گذاری وابسته به آنها، بنیادها و نهادهای دولتی قرار داشته و اغلب از بازده سرمایه بالایی نیز برخوردار بوده‌اند. در این میان، ۴۱ درصد اعضای این گروه بازدهی بالاتر از ۲۰ درصد دارند و ۵۹ درصد آنها بازدهی کمتر از ۲۰ درصد داشته‌اند. بررسی ارتباط شاخص بازده سرمایه - به عنوان یکی از معیارهای میزان سودآوری و کارایی فعالیتهای یک شرکت با محدودای بین ۲۵ تا ۴۰ درصد - با سمت و سوی مالکیت شرکتهای نشان می‌دهد که گروه شرکتهای سرمایه‌گذاری (صنعت واسطه‌گریهای مالی) با بالاترین متوسط بازده سرمایه - بین ۲۳ تا ۴۲ درصد - به طور عمده در مالکیت شبکه بانکی کشور قرار داشته‌اند. در مرتبه دوم، گروه شرکتهای فعال در صنایع ساخت رادیو و تلویزیون - با متوسط ROI بین ۲۰/۶۴ تا ۳۹/۸ درصد - در مالکیت شرکت سرمایه‌گذاری تامین اجتماعی، سازمان مالی گسترش واحدهای تولیدی، بنیاد مستضعفان، سرمایه‌گذاری ملی ایران و سازمان تامین اجتماعی بوده است. در مرتبه سوم، گروه شرکتهای فعال در صنایع غذایی - با متوسط ROI بین ۲۵/۸ تا ۲۹/۹۶ درصد - در اختیار شرکتهای سرمایه‌گذاری وابسته بانکها، بنیاد شهید، بنیاد مستضعفان و جانبازان و سازمان مالی گسترش واحدهای تولیدی بوده است. چنانکه پیداست، طی سالهای ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۴ بانکها، بنیادها و سازمانهای عمومی و دولتی کم و بیش تمامی شرکتهای فعال و پربازده در بورس اوراق بهادار تهران را از آن خود ساخته‌اند. بدین ترتیب، بخش خصوصی و سهامداران خرده پا از کمترین فرصتهای مطلوب سرمایه‌گذاری برخوردار بوده‌اند. بر این اساس، به نظر می‌رسد که در دوره جدید فعالیتهای بورس از سال ۱۳۷۶ توجه به ایجاد فرصتهای مطلوب برای سرمایه‌گذاران بخش خصوصی از اهمیت زیادی برخوردار باشد.