

بررسی تأثیرات حوادث یازده سپتامبر سال ۲۰۰۱ میلادی بر شاخص کل مالی و صنعتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما: دکتر محمدعلی غضنفری مجرد

استاد مشاور: دکتر حسین پناهیان

دانشجو: محمدرضا احسانی (مقطع کارشناسی ارشد مدیریت دولتی)

مقدمه

داشتن یک بورس کارآمد و فعال، موجب تسهیل در تجهیز سرمایه‌های کوچک و بزرگ در جهت رشد و توسعه اقتصادی کشور است. این امر تحقق نخواهد یافت مگر اینکه دانشمندان، اساتید و دانشجویان رشته‌های مالی، با استمداد از آموخته‌های علمی و عملی خود و ابزار تحقیق و پژوهش، نارساییها را شناسایی و به مسئولین و گردانندگان بورس گوشزد کنند. البته اعتقاد مسئولین به امر تحقیق، شرط لازم در جهت موفقیت این فرایند است.

نیل به رشد اقتصادی و بالا بردن میل به سرمایه‌گذاری در امور تولیدی و تأمین رشد اقتصادی مطلوب و قابل قبول، امری بلند مدت بوده و مستلزم اتخاذ سیاست‌های اساسی و همه جانبه است. در این رابطه ایجاد محیطی مناسب برای سرمایه‌گذاری‌هایی سالم و مولد و تقویت بازار سرمایه از مهم‌ترین اقداماتی است که می‌تواند در جهت نیل به رشد اقتصادی مثمرتر واقع گردد.

بورس اوراق بهادار می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در این راستا داشته باشد مشروط بر اینکه مثل هر واحد اقتصادی دیگر جزئیات مربوط به دوروی عرضه و تقاضا در فعالیت‌های خود را بشناسد، یعنی سازمان بورس اوراق بهادار برای موفقیت باید طرف عرضه سهام، یعنی شرکت‌ها و تقاضای سهام، یعنی سرمایه‌گذاران را به خوبی بشناسد و از انتظارات، اهداف و سیاست‌گذاری‌های این دو جناح آگاهی کامل داشته باشد.

در طرف عرضه، به منظور ایجاد عرضه مناسب و کنترل شده، سازمان بورس اوراق بهادار معمولاً شرایطی را به عنوان شرایط پذیرش شرکت‌ها مقرر می‌دارد و بدین نحو عرضه سهام را تحت کنترل و شناسایی قرار می‌دهد. با ایجاد این شرایط، سعی بر این است که سهامی در بازار اوراق بهادار عرضه گردد که دارای شرایط مطلوبی باشد. در آن سوی سکه، تقاضا برای خرید سهام وجود دارد. پیچیدگی‌های زیادی در این رابطه از نظر رفتار سرمایه‌گذاران و میزان تقاضا وجود دارد. تنها حکمی که می‌توان کرد آن است که سرمایه‌گذار همیشه به دنبال بازده بیشتر و ریسک کمتر می‌باشد. باید دید که بورس چگونه می‌تواند به این خواسته، جامه عمل بپوشاند. به عبارت دیگر چه سیاست‌هایی باید اتخاذ شود که سرمایه‌گذاران در میان جایگزین‌های مختلف به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار و مخصوصاً سهام روی بیاورند. این مقولات از بدو تشکیل بورس اوراق بهادار در جهان، ذهن دانشمندان و متخصصین مالی را به خود معطوف داشته است. مطالعات و تحقیقات گسترده‌ای در این زمینه به عمل آمده و مدل‌های متنوع و بعضاً پیچیده‌ای برای ارزش‌یابی قیمت سهام پیش‌بینی و ارائه شده است.

تحقیق و مطالعه در خصوص بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها مخصوصاً در کشورهایی که دارای اقتصاد متعادلی نیستند و سرمایه‌ها در مسیرهای غیر مولد، مانند سفته بازی در اموری مانند طلا و ارز و مسکن و اتومبیل مصرف می‌شوند نقش تعیین‌کننده‌ای در بهبود وضع اقتصادی خواهد داشت. ایران ما امروز متأسفانه به این بیماری واگیر از لحاظ سرمایه‌گذاری مبتلا شده است. هر روز می‌شنویم که قیمت اقلامی مانند مسکن، اتومبیل و سکه افزایش یافته است. این افزایش‌ها آن قدر سریع و ناگهانی است که خواه ناخواه اکثر سرمایه‌گذاران را به این سمت سوق می‌دهد و بیماری را عمیق‌تر و مهلک‌تر می‌سازد. در واقع سرمایه‌گذاری در این زمینه‌ها در کشورهایمانند ایران چنان نرخ بازده بالا و ریسک پایینی دارد که سرمایه‌گذار را بی‌نیاز از هرگونه تحلیل مالی، به سوی خود جذب می‌کند، لذا اولین گام مثبت و منطقی در جهت علاج این بیماری و تشویق مردم به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها ایجاد تعادل بین بازدهی و ریسک این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها و سرمایه‌گذارهای غیر مولد است. بخشی از این امر مهم بستگی به برنامه‌ها و سیاست‌های کلان اقتصادی دارد که می‌توان با انتخاب سیاست‌های مالی و پولی مناسب و تشویق به امر تولید آن را محقق ساخت.

بخش دیگر، شناساندن و معرفی عوامل مؤثر در بازده و ریسک سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران است. این شناسایی را می‌توان به دو طریق دیگر ایجاد کرد. اول، ارائه

اطلاعات در مورد وضعیت مالی و عملیاتی شرکت‌ها و دوم، مشخصات مربوط به سهام شرکت‌های مختلف.

سرمایه‌گذار در صورت وجود اطلاعات در دو مورد فوق با ضریب اطمینان بالاتری اقدام به سرمایه‌گذاری خواهد کرد. از جمله عوامل مهم و مؤثر بر وضعیت مالی و عملیاتی شرکت‌ها تأثیر حوادث مختلف اقتصادی و سیاسی در ایران و دیگر کشورهای جهان است؛ چراکه تمامی کشورهای جهان به نوعی با یکدیگر در تبادل کالا و خدمات هستند و هرگونه تغییر و تحول در اوضاع و احوال اقتصادی و سیاسی در هر کشوری می‌تواند بر معادلات اقتصادی دیگر کشورها، مخصوصاً کشورهایی که رابطه نزدیکی دارند تأثیر مستقیم بگذارد.

سهام‌دار از سهمی که مالک آن است می‌تواند انتظار چهار نوع بازده را داشته باشد:

۱. سود نقدی ۲. افزایش قیمت سهام ۳. سود سهمی ۴. رعایت حق تقدم خرید.

سود نقدی معمول‌ترین و عمومی‌ترین توزیع بازده از طرف شرکت‌ها به سهام‌داران است. شرکت‌ها در توزیع سود نقدی به‌طور یکسانی عمل نمی‌کنند و در این راه خط‌مشی‌های متفاوتی اتخاذ می‌نمایند. این سیاست‌ها می‌تواند از عدم پرداخت سود نقدی در چند دوره تا پرداخت کل عایدات به عنوان سود نقدی تغییر کند. دو سیاست عمده و معمول در این مورد عبارتند از:

- توزیع حداقل سود نقدی و نگهداری منابع در شرکت برای رشد و توسعه.

- توزیع حداکثر سود نقدی به منظور بالا بردن قیمت سهام.

به هر حال هدف مدیران از اتخاذ این سیاست‌ها حداکثر کردن قیمت سهام (ثروت سهام‌داران) است و این امر میسر نمی‌شود مگر با داشتن اطلاعات کامل و جامع در مورد وقایع سیاسی و اقتصادی داخلی و خارجی که می‌تواند تأثیر بسیاری زیادی بر روند اقتصاد داشته باشد.

کشور ما در حال حاضر هنوز مراحل سازندگی پس از جنگ را پشت سر می‌گذارند. با توجه به اهداف استراتژیک و بلند مدت مسئولین مملکتی، فعال‌تر کردن بورس یکی از ضروریات مهم این استراتژی است. بالاخص ایران، که به‌طور مکرر در معرض تحریم‌های مختلف قرار گرفته است، مقابله با این تحریم‌ها تنها از طریق تقویت بنیه سرمایه‌گذاری مولد امکان‌پذیر است و امر سرمایه‌گذاری در گرو داشتن یک بورس کارآ و فعال است و داشتن چنین بورس، امکان‌پذیر نخواهد بود مگر اینکه متخصصین و کارشناسان مالی از تمام توان علمی و تحقیقی خود در جهت ایجاد توسعه آن بهره‌گیرند.

این تحقیق نیز کوششی اگر چه کوچک در این راستا است.

امید است که با تشویق و ایجاد انگیزه در متخصصین، کارشناسان، اساتید و دانشجویان رشته‌های مالی و مدیریت، بورس اوراق بهادار به یک بورس کارآ و فعال تبدیل شود. این آرزو محقق نخواهد شد مگر اینکه کلیه افراد و گروه‌های ذینفع، تمام توان و توشه خود را مصروف آن سازند و در رأس این گروه‌ها می‌توان دولت و سیاست‌گذاری‌های اقتصادی دولت، دانشگاه‌ها و محققین و دانش پژوهان رشته‌های ملی را نام برد.

بررسی تحقیقات انجام شده در مورد حوادث ۱۱ سپتامبر و بورس‌های جهان

ارزش‌یابی نتایج حوادث ۱۱ سپتامبر از ابعاد سیاسی، اجتماعی و اقتصادی بر ارکان زندگی جامعه بشری به آسانی و سادگی میسر نیست، لیکن آثار اولیه آن را می‌توان تا حدی بر بازارهای جهانی سهام که در واقع نبض اقتصادی کشورهای خود هستند مشاهده کرد.

فدراسیون جهانی بورس‌ها در نشریه تحلیلی خود Focus پیامدهای این رویداد پیچیده بر بازارهای سهام عضو را به‌طور ماهانه مورد بررسی قرار داده است که خلاصه آنکه مربوط به آخرین ماه ۲۰۰۱ می‌باشد از نظر تان می‌گذرد:

مروری بر رویدادها نشان می‌دهد که در روزهای اول بعد از وقوع حادثه، بورس‌های مهم جهانی به‌خصوص در ایالات متحده، ژاپن و حتی اروپا برای چند روز پیاپی تعطیل شد و شاخص‌ها به شدت افت کرد و در مجموع طی چند ماهه اخیر، بازارهای سهام متحمل خسارات سنگینی شدند. با گذشت زمان و نزدیک شدن به ماه‌های پایانی سال، وضع، اندکی در کشورهای اروپایی و آسیایی (به جز ژاپن) بهتر شد، اما در ایالات متحده سیر نزولی هم‌چنان ادامه داشت، رشد تولید ناخالص داخلی (GDP) نه تنها کندتر شد، بلکه رشد منفی پیدا کرد و اقتصاد کشور وارد مرحله جدیدی از رکود گردید.

بیکاری تشدید و نرخ آن به $5/7$ درصد رسید و مجموعه این عوامل باعث شد تا بانک مرکزی فدرال برای یازدهمین بار متوالی در یک سال، نرخ بهره را به پایین‌ترین سطح ($1/75$) درصد که در سال‌های گذشته بی سابقه بوده برساند.

در عوض، شاخص‌ها که در ماه‌های پس از ۱۱ سپتامبر سیر نزولی شدیدی داشتند، شاهد بهبود اندکی بوده‌اند. شاخص Dow Jones $1/7$ درصد، Amen $3/9$ درصد، Nasdaq 1 درصد و NYSE (بورس نیویورک) $1/8$ درصد افزایش پیدا کردند. اما در این

ماه ارزش معاملات تا ۴۸ درصد سقوط کرد و تقریباً به نصف رسید. در مجموع، بورس نازداک (Nasdaq) شاهد خسارات سنگینی بود.

در آمریکای لاتین، بر خلاف انتظار، رویدادهای داخلی آرژانتین، تأثیر چندانی روی فعالیت‌های بورس نگذاشت و شاخص بورس و بوئنوس آیرس سیر صعودی داشت. در منطقه یورو - اروپا علانم متفاوتی از رشد و رکود دیده می‌شد. تولید ناخالص داخلی منطقه، یک درصد افزایش یافت. تورم تا حدی فروکش کرد و مجموعاً بازارها، سیر صعودی ملایمی داشتند.

در آسیا، وضعیت هم‌چنان تحت تأثیر رکود جهانی اقتصاد قرار داشت. ژاپن با بیشترین افت روبرو شد و رشد اقتصادی کشور بعد از یک کاهش $۴/۸$ درصدی در چهار ماهه دوم باز هم $۲/۲$ درصد سقوط کرد. در این مدت، ورشکستگی شرکت‌ها اوج گرفت و ده درصد بالا رفت و در نهایت به دلیل عدم حمایت بانک‌داران ژاپنی از وام‌گیرندگان خود، بیش از ۱۸۵۰ شرکت اعلام ورشکستگی کردند.

ین (Yen) ژاپن در انتظار کاهش بیشتری در برابر دلار آمریکا بود. شاخص بورس توکیو $۱/۹$ درصد پایین آمد. سایر کشورهای آسیایی هم وضع مشابهی داشتند. در مجموع، بورس‌های جهانی به خصوص ایالات متحده هر چه از رویدادهای ۱۱ سپتامبر بیشتر فاصله می‌گیرند از بهبود بیشتری برخوردار می‌شوند.^۱

حال می‌خواهیم ببینیم که این حوادث بر بورس اوراق بهادار تهران تأثیر داشته یا خیر و اگر تأثیر داشته تأثیر آن تا چه حد بوده است.

در این مقاله، مسئله مورد نظر، تأثیر پذیری بورس اوراق بهادار تهران از واقعه ۱۱ سپتامبر نیویورک مد نظر بوده است چرا که از مهم‌ترین اثراتی که تغییر و تحولات در اوضاع و احوال اقتصادی و سیاسی هر کشوری می‌تواند بر معاملات اقتصادی دیگر کشورها بگذارد، تأثیر بر روی قیمت سهام و حجم معادلات در بورس‌های معروف جهانی است. البته در این زمینه تحقیقات متعددی در بورس‌های مختلف جهان در رابطه با واقع مهم سیاسی، اجتماعی صورت گرفته که اغلب تأثیر این وقایع را بر قیمت و حجم معادلات بورس‌های مختلف مورد تأیید قرار داده‌اند. البته در این مورد خاص، چون این واقعه در حد یک فاجعه انسانی مطرح بوده و زمان چندانی از آن نمی‌گذرد، این تحقیق طبق بررسی‌های انجام شده اولین و تنها تحقیق در این خصوص است که موضوع

۱. بیک بین الملل، سال اول، شماره ۱، اسفند ۸۰، ص ۳.

را از دیدگاه علمی مورد بررسی قرار می‌دهد.

هدف اصلی در این تحقیق آن است که دریابیم آیا تنها متغیرهای مالی و حساب‌داری، یعنی سود هر سهم، سهام جایزه و به طور کلی متغیرهای مالی، بر قیمت سهام مؤثر است یا عوامل غیرمالی نیز که قابل فرموله شدن نیستند می‌توانند تأثیرات مهمی حتی کوتاه مدت در قیمت سهام در بورس داشته باشند. ضمناً استفاده کنندگان از بورس بتوانند با توجه به وقایع سیاسی، اجتماعی در نقاط مختلف جهان تصمیمات مناسب اتخاذ نمایند.

اهمیت این موضوع نیز به دلیل وجود سرمایه‌های سرگردان در کشور است که واسطه‌گری و سوداگری راکم خطرترین و پر منفعت‌ترین زمینه سرمایه‌گذاری یافته‌اند، لذا این تحقیق در جهت حل یکی از معضلات پیچیده و مشکلات جدی کشور؛ یعنی عدم رغبت مردم به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سهامی است.

به منظور بررسی در این زمینه، نمونه آماری میانگین روزها، هفته‌ها و ماه‌های قبل از شهریور ۸۰ و بعد از شهریور ۸۰ (فقط سال ۱۳۸۰) در نظر گرفته شده و شاخص‌های کل، مالی، صنعت و ۵۰ شرکت فعال‌تر نیز به طور جداگانه مورد بررسی قرار گرفته است. قلمرو زمانی نیز سال ۱۳۸۰ شمسی در نظر گرفته شده است.

جهت این تحقیق سه فرضیه (یک فرضیه اصلی و دو فرضیه فرعی) مد نظر بوده است که عبارتند از:

۱. واقعه ۱۱ سپتامبر آمریکا بر قیمت سهام و هم‌چنین حجم معادلات بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی داشته است (اصلی)

۲. قیمت سهام اغلب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به طور میانگین کاهش یافته است.

۳. حجم معادلات در بورس اوراق بهادار پس از واقعه ۱۱ سپتامبر کاهش یافته است. برای بررسی موضوع از آمار استنباطی استفاده گردیده است. از روش آزمون آماری t استودنت برای آزمون پارامتری مقایسه دو میانگین، F فیشر برای آزمون برابری واریانس‌ها و از روش آزمون من ویتنی برای آزمون ناپارامتری مقایسه دو میانه استفاده شده است.

گفتنی است که شاخص اصلی مورد استفاده در بورس تهران TEPIX نامیده می‌شود که علامت اختصاری TEHRAN PRICE INDEX است که از تقسیم ارزش جاری سهام منتشره شرکت‌های پذیرفته شده بر ارزش پایه سهام منتشره شرکت‌های پذیرفته

شده ضرب در عدد ۱۰۰ می‌باشد. این عدد ۱۰۰ عدد مبنا و تاریخ آن اول فروردین ماه ۱۳۶۹ است.

البته شاخص‌های فرعی دیگری نیز مورد استفاده قرار می‌گیرند که عبارتند از:

۱. شاخص صنایع: مانند شاخص اصلی محاسبه می‌شود، ولی از نظر شرکت‌های زیر مجموعه، محدود به شرکت‌های هر صنعت به خصوص است.
۲. شاخص شرکت: این شاخص به تفکیک برای هر شرکت پذیرفته شده، محاسبه و مبنای محاسباتی همانند روشی است که در محاسبه شاخص صنایع و کل به کار می‌رود.
۳. شاخص ۵۰ شرکت فعال تر (۵۰ شرکت با بیشترین ارزش بازار): بر اساس ارزش بازار سهام شرکت‌ها، هر سه ماه یکبار ۵۰ شرکت با بیشترین رقم ارزش جاری انتخاب می‌گردد.

۴. شاخص صنایع و شاخص مالی: در یک طبقه بندی کلی، شرکت‌های سرمایه گذاری و شرکت‌های مادر، که دارای شرکت‌های زیر مجموعه فراوانی هستند در یک گروه و بقیه شرکت‌های تولیدی در گروه دیگر قرار گرفته‌اند.^۱

حال می‌خواهیم ببینیم که این حوادث بر بورس اوراق بهادار تهران تأثیر داشته یا خیر؟ طبق بررسی‌های آماری انجام شده نتایج زیر حاصل گردیده است:

با توجه به آزمون آماری صورت پذیرفته، حادثه یازده سپتامبر باعث کاهش قیمت سهام شرکت‌ها به خصوص شرکت‌های فعال تر گشته است و حجم دادوستد سهام و حق تقدم خرید قبل از حادثه ۱۱ سپتامبر بیشتر از حجم داد و ستد سهام و حق تقدم خرید بعد از حادثه بوده است؛ یعنی این واقعه بر میزان معاملات و تعداد سهام و حق تقدم داد و ستد شده روزانه اثر منفی داشته است.

میانگین قیمت سهام در بخش مالی و پنجاه شرکت فعال تر بعد از حادثه ۱۱ سپتامبر کاملاً کاهش یافته و در بخش صنعت نیز حداقل می‌توان گفت که میانگین قیمت سهام صنعت بعد از حادثه افزایش نیافته است. میانگین قیمت سهام کل نیز بعد از حادثه با کاهش معنا داری روبرو بوده است. پس به طور کلی فرضیات مدنظر در این مقاله کاملاً تأیید می‌گردد.

یکی از کارهایی که دست اندرکاران بورس می‌توانند با آن به سرمایه گذاران کمک نمایند اطلاع رسانی دقیق و لازم جهت ارزیابی دقیق‌تر میزان ریسک توسط سرمایه

۱. سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، اداره مطالعات و بررسی اقتصادی، آشنایی با شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، TEPIX، ۱۳۷۵ (جزوه).

گذاران است تا بتوانند تصمیم‌گیری صحیح‌تری اعمال نمایند. ضمناً ایجاد یک بورس غیر محدود و در رابطه با سایر بورس‌های جهانی و خروج از سیستم درهای بسته می‌تواند کمک مؤثری در جهت رونق هر چه بیشتر بورس و ورود سرمایه داران خارجی و منابع ارزی به کشور خواهد گردید و این کمک بسیار بزرگی به اقتصاد و شکوفایی هر چه بیشتر آن خواهد بود.

گفتنی است که این مقاله در باب تحقیق در مورد تأثیرات حوادث ۱۱ سپتامبر نه تنها کافی نیست، بلکه آغازی است جهت گشایش تحقیقات و پژوهش‌های بیشتر، از جمله این مطالعات می‌توان مطالعه در خصوص بررسی تأثیر حوادث یازده سپتامبر سال ۲۰۰۱ بر شاخص BINDEX که جدیداً توسط بخش خصوصی ارائه گردیده است نام برد که این امر خواهد توانست میزان تأثیر پذیری این شاخص را نیز محک بزند. باشد که سرمایه‌های راکد غیر فعال جامعه که چون خون‌های ایستاده در رگ‌های اقتصادی کشور هستند از طریق فعالیت و پمپاژ این قلب پر تحرک و مرکز اقتصادی جان بخش (بورس) به جریان افتد و پیکره مریض و تب‌دار اقتصاد جوامع را از یأس، به امید و از مرگ به زندگی و تلاش مداوم رهنمون گردد.