کنفرانس بین المللی
مدیریت و حسابداری
۳۱ تیر ۹۵، تهران، ایران
International Conference on Management & Accounting

بررسی ارتباط میان ارزانفروشی عرضه سهام اولیه با تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران

حامد فلامرزی [*،۱]

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد سیرجان

خلاصه

هدف این پژوهش بررسی ارتباط میان ارزانفروشی عرضه سهام اولیه با تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. که در این میان متغیر مستقل، ارزانفروشی عرضه سهام اولیه و تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی متغیرهای وابسته، عمر شرکت و سوددهی نیز به عنوان متغیرهای کنترلی بکار گرفته شده اند. در این راستا دو فرضیه تدوین گردید که جهت آزمون فرضیه ها دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۳ و تعداد ۳۶ نمونه آماری که دارای عرضه اولیه در بورس تهران بودند مورد بررسی قرار دادیم. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان دهنده رابطه معکوس و معنادار میان مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با ارزانفروشی عرضه سهام اولیه می باشد.

کلمات کلیدی: ارزانفروشی عرضه سهام اولیه، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی.

مقدمه

یکی از موضوعات مهم اقتصادی و مالی، عرضه سهام به صورت عمومی و تبدیل مالکیت خاص به عام می باشد که به دلیل منافع بسیار زیاد آن از جمله افزایش سرمایه، رقابت بیشتر، کسب معافیت‌های مالیاتی، دسترسی به منابع مالی ارزان قیمت و...، غالباً مورد استقبال شرکت‌ها نیز واقع می‌گردد. شرکت ها جهت جلب نظر سرمایه گذاران در اولین عرضه سهام خود، قیمت سهام را پایین تر از قیمت بازار آن مشخص می کنند به طوری که سرمایه گذاران نخستین از مبادله سهام در روز اول خریداری آن بازده قابل توجهی به دست می آورند که به این حالت ارزانفروشی[†] گفته می شود. میزان ارزانفروشی یا بازده سرمایه گذاری در روز اول از تفاوت بین قیمت بسته شدن سهام در روز اول مبادله با قیمت عرضه سهام بخش بر قیمت عرضه به دست می آید. دیگر پارامتری که در این پژوهش مورد بحث قرار می گیرد ساختار مالکیت[‡] می باشد که به دو دسته تمرکز مالکیت و سهامداران نهادی تقسیم می شود. سهامداران نهادی از مهمترین اجزاء بازار سرمایه هستند به طوری که میزان قابل توجهی از سرمایه گذاری های انجام شده توسط این افراد انجام می پذیرد و دارای مزیت نسبی در جمع آوری و پردازش اطلاعات هستند و از کلیه اطلاعات محرمانه شرکت اطلاع دارند. تمرکز مالکیت موجب می شود که مدیران شرکت ارائه ی اطلاعات به افراد مرتبط در بازار را افزایش می دهند.

[*] **Corresponding author:** توضیحات مربوط به نویسنده اوّل
Email: Hamed.falamarzi2013@gmail.com

[†] Initial Public Offering(IPO)
[‡] Ownership

ارزانفروشی

ارزانفروشی به حالتی اطلاق می‌شود که در آن بانک سرمایه‌گذار (یا به عبارت بهتر بنگاه انتشاردهنده سهام) قیمت عرضه سهام را به‌طور تعجب‌آوری بسیار پایین‌تر از قیمت بازار آن تعیین می‌کند؛ به‌طوری‌که سرمایه‌گذاران نخستین (کسانی که سهام را از طریق پذیره‌نویسی و بطور مستقیم از بانک سرمایه‌گذار دریافت کرده‌اند) تنها از مبادله سهام در روز اول خریداری آن بازده قابل توجهی به دست می‌آورند. میزان ارزانفروشی یا بازده سرمایه‌گذاری در روز اول از تفاوت بین قیمت بسته شدن سهام در روز اول مبادله با قیمت عرضه سهام بخش بر قیمت عرضه بدست می‌آید. بطور میانگین، این کسر در همه کشورها مثبت گزارش شده است. در برخی کشورها میزان ارزانفروشی گاهی به رقمی معادل ۳۸۸ درصد هم می‌رسد (دستگیر و علیخانی بوانی، ۱۳۸۵: ۳۲).

تعداد سهامی که طی یک فرایند عرضه عمومی اولیه وارد بازار معامله میشود به ساختار مالکیت پیش از عرضه عمومی اولیه بستگی دارد به گونه ای که اگر قبل از اولین عرضه عمومی، تمرکز مالکیت سهام وجود داشته باشد و سهامداران قبلی احساس نمایند که به واسطه عرضه عمومی اولیه، قدرت کنترل خود در امور شرکت را از دست خواهند داد، سهام کمتری منتشر خواهد شد و به گونه ای نیز توزیع میگردد که سهامداران بزرگ دیگری به وجود نیایند (علوی*،کینفام†و میفام‡، ۲۰۰۶).

روش های اولین عرضه عمومی

اولین عرضه عمومی سهام به روش های مختلفی انجام می پذیرد که انتخاب هر روش در کشورهای مختلف بنا به قوانین آن کشور متفاوت است.

عرضه عمومی به قیمت ثابت§ : در این روش، ابتدا قیمت عرضه تعیین می شود و سپس از سرمایه گذارانی که نوعا" در قسمتی یا کل سهام سفارش داده شده مشارکت دارند، سفارشات را دریافت می کنند.

عرضه عمومی به روش حراج**: اصولا" از این روش در هنگام عرضه اوراق دولتی و نیز خصوصی سازی های مبتنی بر تغییر بافت مالکیتی سهام استفاده می شود.

ثبت دفتری††: در این روش کارگزاران متعهد پذیره نویسی، تبلیغات پیرامون سهام جدید را انجام داده و سپس سفارشات را قبل از تعیین قیمت عرضه، از سرمایه گذاران دریافت می نمایند.

روش مزایده اینترنتی‡‡: رویه عرضه در این روش به این صورت است که نخست قیمتی بالا برای سهام مورد نظر تعیین می شود و سپس قیمت ها تا حدی پایین می آید که سرمایه گذار، خواهان مقدار معینی از سهام مذکور شوند و سپس معاملات بعدی مجددا" با همان روش مزایده عرضه می شود (رادفر، ۱۳۸۶: ۲۶).

تئوری های ارزانفروشی

تئوری های ارزانفروشی را می توان در پنج گروه «عدم تقارن اطلاعات، عوامل نهادی، عوامل رفتاری، عوامل نظارتی و تئوری مبادله یا توازن» دسته بندی کرد.

---

* Alavi
† Kien Pham
‡ My Pham
§ Offering Fixed Price
** Call Auction
†† Bookbulding
‡‡ Dutch Auction

تئوری عدم تقارن اطلاعات: در این تئوری، یکی از طرفین اطلاعات بیشتری نسبت به سایرین دارد. که سه حالت منجر به ارزشگذاری زیر قیمت سهام اولین عرضه عمومی می گردد:

فرضیه نفرین برنده*: اگر سهام عرضه شده بیش از واقع قیمت گذاری شوند، منحصرا" عاید سرمایه گذاران کم اطلاع شده و در نتیجه برای آنها بازده منفی ایجاد می کنند؛ این موضوع موجب نفرین سرمایه گذاران کم اطلاع به سرمایه گذاران با اطلاع می گردد (چان و وانگ†، ۲۰۰۴).

تئوری علامت دهی‡: به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی که بین منتشرکنندگان اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران بالقوه وجود دارد، شرکت‌ها علامت‌هایی را می‌فرستند تا مطلوب بودن کیفیت خود را اظهار و اثبات کنند. آنها اظهار دارند که ماندهی سرمایه توسط سهامداران اولیه را می‌توان علامت و نشانه‌ی خوب از شرکت به سرمایه‌گذاران بالقوه به حساب آورد، زیرا تضادهای نمایندگی عمده‌ای که ممکن است با توزیع مالکیت بوجود آید را به حداقل می‌رساند.

فرضیه ابهام آتی§: طبق این فرضیه، هر قدر ابهام آتی درباره ارزش ذاتی سهم عرضه شده بیشتر باشد، مزیت اطلاعاتی سرمایه گذاران با اطلاع نسبت به سرمایه گذاران کم اطلاع افزایش می یابد.

تئوری نهادی: این تئوری به سه ویژگی بازار سرمایه از جمله دادخواهی**، مبادرت به تثبیت قیمت توسط بانک پس از آغاز معاملات و مالیات††متمرکز می باشد.

تئوری نظارتی: تئوری نظارتی یا تئوری مبتنی بر ملاحظات کنترل و ساختار مالکیت، در این تئوری فرض بر این است که ارزشگذاری زیر قیمت موجب کاهش قدرت مداخله سهامداران جدید در امور شرکت می گردد.

تئوری رفتاری : این تئوری فرض عقلایی بودن سرمایه گذاران را که یکی از پایه های اصلی دانش مالی کلاسیک است، نقد می کنند و قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی سهام در عرضه اولیه را از بی قاعدگی های بازار سهام می دانند که مبتنی بر رفتار غیرعقلایی سرمایه گذاران است (ولچ، ۱۹۹۲).

تئوری مبادله یا توازی: طبق این تئوری خریداران به دلیل متحمل شدن هزینه های کسب اطلاعات، تمایل به خرید سهام ارزان تر دارند.

فرضیات پدیده ارزانفروشی

فرضیه ترس از خرید آسان‡‡

با توجه به عدم تقارن اطلاعات در میان سرمایه گذاران، در صورتی که سرمایه گذاران ناآگاه ببینند که تمامی درخواست هایشان مبنی بر خرید سهام، منجر به خرید می شود(به دلیل عدم جذابیت سهام مزبور برای سرمایه گذاران آگاه)، با خود خواهند اندیشید که به دلیل عدم تمایل سرمایه گذاران مطلع از اوضاع شرکت و بازار، به آسانی قادر به خریداری سهام مزبور می باشند. لذا همین ترس از خرید آسان موجب می شود که بنگاه، سهام خود را بسیار پایین تر از قیمت بازار، ارزش گذاری نماید. در این حالت سرمایه گذاران ناآگاه، علی رغم ترس از خرید آسان، به علت ارزانفروشی بسیار زیاد سهام، باز هم اقدام به خرید می نمایند (دستگیر و علیخانی بوانی، ۱۳۸۶).

فرضیه بازخور بازار

---

* Winners curse hypothesis
† Chan & Wang
‡ Signaling Theory
§ Ex-ante uncertainty hypothesis
** Litigation
†† Tax
‡‡ Winner s Curse

طبق این فرضیه، هرگاه سرمایه گذاران (یا به طور کلی بازار) اطلاعات خوبی در مورد شرکت ارائه نمایند بانک سرمایه گذار، میزان ارزانفروشی را افزایش می دهد (حجازی و حق بین، ۱۳۸۷: ۴۶).

فرضیه چشم و هم چشمی*

هنگامی که سرمایه گذاری مشاهده کند که تعداد زیادی از افراد سهم خاصی را خریداری می نمایند، ممکن است او نیز به تبعیت از سایرین، سهم مزبور را خریداری کند. لذا در جهت بهره برداری از منافع این پدیده، بنگاه ها اقدام به ارزانفروشی می کنند تا به واسطه جذب گروه بزرگی از سرمایه گذاران بالقوه در اوایل عرضه، سایر سرمایه گذاران را نیز به خرید سهام خود ترغیب نمایند (حجازی و حق بین، ۱۳۸۷: ۴۶).

فرضیه اجتناب از دعاوی حقوقی

یکی از راه های کاهش دعاوی حقوقی، ارزانفروشی است زیرا با این روش، احتمال کاهش قیمت بازار در ماه های پس از عرضه به زیر قیمت، کاهش خواهد یافت.

فرضیه بازاریابی

مطابق این فرضیه، شرکت های اینترنتی از ارزشگذاری زیر قیمت، برای جلب توجه رسانه ها استفاده می نمایند، لذا زیان های وارده از این مسیر را به عنوان بخشی از هزینه های بازاریابی شرکت محسوب می نمایند (دمیرس و لیولن†، ۲۰۰۳).

عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران

در ایران، عرضه اولیه اوراق بهادار با مفهوم رایج در کشورهای دیگر نداریم زیرا در کشورهای دیگر، منظور از عرضه اولیه اوراق بهادار، سهام جدیدی است که در بازار اولیه عرضه می شود، اما در ایران، با توجه به اصلاحیه قانون تجارت مصوب اسفند ۱۳۴۷، بازار اولیه سهام با اجازه صدور اعلامیه پذیره نویسی به شرکت سهامی عام ایجاد گردید؛ از این رو، سهام جدید فقط به سهامی اطلاق می گردد که برای اولین بار به بازار عرضه می شود و پیش از این، سهام این شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران وجود نداشته است (عبده تبریزی و دموری، ۱۳۸۲).

عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) معتقدند که با توجه به ضعف در قیمت گذاری اولین عرضه عمومی در بورس اوراق بهادار تهران، شاهد بازده بالا در کوتاه مدت و بازده پایین در بلندمدت می باشیم. دلیل ارزانفروشی سهام و افت عملکرد قیمت سهام اولین عرضه عمومی، را کارا نبودن بازار سرمایه ایران دانسته اند زیرا دسترسی به اطلاعات مربوط به شرکت ها و عملکرد آن ها دشوار بوده لذا سرمایه گذاران از دانش و بینش کافی برای تحلیل اطلاعات برخوردار نمی باشند؛ این محققان ریشه اصلی اینگونه مشکلات در بازار سرمایه کشور را وجود سهامداران عمده اعم از نهادها، سازمان های وابسته به دولت و بانک ها، در بازار می دانند (ابراهیمی کردلر و حسنی آذر داریانی، ۱۳۸۵).

ساختار مالکیت

رابطه میان مالکیت، کنترل، و ارزش شرکت بسیار پیچیده است، با این حال داشتن مالکیت از سوی مدیر شرکت می‌تواند به بهبود هم‌سویی منافع مدیران و سهامداران کمک کند. از آنجایی که منافع مدیران و سهامداران کاملاً بر هم منطبق نشده است، مالکیت بیشتر می‌تواند به مدیران آزادی بیشتری برای پیگیری اهدافشان بدون ترس از جریمه شدن بدهد، یعنی می‌تواند برای مدیران سنگری باشد. بنابراین، تأثیر نهایی مالکیت مدیران بر ارزش شرکت بستگی به توازن میان اثرات همسوسازی و سنگرگیری دارد.

* Bandwagon
† Demers & Lewellen

ساختار مالکیت به عنوان یکی از پارامترهای مؤثر بر توسعه یافتگی و رشد شرک ها همواره مورد توجه و اختلاف صاحب نظران و پژوهشگران مالی بوده است. ترکیب های مختلف ساختار مالکیت می توان برسیاست ها مالی و خط مشی های راهبردی شرکت تأثیرگذار باشد. بخشی از ساختار مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی دارد این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت های مالی متشره اتکا می کنند. بخش دیگری از مالیکت شرکت ها در اختیار سهامداران حرفه ای عمده قرار دارد، بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه گذاری های بلندمدت شرکت از طریق ارتباط مستقیم با مدیریت شرکت در اختیارشان قرار می گیرد. این گروه دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت های مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیر مستقیم از طریق مبادله سهام خود هستند. ترکیب سهامداران شرکت های مختلف، متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتا به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت‌های مالی منتشره اتکا می‌کنند. بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیارسهامداران نهادی قرار دارد.

ساختار مالکیت و ارزانفروشی

لیمون* و لاینس† (۲۰۰۳) بیان داشتند که ساختار مالکیتی یک عامل تعیین کننده‌ی اساسی در میزان مشکلات نمایندگی بین عوامل درون سازمانی و برون سازمانی می باشد، که به نوبه‌ی خود ممکن است بر ارزش شرکت تاثیر بگذارد. مفهوم قراردادی بودن مشکلات نمایندگی نشان می‌دهد که بین مدیران و سهامداران ناهماهنگی وجود دارد یعنی جایی که ممکن است مدیران به دنبال منافع خود باشند، این امر تاثیر منفی بر روی به حداکثر سازی سرمایه سهامداران دارد (جنسین و مکلینگ، ۱۹۷۶). به این شرایط مشکل نمایندگی اول گفته می‌شود. به جز این نمایندگی‌های اقتصادی، ساختار مالکیتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار متمرکزتر هستند یعنی سهامداران کلان در آنها، بر شرکت کنترل موثر دارد. در ساختار مالکیتی متمرکز، ممکن است به خاطر عدم تقارن بین سهامداران کلان و سهامداران خرد مشکلات نمایندگی افزایش یابد، که بعدها به آن، مشکل نمایندگی دوم گفته شد. پژوهش‌هایی که در این زمینه درآسیای شرقی و اروپای غربی، انجام شد نشان دادند که مالکیت متمرکز، روش مدیریتی است که عموم شرکت‌ها در سرتاسر جهان از آن بهره می‌برند. بنا به اظهارات لی‡ و سی مرلی§ (۱۹۹۸)، مالکیت متمرکز به عنوان مکانیزم کنترل و مدیریت پذیرفته شده است تا منافع مدیران و سهامداران در یک راستا باشد و به دنبال آن ارزش شرکت افزایش یابد تا سهامداران خرد هم سود ببرند. از سوی دیگر، سهامدار کنترل‌کننده (سهامدار کلان) ممکن است به دنبال منافع و سود شخصی باشد که این امر برای سهامداران خرد دارای هزینه می‌باشد.

مشارکت سرمایه‌گذاران نهادها در مالکیت شرکت موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود چون کنترل بهتری بر شرکت اعمال می شود. سرمایه‌گذاران نهادی با منابع و مهارتی که دارند، انگیزه‌ی بیشتری برای کنترل مدیران دارند و سرمایه‌گذاران نهادی به مدیران اجازه‌ی سودجویی و اتخاذ تصمیمات غیرسودمند نمی‌دهند. گیلان و استارکس** (۲۰۰۳) تاکید کردند که سرمایه‌گذاران نهادی، به خصوص سرمایه‌گذاران نهادی خارجی، نقش مهمی در بهبود مدیریت شرکتی در سرتاسر جهان ایفا می‌کنند. به طور مشابه، کلاسنس†† و فان‡‡ (۲۰۰۳) استدلال کردند که در شرکت‌های آسیای شرقی مشارکت

---

* Lemmon
† Lines
‡Li
§ Simerly
** Starks
†† Claessens
‡‡ Fan

سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است عملیات مدیریت شرکت را بهبود دهد زیرا نقش موثری در کاهش تضاد میان سرمایه-گذاران خارجی و ناظران داخلی، که از تمرکز مالکیت ناشی می‌شود، دارند (دارمدی و گوناوان ، ۲۰۱۴ : ۱۸۶)

پیشینه پژوهش

حجازی و حق بین (۱۳۸۷) بر اساس یافته‌های پژوهش مهمترین ناهنجاری‌های موجود در اولین عرضه عمومی افت قیمت در بلند مدت، قیمت‌گذاری کمتر از واقع و اولین عرضه عمومی داغ بود همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که در مورد سهامی که برای اولین بار در بورس اوراق بهادارتهران عرضه می‌شوند، در زمان اولین عرضه عمومی و نسبت به ارزش اسمی سهام، گران‌فروشی صورت می‌گیرد. نتایج حاصل از بررسی متغیرها، دال بر ارتباط میان صنعت و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام اولین عرضه عمومی است.

عباسی و بالارود (۱۳۸۸) نتایج پژوهش نشان داد که بازده کوتاه مدت عرضه عمومی اولیه سهام بیش از بازده کوتاه مدت شاخص کل بازار است همچنین عملکرد بازده های بلندمدت عرضه عمومی اولیه سهام بالاتر از شاخص کل بازار است.

خداپرستی و همکاران (۱۳۹۳) نتایج پژوهش نشان داد مهمترین متغیرهای اثرگذار بر بازده بلند مدت سهام عرضه های اولیه شرکت های دولتی به ترتیب متغیرهای اندازه شرکت، حجم ریالی معامله و نسبت P/E و در شرکت های خصوصی تنها نسبت P/E بر بازده بلند مدت اثرگذار هستند.

دارمدی و گوناوان (۲۰۱۴) یافته‌های پژوهش تئوری علامت‌دهی را تاییدکرد. این پژوهش شواهدی را ارائه می‌دهد مبنی بر اینکه سطح ارزانفروشی با اندازه هیات مدیره و مالکیت نهادی ارتباط منفی دارد، این امر حاکی از آن است که این دو مکانیزم دولتی نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین انتشار دهندگان اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران بالقوه دارد. تمرکز مالکیت در تشریح درآمدهای اولیه ناچیز می‌باشد.

برتونی*و همکاران (۲۰۱۴) نشان دادند که استقلال هیئت مدیره فاکتوری بحرانی در ارزش‌گذاری عرضه سهام اولیه شرکت‌ها است. نتایج پژوهش هر دو نقش ارزش آفرینی و حفظ ارزش هیئت مدیره را تأیید کرد. در مورد عرضه سهام اولیه شرکت‌های جوان یا بالغ، اهمیت نسبی این دو در طول زمان متغیر می‌باشد. افزون بر این نتایج پژوهش نشان داد که حاکمیت شرکتی فاکتوری مهم و موثر در ارزش‌گذاری عرضه سهام اولیه شرکت‌ها است.

ساسونگ‌کو†و جالیارتو‡ (۲۰۱۴) نتایج پژوهش نشان دادکه اندازه هیئت مدیره، استقلال اعضا، مالکیت متمرکز، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی به طور نسبی با سطح ارزانفروشی در ارتباط است. نتایج پژوهش نشان داد که تعداد اعضا و مالکیت نهادی به طور منفی با سطح ارزانفروشی در ارتباط است.

ایوپ و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهش خود عملکرد IPO در کوتاه مدت و عواملی که این عملکرد کوتاه مدت را تحت تاثیر قرار می گیرد را تجزیه و تحلیل می کند. احساسات بازار، مقدار فروش سالانه، مجموع نرخ گردش مالی دارایی ها، روش های فروش سهام IPO،روش های تعهدی، قیمت های پیشنهادی، نسبت بدهی و تعداد سهام فروخته شده از جمله عواملی هستند که بیشترین تاثیر بر عملکرد کوتاه مدت عرضه سهام اولیه دارند.

فرضیه های تحقیق

- **فرضیه اول:** بین مالکیت نهادی و ارزانفروشی عرضه سهام اولیه رابطه معناداری وجود دارد.

* Bertoni et al
† Sasongko
‡ Juliarto

- ***فرضیه دوم*** *بین تمرکز مالکیت و ارزانفروشی عرضه سهام اولیه رابطه معناداری وجود دارد.*

مدل آماری پژوهش

$$\text{IPO underpricing} = b0 + b_1 \text{ ownership concentration} + b_2 \text{ institutional ownership} + + d_{ij} \text{ control variables}$$

IPO:ارزانفروشی

ownership concentration:تمرکز مالکیت

institutional ownership:مالکیت نهادی

control variables:متغیرهای کنترلی

تعریف متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته

تمرکز مالکیت

دمستز و ویلالونگا (۲۰۰۱)، از یک تبدیل لگاریتمی برای محاسبه تمرکز مالکیت بکار گرفته اند که در این پژوهش نیز از همین معیار استفاده شده است.

$$lown = \log(\frac{owni}{1 - owni})$$

$owni$: درصد سرمایه سهامداران اصلی شرکت

مالکیت نهادی

بوش (۱۹۹۸) مالکیت نهادی را درصدی از سهام شرکت سهامی می داند که به بانک ها، بیمه ها، نهادهای مالی، صندوق های مشترک، شرکت های هلدینگ، سازمان و نهادها و شرکت های دولتی تعلق دارد. بنابراین در این پژوهش نیز از همین معیار استفاده شده است.

متغیر مستقل

ارزانفروشی عرضه سهام اولیه

قیمت گذاری کمتر از واقع (ارزانفروشی) از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{بازده اولیه} = \frac{\text{قیمت پایه انتشار سهام عرضه اولیه} - \text{قیمت پایانی (بسته شدن)سهام در روز اول معامله}}{\text{قیمت پایه انتشار سهام عرضه اولیه}}$$

قیمت پایانی (بسته شدن) سهام درروز اول معامله: قیمت هر سهم عرضه اولیه است که در پایان روز نخست معاملاتی محاسبه و اعلام می‌شود.

قیمت پایه انتشار سهام عرضه اولیه: حداقل قیمت برای عرضه اولیه سهام است که توسط فروشنده تعیین و از طریق کارگزار فروشنده در درخواست وی برای معامله به بورس اعلام می‌شود.

قیمت‌گذاری کمتر از واقع (ارزانفروشی) در واقع یعنی شرکت منتشرکننده سهام قیمت عرضه اولیه را بسیار پائین‌تر از ارزش ذاتی آن تعیین کند، به طوری که در اولین روز معامله خریداران سهام، بازده قابل توجهی بدست آورند

متغیرهای کنترل

سود دهی

در این مقاله همانند پژوهش سجادی و دیگران (۱۳۹۰) ، ستایش و همکاران (۱۳۹۰) و عبید* (۲۰۰۹) نیز از نسبت بازده دارایی ها برای اندازه گیری سودآوری شرکتها استفاده شده است.

$$ROA = \frac{Net\ in\ com}{TA}$$

ROA:سوددهی یا بازده مجموع دارایی ها

Net in com:سود خالص

TA:ارزش دفتری دارایی ها

عمر شرکت

سیرانی و سلطان آبادی (۱۳۹۰) و دی‌آنجلو[1]، ۲۰۰۶، از لگاریتم طبیعی عمر شرکت از تاریخ تأسیس تا سال های مورد بررسی استفاده کرده اند. دراین پژوهش برای محاسبه عمر شرکت تعداد سال‌هایی که از ثبت شرکت می‌گذرد استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

روش پژوهش (دوره مورد آزمون- جامعه آماری و نمونه آماری)

پژوهش حاضر در زمره پژوهش های همبستگی قرار دارد و از نوع پس رویدادی می باشد یعنی براساس اطلاعات گذشته صورتهای مالی شرکت ها انجام پذیرفته می گیرد.

جامعه آماری مورد مطالعه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند در ضمن نمونه آماری نیز شامل شرکت هایی ست که از سال ۱۳۸۰-۱۳۹۳ عرضه عمومی اولیه داشته اند. که در نهایت شامل ۳۶ شرکت می باشد.

روش گردآوری داده ها و اطلاعات

در این پژوهش جهت جمع آوری اطلاعات و مبانی نظری از کتب و مقالات و مجلات فارسی و لاتین استفاده شده است. جهت جمع آوری داده ها نیز از اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران موجود در سایت کدال و نرم افزار تدبیرپرداز کمک گرفته شده است.

روش تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

در این پژوهش از تجزیه و تحلیل داده های ترکیبی استفاده شده است زیرا داده های شرکت های مختلف طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۳ مورد بررسی قرار می گیرند. روش مزبور در عین افزایش قدرت آماری ضرایب، باعث می شود هم خطی بین متغیرها کاهش یافته و به واسطه افزایش درجه آزادی، براوردی کاراتر انجام شود (محمدی و همکاران، ۱۳۸۹: ۷۷). تلخیص و طبقه بندی داده ها با استفاده از برنامه excel و آزمون فرضیه ها با استفاده از نرم افزار eviews انجام گرفته است

* Ebaid
[1] De Angelo

یافته ها

آمار توصیفی

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در جدول شماره ۱ منعکس شده است. مقایسه میانگین مشاهدات با میانه مشاهدات و اختلاف اندکی بین بین این دو پارامتر وجود دارد بیانگر نرمال بودن توزیع مشاهدات است.

جدول ۱: آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
ارزانفروشی	۱/۲۰۶۹۷۵۷	۱/۲۷۸۷۵۴	۱/۷۷۸۱۵۱	۰/۰۰۰۰	۰/۲۴۰۹۱۳
مالکیت نهادی	۰/۱۳۰۹۶۸	۰/۱۱۷۳۰۷	۱/۵۳۳۵۶۷	-۰/۳۶۲۲۹۲	۰/۱۶۴۱۰۳
تمرکز مالکیت	۰/۷۳۴۳۹۱	۰/۷۵۳۳۲۸	۲/۱۹۱۰۳۲	-۰/۷۹۰۵۳۹	۰/۴۹۸۶۰۹
عمرشرکت	۰/۱۹۸۱۰۶	۰/۱۷۴۵۵۰	۰/۷۴۹۶۰۰	۰/۰۰۲۵۰۰	۰/۱۴۶۹۸۳
بازده دارایی ها	۰/۰۵۷۸۱۵	-۰/۰۰۱۱۹۱	۷/۴۵۸۳۳۳	-۰/۹۷۱۶۶۸	۰/۶۲۳۴۶۳

منبع: یافته های محقق

آزمون فرضیه ها

نتایج آزمون فرضیات

فرضیه اول: بین مالکیت نهادی و عرضه سهام اولیه رابطه وجود دارد.

نتایج آزمون آماری فرضیه اول در جدول شماره ۲ آورده شده است. همان گونه که مشاهده می شود بین مالکیت نهادی و عرضه سهام اولیه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. با توجه به ضریب تعیین بدست آمده مالکیت نهادی می تواند حدود ۸۹درصد از تغییرات عرضه سهام اولیه را توضیح دهد. دوربین واتسون ۱/۵۷۳۸ می باشد که نشان دهنده عدم خطای خودهمبستگی می باشد. با توجه به مقدار آماره F ، الگوی رگرسیون برازش شده معنادار می باشد.

جدول ۲: آزمون فرضیه اول

نام متغیر	بتا	آماره t	سطح معناداری	آماره F	سطح معناداری	دوربین واتسون	ضریب تعیین	نتیجه فرضیه
عرضه سهام اولیه	-۰/۰۰۷۹۵۹	-۲/۱۲۶۷۰۸	۰/۰۳۴۰	۱۰۲/۷۸۱۸	۰/۰۰۰۰	۱/۵۷۳۸	۰/۸۹۳۶۱۰	تایید
عمرشرکت	۰/۰۷۰۶۳۰	۰/۰۲۰۰۴۰	۰/۰۰۰۵					
بازده دارایی ها	-۰/۰۰۷۷۴۳	-۲/۴۰۴۶۹	۰/۰۴۸۵۹					
مقدار ثابت	۰/۱۰۹۸۹۷	۰/۰۲۶۷۰۲	۰/۰۰۰۰					

منبع: یافته های محقق

فرضیه دوم: بین تمرکز مالکیت و عرضه سهام اولیه رابطه وجود دارد.

نتایج آزمون آماری فرضیه دوم در جدول شماره ۲ آورده شده است. همان گونه که مشاهده می شود بین تمرکز مالکیت و عرضه سهام اولیه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. با توجه به ضریب تعیین بدست آمده مالکیت نهادی می تواند حدود ۶۴درصد از تغییرات

عرضه سهام اولیه را توضیح دهد. دوربین واتسون ۲/۱۷۷۹۹ می باشد که نشان دهنده عدم خطای خودهمبستگی می باشد. با توجه به مقدار آماره F ، الگوی رگرسیون برازش شده معنادار می باشد.

جدول ۲: آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	بتا	آمارهt	سطح معناداری	آمارهF	سطح معناداری	دوربین واتسون	ضریب تعیین	نتیجه فرضیه
عرضه سهام اولیه	-۰/۰۶۵۶۲۳	-۱/۸۹۶۷۶۱	۰/۰۵۸۴	۱۱۴/۸۴۶۳	۰/۰۰۰۰	۲/۱۷۷۹۹	۰/۶۴۴۶۶	تایید
عمرشرکت	۰/۲۰۵۷۲۸	۲/۲۸۹۸۷۲	۰/۰۲۲۴					
بازده دارایی ها	۰/۶۹۲۸۹۲	۵/۲۵۳۸۰۳	۰/۰۰۰۰					
مقدار ثابت	۰/۳۸۶۲۱۴	۳/۲۵۲۴۵۷	۰/۰۰۱۲					

منبع: یافته های محقق

نتیجه گیری

در فرضیه‌ی اول رابطه‌ی بین ارزانفروشی عرضه سهام اولیه و مالکیت نهادی بررسی شد و این‌گونه بیان شد که در شرکت-هایی که مالکیت نهادی سهام بیشتری دارند، میزان ارزانفروشی عرضه سهام اولیه کاهش خواهد یافت. نتایج تحقیق بر اساس آزمون مدل رگرسیون با تحلیل ترکیبی داده‌ها حاکی از آن بود که بین ارزانفروشی عرضه سهام اولیه و مالکیت نهادی رابطه‌ی منفی و معنی‌داری وجود دارد و در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۵٪ این فرضیه تأیید شد. به بیان دیگر، می-توان ادعا کرد که با افزایش مالکیت نهادی، ارزانفروشی عرضه سهام اولیه آن کاهش می‌یابد. مشارکت سرمایه گذاران نهادها در مالکیت شرکت موجب افزایش ارزش شرکت می شود چون کنترل بهتری بر شرکت اعمال می شود. سرمایه گذاران نهادی با منابع و مهارتی که دارند، انگیزه ی بیشتری برای کنترل مدیران دارند و سرمایه گذاران نهادی به مدیران اجازه ی سودجویی و اتخاذ تصمیمات غیرسودمند نمی دهند. سرمایه گذاران نهادی در شرکتهای IPO باعث کاهش انتشار اوراق بهادار نمایندگی بین سهامداران کنترل کننده و سهامداران خرد می گردند و بنابراین عملیات اداره ی شرکت بهبود می یابد.

نتایج تحقیق بیرد* و یانگ† (۲۰۱۰) و لین و چوانگ (۲۰۱۱) با استفاده از داده‌های استرالیا و تایوان مغایر با یافته های پژوهش ما می باشد، زیرا توانستند تاثیر مثبت مالکیت نهادی بر ارزانفروشی عرضه سهام اولیه را نشان دهند. از سوی دیگر، کای ماز‡(۲۰۰۰) بر اساس نمونه‌ای از شرکت‌های عرضه سهام اولیه ترکیه، بین مالکیت نهادی و ارزانفروشی عرضه سهام اولیه رابطه‌ای منفی دست یافته است که با نتایج پژوهش ما همسویی دارد.

فرضیه‌دوم تحقیق از نظر آماری معنادار بوده است. در این فرضیه‌ارتباط بین تمرکز مالکیت و ارزانفروشی عرضه سهام اولیه مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق بر اساس آزمون مدل رگرسیون حاکی از آن بود که بین تمرکز مالکیت با ارزانفروشی عرضه سهام اولیه رابطـه‌ی معکوس و معنی‌داری وجـود دارد. با توجه به نتایج حاصل از این فرضیه، مدیران می توانند برای

* Bird
† Yeung
‡ Kiymaz

جلوگیری از تجمع قسمت وسیعی از سهام در دست یک سهامدار، قیمت پایینی را پیشنهاد کرده تا اوراق بهادار بیشتری را منتشر نمایند به طوری که بتوانند تخصیص سهام را سهمیه بندی کنند در مقابل زمانی که شرکت قصد عرضه عمومی سهام خود دارد، سهامداران اصلی تمایل به انتشار سهام کمتری دارند زیرا احساس می کنند با افزایش سهام منتشره قدرت خود را در شرکت از دست خواهند داد.

تعدادی از پژوهش‌ها و مطالعات مانند هالدرنس* و شیهان† (۱۹۸۸) ، مکانل‡ و سروایس§ (۱۹۹۰) و جوه** (۲۰۰۳) نشان دادند که سهامداران کلان با کارایی شرکت ارتباط مثبت و مستقیم دارد. هرچند، پژوهش‌ها دیگر رابطه‌ی چشمگیری بین ساختار مالکیتی و کارایی شرکت پیدا نکردند، از جمله‌ی این پژوهش‌ها دمستز†† و لیهن‡‡(۱۹۸۵) و دمستز و ویلالونگا§§ (۲۰۰۱) و ویر و همکاران*** (۲۰۰۲)می‌باشد. نتایج عملی که پژوهش‌های ارزانفروشی عرضه سهام اولیه ارائه داده‌اند نیز مبهم هستند. با بررسی نمونه‌ای از شرکت‌های عرضه سهام اولیه استرالیایی، فام و همکاران††† رابطه‌ی منفی میان سهامدارن بالای ۲۰ درصد سرمایه‌گذار و ارزان‌فروشی یافتند.

منابع

ابراهیمی کردلر، ع. و حسنی آذرداریانی، ا. (۱۳۸۵). "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". دانشگاه تهران.بررسی حسابداری و حسابرسی، شماره۴۵، ص ص. ۲۳-۳.

حجازی، ر. و حق بین، ز. (۱۳۸۷). "ناهنجاری های اولین عرضه عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار تهران"، سال اول، شماره ۳، ص ص ۱۶۶-۱۳۵.

دستگیر، م. و علیخانی بوانی، م. (۱۳۸۵). "عرضه اولیه سهام:پدیده ارزان‌فروشی سهام و فرضیات مرتبط با آن". نشریه اقتصاد بورس، شماره۵۸، ص ص ۳۳-۳۰.

دستگیر، م. و علیخانی بوانی، م.(۱۳۸۶). "علل ارزانفروشی سهام در عرضه‌های اولیه: عدم تقارن اطلاعات، نمونه ترس از خرید آسان". مجله اقتصاد بورس، شماره۶۳، ص ص۳۹-۳۶.

رادفر، م. (۱۳۸۶). "معرفی دو روش برای عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار". نشریه اقتصاد بورس، شماره۲۹، ص ص۶۳-۲۶.

ستایش، م ح. ، کاظم نژاد، م. و ذوالفقاری، م. (۱۳۸۷). "بررسی تاثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۳، ص ص ۶۶-۴۳.

سجادی، س؛ محمدی، ک. وعباسی، ش. (۱۳۹۰). "بررسی تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکتهای بورسی". فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، شماره ۳ ، ص ص ۳۸-۱۹ .

عباسی، ا. و بالاورد، م.(۱۳۸۴). "آزمون پدیده ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه سهام و عملکرد بلندمدت آن در بورس تهران". تحقیقات حسابداری، شماره ۳.

*Holderness
†Sheehan
‡McConnell
§ Servaes
** Joh
††Demsetz
‡‡ Lehn
§§ Villalonga
*** Weir et al
††† Pham et al

عبده تبریزی، ح. و دموری، د. (۱۳۸۲). "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام جدیدا" پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". دانشگاه تهران: تحقیقات مالی، سال پنجم، شماره ۱۵، ص ص ۵۰-۲۳.

Alavi, A. Kien-Pham, P. My-Pham, T. (2006). "Pre-IPO ownership Structure and Its Impact on the IPO Process".School of Banking and Finance.University of New South Wales.Available from: http://jobfunctions.bnet.com/abstract.aspx?docid=316614.

Bertoni, F. Meoli, M. Vismara, S. (2014). "Board independence, ownership structure and the valuation of IPOs in continental Europe". Public and Corporate Governance held at the Schulich School of Business.York University. Toronto (Canada).

Bushee, B. J. (1998). "The Innfluence of Institutional Investors on Myopic R & D Investment Behavior", Accounting Review, Vol. 73, 305-340.

Classens, S. and Fan, J. P. H. (2003). "Corporate governance in Asia: a Survey, Internationa"l Review of Finance, Vol. 3 No. 2, 71-103.

Darmadi, S. Gunawan R. (2014). Underpricing, board structure, and ownership an empirical examination of Indonesian IPO firms, 181-200.

Demsetz, H., Lehn, k. (1985). The structure of corporate ownership. Causes and consequences. Journal of political Economy 93, pp. 1155-1177.

Demsetz, H. Villalong, b. (2001). "Ownership Structure and corporate Performance", Journal of corporate finance 7, pp. 209-133.Dey, A. 2005. Corporate Governance and Finanncial Reporting Credibility, Ph. D Dissertation, Northwestern University.

Dianjelo. (2006). "Accounting In Agencies. Working Paper. Standford University", Journal of Accounting and Economics 34, 3–43.
Eyup, B. Cmil, K. and Dursun, D. (2015). "Analyzing initial public offering's Short-term performance using decision trees and SVMs". Vol. 73, 15-27.

Gillan, S. L. and Starks, L. T.(2003). "Corporate governance, Corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective", Journal of Applied Finance, Vol. 13, 4-22.

Holderness, C. G. and Sheehan, D. P. (1988). "The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis", Journal of Financial Economics, Vol. 20, 46-317.

Jensen, M. and Meckling, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, Vol.3, 305-360.

Joh, S. W. (2003). "Corporate governance and firm profitability. Evidence from korea before the economics crisis", Journal of Financial Economics, Vol. 68 No. 2, 287-322.

Kiymaz, H.(2000). "The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul stock axchang". Journal of Multinational Financial Management, Vol. 10, 213-227.

Lemmon, M & Link, k. (2003). "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm" Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, University of Utah, Department of Finance, Working paper.

Li, M. and Simerly, R. L. (1998). "The moderating effect of environmental dynamism on the Ownership and performance relationship", Strategic Management Journal, Vol. 19 No. 2, 79-169.

Lin, C. P. and Chuang, C. M. (2011). "Principal – principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy, Corporate Governance: An International" Review, Vol. 19 No. 6, 585-600.

Mcconnell, J. J. and Servaes, H. (1990). "Additional evidence on equity ownership and corporate" value, Journal of Financial Economics, Vol. 27 No. 2, pp. 595-612.

Sasongko, B. Juliarto, A. (2014). "Analisis pengaruh that kelola perusahaan terhadap tingkat underpricingpenawaran umum perdana saham.Diponegoro". journal of accounting. , 2337-3806.