

تغییرات قیمت سهام، سود و ریسک شرکت پیرامون تاریخ عرضه سهام جدید

دکتر محمد علی آقایی - جواد رضازاده

چکیده

این مقاله پژوهشی در صدد است به شناسایی تجربی تأثیر اعلان عرضه سهام جدید بر قیمت سهام شرکتهای عرضه کننده سهام و پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پردازد. در این مقاله ابتدا مبانی نظری ماهیت اطلاعات ناشی از اعلان عرضه سهام جدید در قالب سه مدل شامل مدل بازپرداخت بدهیهای موجود (مدل تغییر ساختار سرمایه)، مدل تأمین مالی سرمایه‌گذاریهای جدید و مدل جبران کمبود جریانهای نقدی عملیاتی مطرح می‌شود. سپس تغییرات قیمت سهام و اعلان عرضه سهام جدید در ایران مورد بررسی قرار می‌گیرد. تغییر قیمت بازار سهام در زمان اعلان عرضه سهام جدید را می‌توان به تغییر مورد انتظار در سود سالهای بعد از اعلان رویداد و یا به تغییر مورد انتظار در ریسک شرکت نسبت داد که آزمونهای تجربی انجام شده در این مقاله، این دو شیوه را از هم متمایز و مجزا مورد آزمایش قرار می‌دهد.

به منظور دستیابی به اهداف تحقیق از تجزیه و تحلیل میانگین و میانه اطلاعات مربوط به قیمت سهام، ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک و سودهای (قبل از اقسام غیرمترقبه، عملیات متوقف شده و مالیات) گزارش شده شرکتهای منتخب در بورس اوراق بهادار تهران

طی سالهای ۱۳۶۸ لغایت ۱۳۷۳ استفاده شده است.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که: «در بازار سرمایه ایران، اعلان افزایش سرمایه از طریق عرضه سهام جدید، حاوی اطلاعات تازه و مساعدی از دورنمای آتی شرکت به سرمایه‌گذاران می‌باشد؛ به همین دلیل همزمان با آن قیمت سهام شرکت‌های عرضه‌کننده سهام، در بازار اوراق بهادار افزایش می‌یابد. اطلاعات مذکور به جای اینکه در باره ریسک آتی سهام باشد، در باره سطوح سودهای آتی شرکت‌های مذکور است».

واژه‌های کلیدی

سهام جدید - قیمت بازار سهام - مدل ارزشگذاری داراییهای سرمایه‌ای - جریانهای نقدی آتی - نرخ بازده - ریسک - ساختار سرمایه شرکت - هزینه‌های آشفته‌گی مالی - اهرم مالی - ارزش داراییهای موجود - جریانهای نقدی عملیاتی - ریسک سیستماتیک - ریسک غیرسیستماتیک - ابزارهای تأمین مالی.

مقدمه

در طی دو دهه اخیر، شواهد حاصل از مطالعات انجام شده در پاره‌ای از کشورهای صنعتی، حاکی از این است که سرمایه‌گذاران و به طور کلی بازار سرمایه در مقابل اعلان عرضه سهام رایج^۱، عکس‌العمل منفی نشان می‌دهند. گروهی از نظریه‌پردازان، از جمله هیلی و

۱ - Seasoned Equity Offer Announcement: سهام جدید به دو صورت وارد بورس اوراق بهادار می‌شود:

اول - از طریق شرکت‌هایی که سهام آنها فعلاً^۲ به طور خاص در اختیار سرمایه‌گذاران گذارده می‌شود و تصمیم گرفته‌اند عرضه سهام خود را به طور عمومی و از طریق بورس اوراق بهادار انجام دهند، به این گونه از سهام جدید، سهام غیررایج (Unseasoned) اطلاق می‌شود.

دوم - نوع دیگر انتشار سهام جدید توسط شرکت‌هایی است که در بورس فعال هستند و

پیلپو^۱ در توضیح این پدیده اظهار می‌کنند، تصمیم مدیران مبنی بر افزایش سرمایه از طریق عرضه سهام جدید، حاوی اطلاعات تازه‌ای از آینده شرکت به سرمایه‌گذاران می‌باشد.^۲ شناسایی تأثیر اعلان عرضه سهام رایج بر قیمت بازار سهام و تبیین علل آن از طرفی نزد

تصمیم گرفته‌اند که سرمایه خود را افزایش دهند به این گونه سهام جدید؛ سهام رایج می‌گویند. (Seasoned) (محمد اسماعیل فدایی نژاد، «بررسی کارآیی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه تحصیلی، دانشگاه تهران، ۱۳۷۳، ص ص ۱۲۱-۱۲۰).

1- P . M . Healy and k.G. Palepu ., "Earning and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers", *Journal of Accounting Research*, (Spring 1990), p. 25, 1990.

۲- در این زمینه دو توضیح دیگر نیز ارائه شده است:

اول - گروهی از نظریه‌پردازان از جمله، «مایکل جنسن»، عکس‌العمل منفی بازار سرمایه را در مقابل اعلان این رویداد، ناشی از «هزینه‌های نظارت و نمایندگی» می‌دانند. با فرض وجود تضاد منافع میان مدیران و سهامداران، مدیران به جای حداکثر کردن ثروت سهامداران، به دنبال کسب قدرت و اعمال کنترل بر شرکت هستند. همین امر موجب عکس‌العمل منفی بازار در قبال اعلان عرضه سهام جدید می‌گردد؛ چرا که با عرضه سهام جدید، وجوه نقد آزاد تحت کنترل مدیران و به تبع آن «هزینه‌های نظارت و نمایندگی» شرکت افزایش می‌یابد. برای کسب اطلاعات بیشتر رجوع شود به:

Micheal C. Jensen, " Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, (May 1986), pp. 323-29, 1986.

اما فرض ما بر این است که مدیران در جهت حفظ منافع سهامداران فعلی عمل می‌کنند، بنا بر این نظریه فوق را مورد بررسی قرار نمی‌دهیم.

دوم - دیدگاه دیگر این است که فروش سهام جدید، منحنی تقاضای آنها را به سمت پایین هدایت می‌کند و به این ترتیب موجب کاهش قیمت سهام می‌گردد. اما نظریه‌پردازان با این استدلال که قیمت سهام تنها به وسیله جریانهای نقدی مورد انتظار و میزان ریسک آنها تعیین می‌گردد، را رد می‌کنند.

صاحبنظران به لحاظ توسعه مطالعات نظری آتی در باره قیمت اطلاعات ناشی از اعلان رویداد مذکور و از طرف دیگر نزد سهامداران، سرمایه گذاران، تحلیلگران و مدیران مالی شرکتها به منظور اتخاذ تصمیمات مناسب، اهمیت ویژه‌ای یافته است.

اعلان عرضه سهام رایج و تغییرات قیمت سهام

طبق بعضی از مدل‌های علمی ارزیابی سهام، از جمله «مدل ارزشگذاری داراییهای سرمایه‌ای»^۱، قیمت سهام بر مبنای جریانهای نقدی آتی و نرخ بازده تعدیل شده بر اساس ریسک جریانهای نقدی مزبور، تعیین می‌گردد. بنا بر فرض صاحبنظران، جریانهای نقدی متعلق به سهام نیز در بلند مدت به قدرت سودآوری و عوامل رشد شرکت بستگی دارد.^۲ بنا بر این سود و ریسک آتی سهام را از مهمترین عوامل تعیین قیمت سهام می‌دانند و استدلال می‌کنند، تغییرات قیمت سهام را می‌توان به تغییرات مورد انتظار در سودهای آتی و یا تغییرات مورد انتظار در ریسک مربوط به آنها نسبت داد.^۳

هم زمان با اعلان عرضه سهام جدید، قیمت سهام شرکت‌های عرضه کننده سهام در بازار

1- Capital Asset Pricing Model, (CAPM).

2- Eldon S. Hendriksen, and M. E. Van Breda., " Accounting Theory", 5 th Ed., Homewood, IL. Ricard D. Irwin Inc., 1992, p. 320.

۳- یکی از روشهای مورد تأکید بنیادگراها (Fundamentalists) - صاحب نظرانی که پیرو روش تجزیه و تحلیل اساسی در ارزیابی سهام هستند - روش جریان سود (The Stream of Earning) است. طبق این روش، ارزش شرکت برابر با مجموع ارزش فعلی سودهای آینده شرکت است. نظریات بنیادگراها تماماً بر پایه منطق علمی استوار بوده و از تحقیقات دانشگاهی سرچشمه گرفته‌اند. به نظر این دسته از صاحب نظران ارزش هر سهم را می‌توان به طریق علمی تعیین نمود. (برای کسب اطلاعات بیشتر رجوع شود به: محمد اسماعیل فدایی نژاد، منبع سابق الذکر ص ۶۸).

4- P. M. Healy and K. G. Palepu., Op . Cit , p .28.

اوراق بهادار تغییر می‌یابد. بنا بر این، استدلال می‌شود اعلان رویداد مذکور حاوی اطلاعات تازه‌ای در باره سطوح سودهای آتی و یا ریسک مربوط به آنها است^۱. این نظریه مورد توجه صاحب‌نظران و محققان قرار گرفته و مبنایی برای مطالعات نظری و تجربی در باره ماهیت اطلاعات ناشی از اعلان عرضه سهام جدید شده است.

مبانی نظری ماهیت اطلاعات ناشی از اعلان عرضه سهام جدید

در باره ماهیت اطلاعات ناشی از اعلان عرضه سهام جدید، سه مدل اساسی توسط نظریه پردازان طراحی و ارائه شده است. در این مدلها فرض بر این است که اولاً، مدیران شرکتها در جهت حفظ منافع سهامداران فعلی عمل می‌کنند. ثانیاً، اعلان عرضه سهام جدید فقط در صورتی برای بازار سرمایه حاوی اطلاعات تازه‌ای است که اطلاعات مدیران در باره دورنمای آتی شرکت بیشتر و برتر از اطلاعات سرمایه گذاران بیرونی باشد^۲. این مدلها با فرضهای متفاوتی که در باره نحوه استفاده از وجوه حاصل از عرضه سهام جدید - از قبیل بازپرداخت بدهیهای موجود، تأمین مالی هزینه‌های سرمایه‌ای، جبران کمبود جریانهای نقدی عملیاتی - دارند به بررسی و تعیین ماهیت اطلاعات ناشی از اعلان رویداد مزبور می‌پردازند. توضیح مختصر این مدلها در ادامه بحث بیان می‌شود.

۱- همزمانی تغییر قیمت سهام (البته به صورت منفی و کاهش قیمت) با اعلان عرضه سهام راجع در مطالعات تجربی زیادی نشان داده شده است. در این زمینه می‌توان به مطالعه نظریه پردازان ذیل اشاره کرد:

A. Korwar (1983), P. Asquit, and D. Mullins (1986), W Mikkelson, and M. Partch (1986).

۲- فرض اخیر بر مفهوم اطلاعات نامتقارن (Concept of Asymmetric Information) استوار است. بدین معنی که مدیران شرکت، به طور طبیعی بیشتر از سرمایه گذاران بیرونی، در باره وضعیت واقعی سودآوری و سایر مسایل مربوط به شرکت اطلاع دارند.

۱ - مدل بازپرداخت بدهیهای موجود (مدل تغییر ساختار سرمایه)

هنگامی که وجوه حاصل از عرضه سهام جدید، برای بازپرداخت بدهیهای موجود^۱ مورد استفاده قرار می‌گیرد، اعلان عرضه سهام جدید اطلاعاتی در باره تغییر ساختار سرمایه شرکت به سرمایه گذاران ارائه می‌کند. داندلسون^۲ (۱۹۶۱)، دی انجلو و مازولیس^۳ (۱۹۸۰) اظهار می‌کنند با در نظر گرفتن مالیات و «هزینه آشفته‌گی مالی»^۴، تصمیم‌گیری در باره ساختار مطلوب سرمایه، مستلزم ایجاد توازن بین صرفه‌جویی مالیاتی (بالقوه) ناشی از افزایش اهرم مالی و هزینه‌های آشفته‌گی مالی می‌باشد. طبق این مدل شرکتهایی که انتظار دارند سود بیشتر و با ثباتی داشته باشند، تمایل دارند مبلغ بیشتری قرض کنند. چون می‌توانند از صرفه‌جویی مالیاتی هزینه بهره استفاده نمایند. بر عکس شرکتهایی که ریسک تجاری بالا و به همین دلیل سود متغیری دارند، مایلند مبلغ کمتری قرض کنند؛ زیرا استقراض اضافی، هزینه‌های آشفته‌گی مالی مورد انتظار را بیشتر از منافع مورد انتظار استقراض، افزایش می‌دهد. بدین ترتیب ساختار سرمایه شرکتها بر مبنای انتظارات مدیران آنها از سطوح سودهای آتی و میزان ریسک مربوط به آنها تعیین می‌گردد.

مازولیس^۵ (۱۹۸۳) دامنه این تجزیه و تحلیل را وسعت بخشیده است. وی استدلال

1- Retire Existing Debt

2- Gordon Donaldson ., " Corporate Debt Capacity", Boston: Division of Research, Harvard Business School, 1961.

3- H.De Angelo and R. Masulis, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation," *Jouranal of Financial Economics*, NO. 8 , pp. 3-29, 1980.

۴ - Financial Distress Costs : هزینه‌های آشفته‌گی مالی عبارت از هزینه‌های اداری و قانونی ورشکستگی، نظارت و نمایندگی، مخاطرات اعتباری و هزینه‌های کنترل وضعیت شرکت هستند و می‌توانند موجب کاهش ارزش شرکت گردند.

5- R. Masulis ., " The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", *Journal of Finance* , No. 38, pp.107- 26- 1983.

می‌کند در صورتی که اطلاعات یکسانی میان مدیران و سرمایه‌گذاران در باره آینده شرکت وجود نداشته باشد و مدیران گونه‌ای از ساختار سرمایه را انتخاب کنند که ثروت سهامداران را حداکثر سازد، تصمیم‌گیری در مورد تغییر ساختار سرمایه، برای سرمایه‌گذاران بیانگر این است که انتظارات مدیران تغییر یافته است. بنابراین عرضه سهام جدید برای کاهش اهرم مالی، حاکی از این است که مدیران انتظار دارند سود آتی شرکت کمتر یا دارای نوسان (ریسک) بیشتری نسبت به پیش‌بینی قبلی باشد.

۲ - مدل تأمین مالی سرمایه‌گذارانه‌های جدید

مایرز و مجلوف^۱ (۱۹۸۴) نشان داده‌اند، در صورتی که وجوه حاصل از عرضه سهام صرف هزینه‌های سرمایه‌ای گردد، اعلان عرضه سهام جدید حاوی اطلاعاتی در باره «ارزش دارایی‌های موجود»^۲ شرکت است. در مدل مایرز و مجلوف نیز فرض بر این است که مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران در باره ارزش شرکت، اطلاعات بهتری دارند و به نفع سهامداران فعلی عمل می‌کنند. مدیران هنگام تصمیم‌گیری در باره عرضه سهام و اجرای پروژه جدید، بین ارزش پروژه جدید و نقل و انتقال بالقوه ثروت میان سهامداران فعلی و جدید، تعادل برقرار می‌سازند. این امر اطلاعات برتری در زمینه بیشتر یا کمتر از حد واقعی ارزشگذاری شدن شرکت به مدیران ارائه می‌کند.

به نظر مایرز و مجلوف، مدیران هنگامی به فروش سهام جدید تمایل نشان می‌دهند که پیش‌بینی کنند جریانهای نقدی حاصل از دارایی‌های شرکت کمتر یا پرمخاطره‌تر از پیش‌بینی بازار خواهد بود. به تدریج سرمایه‌گذاران از قاعده تصمیم‌گیری مدیران مطلع می‌شوند و اعلان

1- S.C. Myers and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, No. 13, pp. 187- 221, 1984.

2- Assets - in - place

عرضه سهام جدید را یک «خبر بد»^۱ تلقی می‌کنند.

۳- مدل جبران کمبود جریانهای نقدی عملیاتی

سومین مورد استفاده از وجوه حاصل از عرضه سهام جدید، «جبران کمبود جریانهای نقدی عملیاتی»^۲ است. میلر و راک (۱۹۸۵)^۳ این وضعیت را بررسی کرده، فرض می‌کنند سیاستهای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت ثابت هستند و مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران، در باره جریانهای نقدی عملیاتی دوره جاری اطلاعات برتری دارند. با فرض یکسان بودن منابع و مصارف وجوه نقد، سرمایه‌گذاران عرضه سهام توسط شرکتها را این طور تفسیر می‌کنند که مدیران پیش‌بینی کرده‌اند سود شرکتهای تحت مدیریتشان در حال کاهش است.

در نتیجه مازولیس، مایرز و مجلوف پیش‌بینی می‌کنند، اعلان عرضه سهام جدید برای سرمایه‌گذاران اطلاعاتی در باره سطوح سودهای آتی و یا میزان ریسک مربوط به آنها ارائه می‌کند. اما پیش‌بینی میلر و راک، مبنی بر اینکه اطلاعات ناشی از اعلان رویداد مذکور فقط در باره سطح سود می‌باشد، یک پیش‌بینی خاص است.

مروری بر مطالعات قبلی

مطالعات تجربی در باره افزایش سرمایه از طریق عرضه سهام جدید، با مطالعه آثار و نتایج عرضه سهام غیررایج^۴ در سال ۱۹۷۲ توسط مک‌دانلد و فیشر^۵ آغاز گردید. آنها در

1- Bad News

2- To Fund Shortfalls in Operating Cash Flows

3- H. M. Miller and K. Rock ., "Dividend Policy Under Asymmetric Information ",
Journal of Finance , No .40, p. 1038, 1985.

4- Unseasoned

5- I.G. Mc Donald and A. K. Fisher., "New Issue Stock Price Behavior", The Journal

مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که عرضه سهام غیر رایج تأثیر مثبت بر قیمت سهام دارد. بررسی آثار عرضه سهام رایج^۱ با تحقیق پروفیسور اسمیت (۱۹۷۷) شروع شد. ایشان در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که رویداد مذکور تأثیر منفی بر قیمت سهام دارد. در این زمینه کوروار^۳ (۱۹۸۳)، مازولیس^۴ (۱۹۸۳)، اسکیت و مولینز^۵ (۱۹۸۶) نیز تحقیق های تجربی مشابهی را انجام داده اند. نتایج بدست آمده، همگی حکایت از عکس العمل منفی بازار سرمایه در قبال اعلان عرضه سهام رایج دارند.

علی رغم وجود تحقیقات تجربی متعدد در باره آثار اعلان عرضه سهام رایج، اینگونه تحقیق ها در باره ماهیت اطلاعات ناشی از اعلان رویداد مذکور، بسیار محدود است.

میکلسون و پارش^۶ (۱۹۸۶) طی یک مطالعه تجربی سعی داشتند در باره محتوای اطلاعاتی اعلان عرضه سهام رایج، شواهد عینی بدست آورند. چون مشاهده مستقیم اطلاعات ناشی از تصمیم مدیران مبنی بر عرضه سهام جدید مشکل است، آنها در تحقیق خود از رابطه مقطعی^۷ آثار عرضه سهام جدید بر قیمت بازار سهام و جانشین های اطلاعات خصوصی مدیران استفاده نمودند. آنها به این نتیجه رسیدند که اعلان عرضه سهام جدید، حاوی اطلاعاتی در باره دورنمای آتی سود، ارزش داراییهای شرکت و یا فرصتهای سرمایه گذاری آن

of Finance , (March 1972), pp. 97-102, 1972.

1- Seasoned

2- W.C. Smith, jr ., " Alternative Methods for Raising Capital :Rights Versus Underwritten Offerings", *Journal of Financial , Economics*, No. 5, p p. 273-307. 1977.

3- A.N. Korwar

4- R. Masulis

5- P. Asquit and W. Mullins

6- W. Mikkelson and M. Partch., " Valuation Effects fo Security Offerings and the Issuance Procces", *Journal of Financial Economics* , No. 15, pp. 31-60, 1986.

7- Cross- Sectional Relation

نمی‌باشد^۱. اما یافته‌های میکلسون و پارش، جامعیت لازم را ندارند؛ به دلیل اینکه متغیرهایی که آنها در تجزیه و تحلیل مقطعی^۲ مورد استفاده قرار داده‌اند، به احتمال زیاد جانشین‌های ضعیفی برای اطلاعات خصوصی مدیران بوده‌است.

هیلی و پیلپو^۳ نیز در سال ۱۹۹۰ به بررسی تجربی محتوای اطلاعاتی اعلان عرضه سهام رایج پرداختند و به این نتیجه رسیدند که اولاً، اعلان عرضه سهام جدید حاوی اطلاعات تازه‌ای از دورنمای آتی شرکت به سرمایه‌گذاران است. ثانیاً اطلاعات مزبور به جای اینکه در باره سطوح سودهای آتی شرکت باشد، در باره ریسک سیستماتیک سهام آن است. آنها در تفسیر یافته‌های خود بیان می‌کنند، هنگامی که مدیران پیش‌بینی می‌کنند سود شرکت تحت مدیریتشان در اثر بالا رفتن ریسک تجاری، نوسان بیشتری خواهد داشت، به منظور کاهش ریسک کلی و اهرم مالی شرکت، اقدام به عرضه سهام می‌نمایند. سرمایه‌گذاران تشخیص داده‌اند که مدیران اطلاعات بهتری از آینده شرکت دارند و اعلان عرضه سهام را مطابق با این تشخیص تفسیر کرده، ریسک داراییها و سهام شرکت را در حال افزایش در نظر می‌گیرند و در مقابل آن عکس‌العمل منفی نشان می‌دهند.

تغییرات قیمت سهام و اعلان عرضه سهام جدید در ایران

بسیاری از کشورهای در حال توسعه، از جمله کشور ما در طی دو دهه گذشته دریافته‌اند که

۱- آنها متغیرهای زیر را به عنوان جانشین اطلاعات خصوصی مدیران در نظر گرفته‌اند:

- ۱- خالص مبلغ حاصل از عرضه سهام جدید.
- ۲- نسبت عرضه سهام جدید به کل سرمایه شرکت (اندازه عرضه سهام جدید)
- ۳- دلیل ذکر شده از طرف مدیران شرکت برای عرضه سهام جدید (در باره نحوه استفاده از وجوه حاصل).

2- Cross - Sectional Analysis

3- P. M. Healy and K.G. Palepu. Op. Cit., p. 47.

ایجاد مؤسسات مالی و بازارهای سرمایه برای تأمین نیاز مالی شرکتها و رشد اقتصادی ضرورت دارد. به علاوه در این کشورها در دهه گذشته موج خصوصی‌سازی گسترش یافته است. به دنبال این رویدادها، بسیاری از کشورهای مذکور گامهای مهمی در توسعه بازار سرمایه داخلی خود برداشته‌اند. اما یکی از مشکلات اساسی رشد و توسعه بازار سرمایه در این کشورها، فقدان دانش عمومی در باره فرآیند تعیین قیمت اوراق بهادار از جمله سهام عادی، عوامل مؤثر بر قیمت آنها و تفسیر درست رویدادهایی از قبیل اعلان افزایش سرمایه از طریق عرضه سهام جدید است. جبران دست کم گوشه‌ای از کمبودهای فوق به منظور بهبود شرایط توسعه فعالیتهای بازار سرمایه، انگیزه‌ای بود تا با استفاده از دانش و تجربیات موجود در سطح دنیا، آثار اعلان عرضه سهام جدید و عکس‌العمل سرمایه‌گذاران را در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داده و شواهد عینی در باره ماهیت اطلاعاتی ناشی از اعلان رویداد مذکور را به دست آوریم.

به منظور دستیابی به اهداف تحقیق، ما تغییرات تحقق یافته در سود و ریسک سهام را بعد از اعلان رویداد، به عنوان نماینده‌ای برای اطلاعات استنتاج شده به وسیله بازار مورد بررسی قرار می‌دهیم. چنانچه تجدید نظر در قیمت بازار سهام در اثر اعلان عرضه سهام جدید، مبنایی برای برآورد بدون تورش از تغییر سود آتی یا تغییر ریسک باشد، تحقق این تغییرات بعد از اعلان رویداد، شواهد مستقیمی از ماهیت اطلاعات استنتاج شده به وسیله بازار بدست می‌دهد. بدین ترتیب تغییر قیمت بازار سهام را در زمان اعلان عرضه سهام جدید، می‌توان به تغییر مورد انتظار در سود سالهای بعد از اعلان رویداد و یا به تغییر مورد انتظار در ریسک شرکت نسبت داد. آزمونهای تجربی ما طوری طراحی شده‌اند که این دو شیوه را از هم متمایز کنند.

در باره چگونگی تأثیر اعلان عرضه سهام جدید بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، اطلاعی موجود نبود. بنا بر این آزمون متفاوت بودن قیمت مبادله سهام در قبل و بعد از اعلان رویداد، می‌توانست مفید باشد. بدین منظور با استفاده از مدل‌های علمی، قیمت تئوریک سهام بعد از اعلان رویداد برای شرکتهای عرضه‌کننده سهام محاسبه و با قیمت اولین معامله سهام بعد از اعلان رویداد مقایسه می‌شود. چنانچه اعلان عرضه سهام جدید بر قیمت بازار

آنها تأثیر بگذارد، انتظار می‌رود قیمت تئوریک و قیمت اولین معامله سهام بعد از اعلان رویداد، متفاوت باشد. در این مورد آزمون وجود بازده غیرعادی (تجمعی) در هفته‌های پیرامون هفته اعلان رویداد نیز می‌تواند دلیل دیگری بر تأثیر اعلان عرضه سهام جدید بر قیمت بازار سهام باشد.

بعد از معلوم شدن نحوه تأثیر اعلان عرضه سهام بر قیمت سهام، لازم است دلایل آن تبیین گردد. بدین منظور با استفاده از مدل بازار ویلیام شارپ^۱، ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک سهام برای دوره‌های قبل و بعد از اعلان رویداد محاسبه و با یکدیگر مقایسه می‌شوند. چنانچه تأثیر اعلان رویداد بر قیمت سهام ناشی از تغییرات مورد انتظار در ریسک سهام باشد، انتظار می‌رود میزان این متغیرها در دوره‌های قبل و بعد از اعلان رویداد متفاوت باشند. همچنین لازم است تغییرات سود در سالهای پیرامون تاریخ اعلان رویداد، مورد بررسی قرار گیرد. چنانچه تأثیر اعلان رویداد بر قیمت سهام ناشی از تغییرات مورد انتظار در سطوح سودهای آتی باشد، انتظار می‌رود سطوح سود شرکتهای مورد مطالعه در سالهای قبل و بعد از اعلان رویداد متفاوت باشند.

مقایسه میانگین و میانه متغیرهای فوق‌الذکر را به ترتیب آزمون^۲ استودنت برای دو گروه وابسته و آزمون رتبه‌های علامت‌دار ویلکاکسون^۳ امکان‌پذیر می‌سازد.

یافته‌های تحقیق

از مجموع آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل میانگین و میانه اطلاعات مربوط به قیمت

1- Sharpe W.F., "Portfolio Theory and Capital Markets", New York: McGraw - Hill, 1970.

2- Wilcoxon Signed- Ranks Test.

۳- برای اطلاع بیشتر رجوع شود به: جواد رضازاده، «تغییرات قیمت سهام، سود و ریسک شرکت پیرامون تاریخ عرضه سهام جدید»، پایان‌نامه تحصیلی، تهران، دانشگاه تربیت مدرس، ۱۳۷۴.

سهام، ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک و سودهای (قبل از اقلام غیرمترقبه، عملیات متوقف شده و مالیات) گزارش شده شرکت‌های منتخب بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۶۸ لغایت ۱۳۷۳، نتایج زیر حاصل شده است:

۱ - بعد از اعلان افزایش سرمایه از طریق عرضه سهام جدید، قیمت سهام شرکت‌های عرضه‌کننده سهام در بازار اوراق بهادار افزایش یافته است. آزمون‌های مقایسه (میانگین و میانه) قیمت بازار سهام در تاریخهای قبل و بعد از اعلان رویداد و همچنین آزمون وجود بازده غیرعادی در هفته‌های پیرامون هفته اعلان رویداد، حاکی از افزایش فوق‌العاده در قیمت بازار سهام شرکت‌های مذکور است. نتیجه اینکه در بورس تهران اعلان عرضه سهام جدید، خبری خوب تلقی شده و سرمایه‌گذاران در مقابل آن عکس‌العمل مثبت نشان داده‌اند.

۲ - ریسک سیستماتیک سهام شرکت‌های مورد مطالعه در سال بعد از اعلان رویداد نسبت به سال قبل دارای کاهش جزئی است. این کاهش بر اساس آزمون‌های آماری معنی‌دار نیست. بنابراین افزایش قیمت سهام شرکت‌های مذکور را بعد از اعلان رویداد، نمی‌توان به کاهش ریسک سیستماتیک سهام نسبت داد.

۳ - ریسک غیرسیستماتیک سهام شرکت‌های مورد مطالعه، در سال بعد از اعلان رویداد نسبت به سال قبل دارای کاهش جزئی است. این کاهش نیز از نظر آماری، معنی‌دار نیست. بنابراین افزایش قیمت سهام شرکت‌های مذکور را بعد از اعلان رویداد، نمی‌توان به کاهش ریسک غیرسیستماتیک سهام نسبت داد.

۴ - سود شرکت‌های عرضه‌کننده سهام، در سال بعد از اعلان رویداد، نسبت به سال قبل دارای افزایش معنی‌داری است. بنا بر این افزایش قیمت سهام شرکت‌های مذکور را بعد از اعلان رویداد، می‌توان به افزایش سطح سود جاری آنها نسبت داد.

به طور خیلی مختصر یافته‌های تحقیق را بدین شرح می‌توان تفسیر کرد: در بازار سرمایه ایران، اعلان افزایش سرمایه از طریق عرضه سهام جدید، حاوی اطلاعات تازه و مساعدی از دورنمای آتی شرکت به سرمایه‌گذاران می‌باشد؛ به همین دلیل همزمان با آن قیمت سهام شرکت‌های عرضه‌کننده سهام، در بازار اوراق بهادار افزایش می‌یابد. اطلاعات مذکور به جای اینکه در باره ریسک آتی سهام باشد، در باره سطوح سودهای آتی شرکت‌های مذکور است.

پیشنهادها

این پژوهش، گامی اولیه در جهت شناسایی تجربی تأثیر اعلان عرضه سهام جدید بر قیمت سهام شرکتهای عرضه کننده سهام و پذیرفته شده در بورس تهران است. محور و نقطه تمرکز آن، تعیین ماهیت اطلاعات ناشی از اعلان عرضه سهام جدید بوده است. شناخت عکس العمل سرمایه گذاران در مقابل خبر مذکور و تعیین ماهیت اطلاعات ناشی از آن، مستلزم پژوهشهای بیشتری است. اما یافته های این پژوهش با نتایج بعضی از مطالعات مشابه در پاره ای از کشورهای پیشرفته صنعتی، تفاوتی دارد. محورهای زیر به عنوان دلایل احتمالی اختلاف یافته ها، در قالب پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی، قابل ذکر است:

۱- در طی چند سال اخیر، افزایش نرخ ارز و سطح عمومی قیمتها در اقتصاد کشور باعث افزایش میزان سرمایه مورد نیاز در شرکتهای شده است. افزایش نیاز به سرمایه در شرایطی روی داده است که بانکها نیز منابع مالی بسنده برای تأمین نیاز مالی شرکتهای ندارند. از طرف دیگر بانکها در چارچوب سیاستهای تعدیل اقتصادی دست به افزایش نرخ بهره و رساندن آن به نرخ تعادلی زده اند. بنابراین، افزایش نیاز مالی شرکتهای در اثر افزایش نرخ ارز و سطح عمومی قیمتها، عدم کفایت منابع مالی بانکها و افزایش هزینه وامها و اعتبارات بانکی می توانند دلیلی بر انتخاب روش انتشار و فروش سهام برای تأمین نیازهای مالی توسط شرکتهای ایرانی باشند. تأثیر موارد فوق بر تصمیمات تأمین مالی مدیران شرکتهای در ایران، موضوعی قابل مطالعه است.

۲- در کشورهای پیشرفته صنعتی، مؤسسات مالی دیگری مانند شرکتهای بیمه، صندوقهای بازنشستگی، سازمانهای تأمین اجتماعی و مؤسساتی که نقش واسطه مالی ایفا می کنند، وجود دارند که سهم چشمگیری در دادن وام و اعتبار و تسهیلات به شرکتهای دارند. متأسفانه در ایران این گونه مؤسسات در این زمینه ها فعالیتی ندارند و بازار مالی در ایران رشد

۱- علی جهانخانی، «شیوه های تأمین مالی شرکتهای در شرایط کسوفی بازار سرمایه ایران» حسابدار، شماره ۱۰۸-۱۰۷، ص ۲۱، ۱۴۷۳.

نکرده است^۱. باید تأثیر عدم فعالیت این مؤسسات در زمینه اعطای وام و اعتبار بر تصمیمات تأمین مالی مدیران شرکتها، مورد مطالعه و بررسی قرار گیرد.

۳ - جای یکی از مهمترین ابزارهای تأمین مالی، در شکل‌های ابداعی و ابتکاری که می‌تواند داشته باشد به نام اوراق قرضه یا اوراق مشارکت در بازار سرمایه کشور، به ویژه در بورس اوراق بهادار تهران خالی است. هر چند از این ابزار در بازار خارج از بورس اوراق بهادار، در مواردی استفاده شده است، اما دامنه آن خیلی محدود و جزئی است. بنا بر این استفاده از این ابزار برای تأمین نیازهای مالی توسط شرکتهای ایرانی تقریباً تاکنون ناممکن بوده است. این خود می‌تواند دلیل دیگری برای روی آوردن شرکتهای ایرانی به انتشار سهام عادی باشد.

به طور کلی صاحب‌نظران و محققان در مطالعات خود نشان داده‌اند که در هر سه مدل مربوط به نحوه استفاده از وجوه حاصل از عرضه سهام جدید (شامل بازپرداخت بدهیهای موجود، تأمین مالی هزینه‌های سرمایه‌ای و سایر موارد)، مدیران وقتی پیش‌بینی می‌کنند که سودهای آتی شرکت کمتر از پیش‌بینی قبلی و یا دارای نوسان (ریسک) بیشتری خواهد بود، اقدام به عرضه سهام جدید می‌نمایند. هدف آنها کاهش هزینه‌های آشفستگی مالی ناشی از ورشکستگی و ریسک کلی شرکت است.

اما یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که کاهش هزینه‌های آشفستگی مالی و ریسک کلی شرکت نمی‌تواند هدف مدیران شرکتهای ایرانی در خصوص تأمین مالی از طریق عرضه سهام جدید باشد. به نظر می‌رسد یکی از دلایل اصلی بروز نیازهای مالی برای این شرکتها، قابلیت توسعه عملیات آنهاست. وقتی مدیران شرکتها پیش‌بینی می‌کنند، سودهای آتی در حال رشد دارند که ناشی از وجود بازارهای خوب برای محصولات آنهاست، به منظور توسعه عملیات شرکت تحت مدیریت خود، با نیازهای مالی مواجه می‌شوند. با در نظر گرفتن مشکلات اخذ وام از بانکها و عدم کفایت منابع بانکها، عدم وجود مؤسسات مالی گسترده و فعال در بازار سرمایه کشور، فقدان اوراق قرضه (اوراق مشارکت) در بازار سرمایه، مدیران به آخرین روش

تأمین مالی یعنی انتشار سهام عادی روی می‌آورند. افزایش قیمت سهام این شرکتها را نیز بعد از اعلان عرضه سهام جدید، می‌توان به تفسیر درست محتوای اطلاعاتی آن به وسیله سرمایه‌گذاران، نسبت داد.

منابع و مأخذ

- ۱ - جهانخانی علی، «شیوه‌های تأمین مالی شرکتها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران»، حسابدار، شماره ۱۰۸-۱۰۷، ص ص ۲۷-۲۰، ۱۳۷۳.
- ۲ - فدایی نژاد محمد اسماعیل، «بررسی کارآیی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه دکتری، تهران، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی دانشگاه تهران، ۱۳۷۳.
- ۳ - سالنامه و نشریه هفتگی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، از سال ۱۳۶۸ لغایت ۱۳۷۳.
- 4- Asquit P. and D. W. Mullins., " Equity Issus an Offering Dilution", *Journal of Finacial Economics*, No. 15, pp. 61- 89, 1986.
- 5- De Anglo H. and R. Masulis ., " Optimal Capital Structrue Under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*. No. 8, pp. 3-29, 1980.
- 6- Donaldson Gordon ., "**Corporate Debt Capacity**", Boston: Division of Research, Harvard Business School, 1961.
- 7- Healy M . p . and K.G. Palepu., " Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers", *Journal of Accounting Research* , (Spring 1990), pp. 25- 48, 1990.
- 8- Hendriksen E.S. and M. F. Van Breda ., " **Accounting Theory**", 5th ed., Homewood IL., Richard D. Irwin Inc., 1992.
- 9- Jensen C. Michael ., " Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*. (May 1986), pp. 323- 29, 1986.
- 10- Masulis R., " The Impact of Capital Structure Change on Firm Value : Some Estimates", *Journal of Finance*, (March 1983) , pp. 107- 26, 1983.

- 11- Mc Donald J. G. and A.K. Fisher., "New Issue Stock Price Behavior", *The Journal of Finance*, (March 1972), pp. 97-102, 1972.
- 12- Mendenhall W. and J.E. Reinmuth . and R. Beaver., " *Statistics for Management and Economics* ", 6th Ed., Boston, PWS- KENT Pub. Co 1984.
- 13- Mikkelson W. and M. Partch., " Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process ", *Journal of Financial Economics*, No. 15, pp. 31- 60, 1986.
- 14- Miller H.M. and K. Rock .. " Dividend Policy Under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, (September 1985), pp. 1031- 51, 1985.
- 15- Myers S.C. and N. Majluf., " Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, No. 13, pp. 187-221. 1984.
- 16- Sharpe W. F., " Portfolio Theory and Capital Markets", New York : McGraw - Hill, 1970.
- 17- Smith C. jr .," Alternative Methods for Raising Capital : Rights Versus Underwritten Offerings ", *Journal of Financial Economics*, No. 5, pp. 309- 328, 1977.