

بررسی اثر انتشار حق تقدم بر بازده سود سهام در بازار اوراق بهادار تهران^(۱)

محمود یحیی زاده فر*

اسمعیل ابونوری**

چکیده

برای بررسی اثر انتشار حق تقدم بر بازده سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران از اطلاعات تلفیقی (Panel Data) استفاده شده است. برای این منظور با استفاده از نمونه‌گیری طبقه‌ای تصادفی، اطلاعات شرکت‌های نمونه در دوره‌ی ۱۳۷۹-۱۳۸۰ جمع‌آوری و سازمان‌دهی شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق حاکی از آن است که انتشار حق تقدم اثر مثبت و معنادار بر بازده سود سهام شرکت‌ها نداشته است. هم‌چنین، میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که از طریق حق تقدم اقدام به افزایش سرمایه کرده‌اند با میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار نکرده‌اند، تفاوت معناداری وجود نداشته است.

واژه‌های کلیدی:

حق تقدم، بورس اوراق بهادار تهران، بازده سود سهام، انتشار سهام، سهامداران

۱- مقدمه

بناگاه‌های اقتصادی به منظور تأمین منابع مالی مورد نیاز خود از ابزارهای متفاوت استفاده می‌کنند. آن‌ها برای نیازهای مقطعی و کوتاه مدت اقدام به انتشار اوراق قرضه‌ی کوتاه مدت کرده، یا از تسهیلات اعتباری کوتاه مدت استفاده می‌کنند. هم

* ستادیار دانشگاه مازندران

** دانشیار دانشگاه مازندران

چنین برای تأمین منابع مالی سرمایه‌ای برای اجرای طرح‌های توسعه‌ای اقدام به انتشار سهام جدید و یا انتشار حق تقدم از محل اندوخته‌ها و مطالبات و آورده‌های نقدی سرمایه‌گذاران می‌کنند. شرکت‌هایی که فرصت رشد برای آن‌ها مهیا می‌باشد و از نظر سودآوری در وضعیت مناسبی قرار دارند، سعی می‌کنند تا فعالیت‌های خود را توسعه دهند و تمام تلاش خود را جهت کسب سود بیشتر و افزایش بازده سهامداران به کار برند. شرکت‌ها برای تأمین مالی و کسب نقدینگی از منابع مالی داخلی و خارجی استفاده می‌کنند. حق تقدم سهام نیز یکی از منابع تأمین مالی خارجی شرکت بوده که بر اساس آن در صورت افزایش سرمایه، سهامداران فعلی در دوره‌ای مشخص در خرید تعداد معینی از سهام به قیمت اسمی حق تقدم دارند. به این معنی که سهامداران شرکت در خرید سهام جدید نسبت به دیگران در اولویت قرار دارند. اکثر شرکت‌ها در صورت نیاز به پول بیشتر و بالا بردن قدرت وام‌گیری خود اقدام به افزایش سرمایه می‌کنند. چنانچه افزایش سرمایه از طریق انتشار سهام جدید انجام شود، طبق قانون تجارت اولویت خرید سهام جدید به سهامداران موجود داده می‌شود. بنابراین اکثراً افزایش سرمایه از سوی سهامداران قبلی تأمین می‌گردد. چنانچه قسمتی از حق تقدم به وسیله‌ی سهامداران قبلی استفاده نشود، می‌توان آن‌ها را به ارزش روز فروخت. بنابراین، واگذاری حق تقدم سهام یکی از روش‌های کسب نقدینگی جهت توسعه‌ی فعالیت‌ها و اجرای طرح‌های آتی است.

فرضیه‌های تحقیق

- ۱- میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار داده‌اند با میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار نداده‌اند، متفاوت است.
 - ۲- انتشار حق تقدم اثر مثبت بر بازده سود سهام شرکت‌ها دارد.
- هدف از این تحقیق ارزیابی آثار انتشار حق تقدم بر عواید ناشی از قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران است. برای این منظور از اطلاعات تلفیقی حاصل از نمونه‌گیری طبقه‌ای تصادفی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون تفاوت میانگین‌ها به

صورت زوجی استفاده شد. بازده سود سهام از تقسیم سود هر سهم (EPS) بر قیمت بازار سهم (E/P) به دست آمده است.

۲- مروری بر پیشینه‌ی موضوع تحقیق

تصمیم در مورد تأمین مالی و انتشار سهام یکی از موضوع‌های مهم شرکت‌ها است که تحقیقات زیادی در مورد آن انجام گرفته است. در بررسی مایرز و ماجلوف (Mayers and Majluf, 1984) در تأمین مالی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری، این فرضیه را که مدیریت اطلاعات بهتری نسبت به سرمایه‌گذاران درباره‌ی ارزش شرکت در اختیار دارد را آزمون کردند. آن‌ها نشان دادند که مدیریتی که اطلاعات بهتری را داراست، می‌تواند به نفع سهامداران موجود از طرح‌هایی که دارای ارزش فعلی خالص مثبت هستند چشم‌پوشی کند. اگر دارایی‌های شرکت به قیمت پایین در بازار قیمت‌گذاری شود، آسیب بدبینی به سهامداران موجود از منفعت حاصل از طرح‌ها با ارزش فعلی خالص مثبت بیشتر خواهد بود و مدیریت سرانجام تمایل به انتشار سهام از خود نشان نمی‌دهد. از طرف دیگر تصمیم به انتشار سهام جدید و سرمایه‌گذاری در طرح می‌تواند این پیام را به همراه داشته باشد که دارایی‌هایی که قیمت‌گذاری بیش از حد شده‌اند و یا زیر قیمت ارزیابی شده‌اند منجر به انتخاب نادرست می‌شود. بنابراین، اعلام انتشار سهام تأثیر منفی بر قیمت سهام دارد.

تئوری ترجیحی مایرز (Mayers, 1984) می‌گوید که شرکت‌ها دلایل خوبی برای اجتناب از تأمین مالی و سرمایه‌گذاری واقعی از طریق انتشار سهم عادی یا سایر اوراق بهادار مخاطره‌آمیز دارند. شرکت‌ها نمی‌خواهند با مشکلاتی از قبیل نپذیرفتن طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت یا انتشار سهام با قیمت پایین مواجه شوند. شرکت‌ها در تقسیم سود به گونه‌ای عمل می‌کنند که نیازمندی‌های سرمایه‌گذاری از طریق وجوه داخلی شرکت تأمین گردد. با نگهداری وجوه کافی ناشی از سود شرکت در جهت حفظ بدهی در سطح قابل اطمینان، شرکت‌ها از هزینه‌های مالی جلوگیری و قدرت استقراض خویش را حفظ می‌کنند. بنابراین، آن‌ها می‌توانند اوراق قرضه‌ی مطمئنی برای تأمین مالی طرح‌های سودآور منتشر کنند. براساس تئوری ترجیحی شرکت‌ها سرمایه‌گذاری‌هایشان را به طور آرام و آهسته تأمین مالی خواهند کرد.

میلر و راک (Miler, Merton h. and Rock, Kevin, 1985)، معتقدند که مدیران در مقایسه با سهامداران آگاهی بیشتری از جریان‌های نقدی آتی شرکت دارند. اما این عدم تقارن اطلاعاتی درباره‌ی سطح سرمایه‌گذاری برنامه‌ریزی شده و ارزش دارایی‌های شرکت به شرط وجود جریان‌های نقدی فعلی نیست. در مدل آن‌ها تصمیم غیرمنتظره انتشار سهام و بازپرداخت بدهی اخبار بدی محسوب می‌شود و در نتیجه عکس‌العمل منفی سهام را به دنبال دارد. مسأله‌ی انتخاب نادرست و زمان‌بندی انتشار اوراق بهادار جدید از مباحث فرضیه علامت‌دهی (Signalling) لوکاس و مک دونالد (Lucas, Deborah j. and mcdonald, 1990) است. آن‌ها مدل اطلاعات نامتقارن را با افق نامحدود حاصل از تصمیم انتشار سهام ارائه و اعلام کردند که انتشار سهام بعد از افزایش غیر عادی قیمت در بازار و بازده مثبت غیر عادی سهام صورت می‌گیرد و قیمت سهام با اعلام انتشار کاهش می‌یابد. به این معنی که اگر مدیران کاملاً به نفع سهامداران تصمیم‌گیری کرده و سهام را ضرورتاً جهت تأمین مالی طرح‌ها منتشر کنند و نیز اگر هزینه‌ی زیادی را انتظار نداشته باشد، شرکت‌هایی با ارزش کمتر از حد تعیین شده در بازار، تا زمانی که قیمت‌گذاری پایین‌تر از حد را اصلاح نکنند، انتشار سهام را به تأخیر خواهند انداخت. از طرف دیگر شرکت‌هایی با ارزش بیش از حد تعیین شده در بازار فوراً سهام منتشر می‌کنند. این رفتار زمان‌بندی شده اشاره به این نکته دارد که شرکت‌ها با ارزش بیش از حد قبل از اعلام انتشار سهام عملکرد متوسطی خواهند داشت، زیرا آن‌ها به علت دریافت یک طرح، فوراً سهام منتشر می‌کنند. شرکت‌هایی که زیر قیمت، قیمت‌گذاری شده‌اند و تا زمانی که قیمت افزایش نیابد، نسبت به انتشار سهام اقدام نخواهند کرد. با این دو مسیر قیمت‌گذاری، شرکت‌ها به طور متوسط بازده غیرطبیعی مثبتی کسب می‌کنند و قیمت سهم ممکن است به علت قیمت‌گذاری بالای سهم در زمان اعلام انتشار سهام کاهش یابد. جنسن و میکلینگ (Jensen and Meckling, 1976) اعتقاد دارند که انتشار سهام جدید دارای هزینه‌ی نمایندگی است. اگر مدیران مالک تمامی سهام شرکت نباشند، با ایجاد شکاف بین منافع مدیران و سرمایه‌گذاران شرکت، هزینه‌های نمایندگی به وجود می‌آید. مدیران تنها بخشی از هزینه‌های منافع غیرمالی ناشی از افزایش مطلوبیت را تحمل خواهند کرد. در حالت تعادل، به دلیل این که سرمایه‌گذاران انتظار چنین رفتارهایی را

از مدیران دارند، ارزش شرکت کاهش می‌یابد و آن‌ها تنها قیمت واقعی را خواهند پرداخت. بنابراین، تمام هزینه‌های نمایندگی به کارآفرینانی که سهام منتشر می‌کنند، منتقل می‌شود. چنین چیزی برای تأمین مالی از طریق انتشار سهام جدید به سرمایه‌گذاران به کار می‌رود. بنابراین، فروش سهام، هزینه‌های نمایندگی سهام را افزایش داده و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. کاهش در ارزش بازار که با هزینه‌ی نمایندگی ایجاد می‌شود، اغلب خسارت باقیمانده (Loss residual) نامیده می‌شود و نشان‌دهنده‌ی کل هزینه‌های نمایندگی ایجاد شده از طریق فروش سهام به سرمایه‌گذاران است. مدل لی‌لند و پایل (Leland and Pyle, 1977) فرض می‌کنند که بخشی از سهام شرکت که به وسیله‌ی مدیریت نگهداری می‌شود، بیان‌کننده‌ی کیفیت شرکت می‌باشد. زیرا تمایل مدیران به سرمایه‌گذاری در شرکت خودشان نشانه و علامت مطمئنی برای سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش واقعی طرح می‌باشد. مالکیت مدیریت، موضوع مهمی است و با عکس‌العمل‌های قیمت بعد از اعلام انتشار سهم منعکس خواهد شد. لی‌لند و پایل بر هزینه‌های نمایندگی در پیش‌بینی عکس‌العمل‌های بازار نسبت به انتشار سهام تأکید دارند. مدیران، نمایندگان سهامداران هستند و چون هر دو طرف به نفع شخصی خود توجه دارند، تعارضات جدی بین آن‌ها بر سر انتخاب استراتژی شرکت به وجود می‌آید. بنابراین، عکس‌العمل بازار به اعلام انتشار سهام به ارزیابی سرمایه‌گذاران بالقوه بستگی دارد که احتمال می‌دهند سرمایه‌ی به دست آمده در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری گردد. براساس تئوری جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶)، مدیران به علت این که شرکت‌ها منافع مالی و غیرمالی بیشتری برای مدیران‌شان ایجاد می‌کنند، دارایی‌های تحت کنترلشان را افزایش می‌دهند؛ حتی اگر انجام چنین کاری موجب کاهش ارزش شرکت شود. افزایش در انعطاف‌پذیری مالی متأثر از انتشار سهام جدید، امکان کنترل جریان نقدی آزاد را به مدیران می‌دهد و ممکن است به‌طور واقعی کاهش ارزش شرکت را به همراه داشته باشد. اسکولس (Scholes, 1972) مدلی را ارائه داد که قیمت سهام به هنگام اعلام انتشار آن‌ها ممکن است کاهش یابد، زیرا تقاضا برای اوراق بهادار خاص دارای شیب نزولی (کاهش) است. این فرضیه پیش‌بینی می‌کند که افزایش در سهام عادی از طریق انتشار سهام جدید، منجر به کاهش دائمی

قیمت سهام می‌شود و میزان درصد کاهش قیمت سهام رابطه‌ی مثبت با مقدار انتشار آن‌ها دارد.

مزیت مالیاتی فرضیه‌ی بدهی حاکی از آن است که انتشار سهام جدید باعث کاهش غیرمنتظره‌ی اهرم مالی می‌شود. به نظر میلرومدیلیانی (Modigliani and Miller, 1963) مزیت‌های مالیاتی تأمین مالی از طریق استقراض و کاهش اهرم مالی موجب کاهش قیمت سهام شده و درصد کاهش مستقیماً با میزان انتشار سهام مرتبط است. انتشار سهام با هدف باز پرداخت بدهی موجود، اثر منفی بیشتری نسبت به انتشار سهام با هدف تأمین مالی سرمایه‌گذاری جدید دارد، زیرا تأثیر آن‌ها بر اهرم مالی بیشتر است. در مدل رک (Rock, 1986)، سرمایه‌گذاران غیرمطلع با انتخاب نادرست مواجه‌اند، زیرا بعضی سرمایه‌گذاران به طور بالقوه اطلاعات بهتری را دارا می‌باشند. سرمایه‌گذارانی که دارای اطلاعات بهتری هستند، با توجه به این که سهام به قیمت بالا قیمت‌گذاری شده‌اند اقدام به خرید سهام جدید نمی‌کنند. گرینبلات و هونگ (Grinblatt, Mark and Hwang, Chuan Yang, 1989) اعلام کردند که قیمت‌گذاری پایین‌تر از قیمت واقعی نتیجه‌ی فعالیت نمایندگان شرکت است. این مدل قیمت‌گذاری پایین‌تر از قیمت واقعی نتیجه‌ی تعادل می‌باشد. فرض می‌شود که انتشاردهندگان اطلاعات بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی آتی شرکت دارند. برای غلبه بر مسأله‌ی عدم تناسب اطلاعات، انتشاردهندگان، ارزش واقعی شرکت را با انتشار سهام به کسر و نگهداری بعضی از سهام جدید در پرونده‌ی شخصی نشان می‌دهند. با توجه به واریانس جریان‌های نقدی شرکت و میزان نگهداری سهام توسط صادرکننده، ارزش شرکت و میزان قیمت‌گذاری پایین به طور مثبت با هم ارتباط دارند. با این فرضیه و دیگر فرضیات علامت‌دهی انتظار می‌رود که شرکت‌ها با عرضه‌ی اولیه‌ی اوراق بهادار به قیمت پایین‌تر: ۱- با احتمال بیشتری سهام منتشر می‌کنند. ۲- احتمالاً مقادیر زیادتری سهام فصلی منتشر می‌کنند. ۳- احتمالاً انتشار سهام فصلی سریع‌تر از عرضه‌ی اولیه اوراق بهادار می‌باشد. ۴- وقتی انتشار سهام فصلی اعلام می‌شود، احتمالاً کاهش کمتری در قیمت را تجربه می‌کنند.

ویس، هانلی و کاتلین (Weiss, Haney, Kathleen, 1993) ثابت کردند که تثبیت قیمت‌ها تأثیر مهمی بر قیمت بعد از عرضه‌ی اولیه‌ی اوراق بهادار در بازار دارد. آن‌ها

هم چنین دریافتند که تثبیت قیمت‌ها، توزیع قیمت‌های پس از انتشار را تا قیمت کف تنزل و ریسک تغییرات نامناسب را کاهش می‌دهد. از این رو در یک بازار رقابتی اختلاف قیمت مورد تقاضا و قیمت پیشنهادی (Bid and Ask) (قیمت خریدار و قیمت فروشنده) را کاهش می‌دهد. به علاوه وقتی تثبیت قیمت‌ها به تعویق می‌افتد، در طی پنج روز بعدی قیمت بازار تقریباً ۲/۵ درصد کاهش می‌یابد.

ریتر (Ritter, Jay R, 1991) گزارش می‌دهد که پس از یک سال از تشکیل شرکت، سهام به اندازه‌ی ۲۳ درصد زیر قیمت از سوی شرکت‌ها منتشر می‌شود و برای شرکت‌های قوی (بیشتر از ۲۰ سال سابقه) متوسط بازده اولیه ۴۵ درصد می‌باشد. سرانجام به وسیله‌ی لوقران و ریتر (Loughran and Ritter, 1995) جمعاً ۴۷۵۳ مورد عرضه اولیه‌ی اوراق بهادار را طی سال‌های ۱۹۷۰ تا ۱۹۹۰ مورد بررسی قرار گرفت. مطالعات آن‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌ها در ۵ تا ۶ سال بعد از انتشار سهام عملکرد پایینی دارند و بعد از آن عملکرد شرکت‌ها بهبود می‌یابد. نتایج بازده ۱۶ درصدی را برای عرضه‌ی اولیه اوراق بهادار در دوره‌ی ۵ ساله و بازده ۶۴/۴ درصدی را برای شرکت‌هایی که هم سطح هستند گزارش می‌دهد.

مطالعات اسکویتز و مولینس (Asquite and Mullins, 1986) نشان می‌دهد که آگهی اعلام انتشار سهام شدیداً قیمت سهام را کاهش می‌دهد. آن‌ها ۵۳۱ مورد انتشار سهام عادی شرکت‌ها را بین سال‌های ۱۹۶۳ تا ۱۹۸۱ مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. بازده سهام پیش از آگهی انتشار سهام حدود ۱۲/۵ درصد بود. متوسط بازده دو روزه آگهی انتشار برای سهام جدید ۳- درصد بوده است. این عکس‌العمل منفی قیمت سهام که نشان‌دهنده‌ی ارزش شرکت در اولین روز آگهی می‌باشد، به طور متوسط ۳۱ درصد سرمایه‌ای است که در انتشار اولیه به دست آمده است. برای مدت ۲ تا ۱۰ روز قبل از انتشار سهام متوسط بازده سهام شرکت‌ها ۳۳ درصد بوده و سهامی که عملکرد ضعیفی قبل از اعلام انتشار سهام داشته‌اند انتظار می‌رود کاهش بیشتری در روز اعلام انتشار سهام داشته باشند. نتایج حاکی است که کاهش قیمت روز اعلام انتشار با اندازه‌ی انتشار ارتباط دارد.

تحقیقات نشان می‌دهد که هزینه‌ی انتشار حق تقدم ممکن است از سایر روش‌های افزایش سرمایه بیشتر باشد. مطابق با بررسی کانگ و استولز (Kang, J.K. and

(Stulz, R.M. 1996) در طی سالهای ۱۹۸۵-۱۹۹۱ حدود ۶۶ درصد انتشار سهام شرکتها در ژاپن از طریق انتشار سهام عادی صورت گرفته است. در اغلب شرکتهای اروپایی و کشورهای استرالیا، انتشار حق تقدم به صورت عرضه اولیه انتشار سهام می باشد. مطالعات نشان می دهد که انتشار سهام در این کشورها با عکس العمل مثبت قیمت سهام همراه است. در فرانسه حدود ۹۰ درصد از کل انتشار سهام فصلی در طی سالهای ۱۹۸۶-۱۹۹۶ از طریق ارائه حق تقدم صورت گرفته است. به طور کلی عرضه اولیه سهام در کشور فرانسه بیش از بازار سهام سایر کشورهای اروپایی است. افزایش سرمایه های شرکتهای فرانسوی تا سال ۱۹۸۵ منحصراً متکی بر حق تقدم بوده است، ولی اخیراً افزایش سرمایه تغییر یافته است و نسبت انتشار عمومی سهام از سطح ۴/۴۸ درصد طی سالهای ۱۹۸۶-۱۹۸۹ به سطح ۱۶/۸۴ درصد طی سالهای ۱۹۹۰-۱۹۹۶ افزایش یافت. نتایج نشان می دهد انتشار حق تقدم به وسیله شرکتهای فرانسوی موجب کاهش ارزش سهام گردیده است. استفاده از انتشار حق تقدم تضمین شده و غیر تضمین شده طی سالهای ۱۹۸۶-۱۹۹۶ و ۱۹۹۰-۱۹۹۶ به ترتیب موجب کاهش بازده سهام به میزان ۰/۷۴- درصد، ۱/۱۱- درصد، ۱/۲۸- درصد و ۲/۸۴- درصد گردید. نتایج تأثیر اعلام انتشار سهام فصلی در فرانسه بدین گونه بوده است که: ۱- هنگامی که هم میزان انتشار سهام و هم عملکرد غیر عادی سهام قبل از انتشار بالا باشد، اثر منفی آن بیشتر است.

۲- هنگامی که انتشار سهام در جهت سرمایه گذاری مؤثر باشد، اثر مثبت بیشتری را به همراه دارد.

نتایج تحقیقات هانسن و پینکرتن (Hansen and Pinkerton, 1982) حاکی از آن است که شرکتهایی با مالکیت سهام متمرکز از اعلام حق تقدم استفاده خواهند کرد. در عین حال نتایج تحقیقات اکبو و ماسولیک (Eckbo, E. Masulis, R. and Norli, O., 2000) بیان کننده این است که هزینه حق تقدم بیشتر و جذابیت کمتری را در بر دارد و حق تقدم به سهامداران فعلی کمتر تخصیص یافته است. بنابراین خرید حق تقدم باعث عکس العمل منفی بازار می شود. به طور بنیادی عرضه اولیه اوراق بهادار در فرانسه و آمریکا در سه زمینه تفاوت دارند:

۱- سهام در فرانسه به سهامداران فعلی بر مبنای سود سهام که پرداخت آن به طور متوسط ده روزه است، ارائه می‌گردد ولیکن این اولویت خرید نمی‌تواند هم چون حق تقدم معامله گردد.

۲- در فرانسه قیمت سهام فشار منظمی را به همراه دارد.

۳- عرضه‌ی اولیه‌ی اوراق بهادار در فرانسه به طور معمول از طریق قرارداد تضمین می‌گردد.

انتشار حق تقدم از شیوه‌های متداول انتشار سهام در هلند است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تأثیر اعلام و انتشار حق تقدم بر قیمت سهام در هلند به طور قابل ملاحظه‌ای منفی است. در روز اعلام حق تقدم میانگین کاهش در حدود ۲ درصد است. یک روز پس از اعلام حق تقدم میانگین کاهش قیمت در حدود ۲/۵ درصد است. دو روز پس از اعلام، میانگین کاهش قیمت در حدود ۲/۸ درصد است. کاهش در بازده سهام میئن این است که بازار تحت تأثیر اعلام انتشار سهام قرار می‌گیرد. دور نمای وضعیت انتشار حق تقدم معمولاً چند روز بعد از اعلام حق تقدم مشخص گردیده و معاملات حق تقدم چند روز پس از اعلام، آغاز می‌گردد. تجزیه و تحلیل نتایج حاکی است که از اعلام انتشار حق تقدم تا شروع معاملات حق تقدم به طور متوسط هفده روز طول می‌کشد. در حالی که در انگلیس معاملات حق تقدم یک روز پس از اعلام رسمی آن آغاز می‌گردد. در ایالات متحده معاملات حق تقدم شش تا هفت هفته پس از اعلام انتشار حق تقدم صورت می‌گیرد. بنابراین سهامداران فرصت کافی دارند تا نسبت به استفاده از حق تقدم یا فروش آن تصمیم‌گیری کنند. سهامداران زیان حاصل از کاهش قیمت سهام را با منفعت ناشی از فروش حق تقدم مقایسه خواهند کرد. آن‌هایی که تمایل به استفاده از حق تقدم ندارند، اقدام به فروش حق تقدم می‌کنند.

در بورس هلند دوره‌ی پذیره‌نویسی حق تقدم حداقل شش روز و حداکثر سیزده روزه است. در یک نمونه‌ی ۲۲ تایی انتشار حق تقدم در آمریکا هانسن (Hansen, R., 1989) دریافت که طول دوره‌ی پذیره‌نویسی از نه روز تا چهارده روز متفاوت است. آرمیتاج (Armitage, S., 2000) گزارش داد که دوره‌ی معاملات حق تقدم در انگلستان حداقل سه هفته است. در بورس هلند رفتار قیمت حق تقدم در طی دوره‌ی

مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و مشاهده شده است که قیمت‌های حق تقدم به طور متوسط طی روزهای نخستین در بالاترین سطح قرار دارند. در چهار روز نخست معاملات، قیمت حق تقدم با کاهش شش درصدی روبه رو است که در چهار روز بعدی کاهش آن به طور متوسط به شانزده درصد رسیده است. مشاهدات حاکی است که معاملات حق تقدم به طور فعال از آغاز دوره‌ی پذیرهنویسی آغاز شده و به بالاترین سطح در آخر دوره می‌رسد.

انتشار حق تقدم در کشورهای اروپایی و بازارهای سرمایه‌ی بین‌المللی بسیار متنوع است. یک نوع انتشار حق تقدم، انتشار حق تقدم قابل اطمینان و تضمین شده است که در آن بانک سرمایه‌گذار یا یک سندیکا (اتحادیه) خرید تمام سهام پذیرهنویسی نشده را تضمین می‌کند. اسمیت (Smith, C., 1977) و اکبو و ماسولیس (Eckbo, and Masulis, 1992) مشاهده کردند که هزینه‌های مستقیم انتشار سهام تضمین شده به طور قابل ملاحظه‌ای بیشتر از هزینه‌های انتشار سهام غیر تضمین شده است و بیش از ۸۰ درصد از انتشار سهام در آمریکا عموماً به صورت غیر حق تقدم است. در حقیقت با انتشار حق تقدم بعضی از هزینه‌های غیرمستقیم مانند مالیات بر درآمد، هزینه‌های انتقال فروش حق تقدم افزایش می‌یابد. در عین حال این عوامل موجب عدم به کارگیری حق تقدم در بسیاری از کشورها نشده است. در کشورهای اروپایی مانند هلند، بانک‌های سرمایه‌گذار و دیگر مؤسسات مالی انتشار حق تقدم را تضمین می‌کنند. ارائه‌ی حق تقدم تضمینی به طور متداول در انگلیس استفاده می‌شود و این متفاوت از نروژ و ایالات متحده می‌باشند که حدود ۳۰ درصد تا ۴۰ درصد انتشار شرکت‌های صنعتی بدون ضمانت هستند. حق تقدم شرکت‌ها توسط بارس (Barnes, 2001) اعلام کرد که در انگلستان، ۷۱ درصد انتشار سهام فصلی طی سال‌های ۸۹-۹۸ از طریق انتشار حق تقدم سهام صورت گرفته است. گاجوسی و کینگلینجر (Gajewski, J. and Ginglinger, E., 1998) معتقدند که این نسبت در فرانسه ۷۷ درصد است. طیق کانگ و استولز (Kang, J. and Stulz, R., 1996) در ژاپن طی سال‌های ۱۹۸۵-۱۹۹۱، ۳۴ درصد از انتشار سهام فصلی از طریق انتشار حق تقدم بوده است. برعکس این کشورها حدود ۹۰ درصد از انتشار سهام فصلی در آمریکا به وسیله‌ی انتشار عمومی سهام عرضه شده است.

انتشار حق تقدم از سوی شرکت‌های آمریکایی به‌ندرت مورد استفاده قرار می‌گیرد ولی در صورت استفاده اثر اعلام حق تقدم در این کشور به طور متوسط ۲- درصد می‌باشد. مطالعات سولوین (Solvin, M and Sushka and Laai, 2000) حاکی از این است که حق تقدم تضمین شده و غیر تضمین شده در انگلستان به ترتیب دارای بازده منفی ۲/۹- درصد و ۵- درصد است. جانگ، کیم و استولز (Jung, K.Y. Kim and R. Stulz, 1996) گزارش دادند که اعلام عرضه‌ی عمومی سهام فصلی در ایالت متحده منجر به کاهش غیر طبیعی قیمت سهام به طور متوسط ۳ درصد تا ۴ درصد طی دو دهه شده است. لوئیس (Levis, M., 1995) در یک نمونه‌ی ۱۵۲ تایی اعلام کردند که انتشار حق تقدم در انگلستان باعث بازده منفی به مقدار ۱/۳- درصد می‌شود.

بوهرن (Bohern, O.B. Espen Eckbo and D. Michalsen, 1997) در نروژ بازده ۰/۴- درصد را برای ۴۹ مورد حق تقدم تضمین شده مورد شناسایی قرار داد ولیکن برای ۳۷ مورد انتشار حق تقدم غیرتضمین شده، بازده مثبت ۲ درصد می‌باشد. در مقایسه با این یافته‌ها کانگ و استولز (۱۹۹۶) بازده مثبت ۲/۲ درصد را برای یک نمونه‌ی ۲۸ تایی در ژاپن مورد شناسایی قرار دادند. تسانگاراکیس (Tsangarakis, N. 1996) بازده ۴ درصدی را برای ۵۶ مورد انتشار حق تقدم در یونان اعلام کرد. با مرور پیشینه‌ی آثار قیمتی ناشی از انتشار سهام را می‌توان در سه گروه طبقه‌بندی کرد:

- ۱- انتشار سهام تأثیری بر قیمت ندارد: که با فرضیات بازار کارا سازگار است و اوراق بهادار به عنوان جانشین‌های نزدیک تلقی می‌گردد.
- ۲- انتشار سهام تأثیر منفی بر قیمت دارد: با اثرات اطلاعاتی مربوط به فروش سهامی که بیش از حد قیمت‌گذاری شده مطابقت دارد، اهرم شرکت مرتبط با فرضیه‌ی ساختار سرمایه است که توزیع مجدد ارزش شرکت در میان طبقات مختلف دارندگان سهام را به همراه دارد و تقاضا برای سهام شرکت را کاهش می‌دهد.
- ۳- انتشار سهام تأثیر مثبت بر قیمت دارد: که با ارائه‌ی اطلاعات مطلوب در زمان سرمایه‌گذاری و کاهش هزینه‌های مورد انتظار در ارتباط می‌باشد.

جمع‌آوری و سازماندهی اطلاعات

در پژوهش حاضر جامعه‌ی آماری مورد بررسی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰ بوده است. برای اجرای نمونه‌گیری، جامعه‌ی آماری تحقیق به دو گروه آزمایش و کنترل تقسیم شده است. انتخاب نمونه در میان شرکت‌هایی که حداقل سه مورد انتشار حق تقدم داشته‌اند، صورت گرفته است. علت انتخاب این دوره‌ی زمانی بررسی تحقیق مورد نظر بر اساس آخرین اطلاعات منتشره‌ی سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. چارچوب مکانی تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشند.

در پژوهش حاضر جامعه‌ی آماری مورد بررسی، متشکل از شرکت‌های پذیرفته شده در فهرست بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰ بوده است که این شرکت‌ها در طی دوره‌ی تحقیق سهامشان مورد معامله قرار گرفته و اقدام به افزایش سرمایه از طریق انتشار حق تقدم کرده‌اند. لذا با مطالعه و بررسی و در نظر گرفتن این ویژگی‌ها تعداد ۴۳ شرکت که اقدام به انتشار حق تقدم طی سال‌های ۱۳۷۹ و ۱۳۸۰ کرده‌اند جامعه‌ی آماری مورد بررسی را تشکیل می‌دهد.

با توجه به این که جامعه‌ی آماری تحقیق به دو گروه آزمایش و کنترل تقسیم شده است، برای انتخاب نمونه از صنایع مختلف، آن‌هایی که حداقل سه مورد انتشار حق تقدم داشته‌اند، مورد بررسی قرار گرفته است. ضمن این که داد و ستد سهام شرکت‌ها تا پایان سال ۱۳۸۰ شرط لازم برای انتخاب شرکت‌ها در هر صنعت بوده است. با توجه به شرایط انتخاب نمونه، نمونه‌های موجود در رابطه با هر فرضیه تعدادی به دلیل فعال نبودن و عدم معامله سهامشان حذف گردیده است. بنابراین تعداد نمونه‌های انتخابی شرکت‌های انتشاردهنده حق تقدم به ۲۹ شرکت و شرکت‌هایی که حق تقدم منتشر نکرده‌اند به ۳۶ شرکت می‌رسد.

آزمون فرضیه‌های تحقیق

برای آزمون فرضیه‌ی اول «میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار داده‌اند با میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار نداده‌اند، مساوی است.» شرکت‌ها به طور کلی به دو دسته تفکیک شده‌اند: شرکت‌هایی که اقدام

به انتشار حق تقدم کردند و شرکت‌هایی که حق تقدم منتشر نکردند. برای آزمون این فرضیه از آزمون تساوی میانگین‌ها استفاده شده است: ساختار فرضیه عبارت است از:

$H_0:$

میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار داده‌اند با میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار ندادند، مساوی است. برای اجرای آزمون تساوی میانگین‌ها، ابتدا آزمون برابری واریانس‌ها با استفاده از آماره‌ی F صورت گرفته است. نتیجه‌ی این آزمون حاکی از آن است که واریانس بازده سود شرکت‌هایی که اقدام به انتشار حق تقدم کردند و شرکت‌هایی که حق تقدم منتشر نکردند در سطح اطمینان ۹۵ درصد باهم برابر بوده است. بنابراین، از آزمون تساوی میانگین‌ها در شرایط تساوی واریانس‌ها استفاده شده است:

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{s_{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}} = \frac{0/1939 - 0/1879}{0/0141} = 0/4255$$

$$s_p^2 = \frac{(n_1 - 1)s_1^2 + (n_2 - 1)s_2^2}{n_1 + n_2 - 2} = \frac{(36 - 1)0/0003 + (29 - 1)0/00024}{36 + 29 - 2} = 0/00032$$

$$s_{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}^2 = s_p^2 \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right) = 0/00032 \left(\frac{1}{36} + \frac{1}{29} \right) = 0/000199$$

$$df = n_1 + n_2 - 2 = 36 + 29 - 2 = 63$$

$$t_{0.025, 63} = 1/9983$$

با توجه به نتایج حاصل، با سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 پذیرفته می‌شود. یعنی، تفاوت معناداری در بین میانگین سود سهام بازده شرکت‌ها وجود نداشته است.

برای آزمون فرضیه‌ی دوم «انتشار حق تقدم اثر مثبت بر بازده سود سهام شرکت‌ها دارد»، بازده سود سهام شرکت‌ها قبل و بعد از انتشار حق تقدم مورد توجه قرار گرفته است. برای این منظور از آزمون مقایسه زوج‌ها استفاده شده است.

انتشار حق تقدم اثر مثبت بر بازده سود سهام شرکت‌ها دارد: H_0

با توجه به ساختار فرضیه، آزمون فرضیه دو طرفه است. بنابراین سطح معنای آزمون (۵ درصد) به تساوی در طرفین توزیع تی-استیودنت جدا شده است. نقاط بحرانی عبارتند از \pm
آماره تی عبارتند از:

$$t = \frac{\bar{X}_d - 0}{s_{\bar{X}_d}} = \frac{-0/0164}{0/0110} = -1/490$$

همان گونه که مشاهده می‌گردد، آماره تی محاسبه شده در بین نقاط بحرانی و در ناحیه‌ی پذیرش H_0 واقع شده است. به عبارت دیگر، با سطح اطمینان ۹۵ درصد تفاوت معناداری بین میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار داده‌اند با میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار نداده‌اند، وجود ندارد.

۵- نتیجه‌گیری

۱- در فرضیه‌ی یک که به بررسی میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که در سال‌های ۷۹-۸۰ حق تقدم انتشار داده‌اند با میانگین بازده سود سهام شرکت‌هایی که در سال‌های ۷۹-۸۰ حق تقدم انتشار نداده‌اند، پرداخته است، حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۰ درصد مشاهدات کافی برای پذیرش فرضیه‌ی H_0 وجود ندارد، به عبارت دیگر میان بازده سود سهام شرکت‌هایی که از طریق حق تقدم اقدام به افزایش سرمایه کرده‌اند با بازده سود سهام شرکت‌هایی که حق تقدم انتشار نداده‌اند تفاوت معناداری وجود ندارد.

۲- برای آزمون فرضیه‌ی دوم «انتشار حق تقدم اثر مثبت بر بازده سود سهام شرکت‌ها دارد»، بازده سود سهام شرکت‌ها قبل و بعد از انتشار حق تقدم مورد توجه قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه H_0 پذیرفته نمی‌شود. یعنی انتشار حق تقدم بر بازده سود سهام اثر معناداری نداشته است.

پی‌نوشت‌ها

- ۱- این مقاله از پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد محمد روشندل به راهنمایی دکتر محمود یحیی‌زاده‌فر و مشاوره‌ی دکتر اسمعیل ابونوری استخراج شده است.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

منابع و مأخذ

- 1- Asquite, Paul and Mullins, David w.j., *Equity issues and offering dilution*, Journal of financial economics, 15, 1986, pp. 61-891.
- 2- Armitage, s. *The direct costs of uk rights issues and open offers*, European Financial Management, 6., 2000, PP. 57-59.
- 3- Barnes, E., *Explaining and predicting flotation method choice for equity issuance in the u.k.*, working paper, university college cork, Ireland, 2001.
- 4- Bohern, O.B. Espen Eckbo and d. Michalsen, *Why underwrite rights offering? some new evidence*, journal of financial economics, 40, 1997, PP.223-261.
- 5- Eckbo, E., Masulis, R. and Norli, O., *seasoned public offerings: resolution of the new issues puzzle*, Journal of Financial Economics 56., 2000, PP.251-291.
- 6- Eckbo, E. Masulis, R. *Adverse selection and The rights offer paradox*, Journal of financial economics, 32, 1992, PP. 293-332.
- 7- Gajewski, j. and e. Ginglinger, *Seasoned Equity Issues in a Closely Held Market: Evidence from france*, working paper - university pierre mendes, 1998.
- 8- Grinblatt, Mark and Hwang, Chuan Yang, *Signalling and the Pricing of New Issues*, Journal of Finance, 44, June 1989.
- 9- Hansen, R. *The demise of the rights issue*, review of financial studies, 1, 1989, PP. 289-309.
- 10- Hansen, R. S. and pinkerton, J. *Direct equity financing: a resolution of paradox*, Journal of Finance, 37., 1982, PP. 651-665.
- 11- Jensen, Michael C. and Meckling, william H. *Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of economics, 3., 1976, PP. 305-360.
- 12- Jung, K.Y. Kim and R. stulz, *Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and The Security Issue Decision*, Journal of financial economics, 42. 1996, PP. 159-185.

- 13- Kang , J. K. and Stulz, R.M. *How different is Japanese corporate finance: an investigation of the information content of new equity* *review of finance studies*, 9. 1996, PP.109-139.
- 14- Leland, H. E. and Pyle, D. H. *Information Asymmetries, Finance Structure, and Financial Intermediation*, *Journal of Finance*, 1977, PP. 371-388.
- 15- Levis, M. *Seasoned Equity Offering and The Short and Long run Performance of initial public offering in the UK.*, *European financial management*, 1, 1995, PP.125-146.
- 16- Loughran, Tim and Ritter, Jay R. *The new Issues Puzzle, the Journal of Finance*, 1995. Lucas, Deborah J. and McDonald. *Equity issue and stock price dynamics*, *Journal of finance*, 45, september, 1990.
- 17- Meckling William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of economics*, 3., 1976, PP. 305-360.
- 18- Miler, Merton H. and Rock, Kevin *Dividend policy under asymmetric information*, *Journal of finance*, 40., 1985, PP. 1031-1051.
- 19- Modigliani, Franco and Merton, Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, *American Economic Review*, 48, 1963, PP. 31-60.
- 20- Myers, Stewart C and Myluf, Nicholas S., *Corporate Financing and Investment decision when firm have information that investors do not have*, *Journal of financial economics*, 13, 1984, PP.178-221.
- 21- Ritter, Jay R. *Long run performance of Initial Public Offering*, *Journal of Finance* 46, 1991.
- 22- Rock, Kevin, *Why New Issues Are Underpriced*, *Journal of Financial Economics* 15, Jan.-Feb. 1986, PP. 187-212.
- 23- Scholes, Myron, *The market for securities versus price pressure and the effects of information on stock price*, *Journal of Business*, 1972.
- 24- Smith, C., *Alternative methods for raising capital: rights issues versus underwritten offerings*, *Journal of financial economics*, 5, 1977, PP. 273-307.

- 25- Solvin, M.B., Sushka, M.E. and Laai K.W.L., *Alternative floatation methods, Adverse Selection, and Ownership Structure: evidence from seasoned equity issuance in the uk*, Journal of financial economics, Vol. 57, 2000, PP.157-190.
- 26- Spiess, D., Affleck j. and Graves, *Under performance in long run stock returns following seasoned equity offerings*, Journal of financial economics, 38, 1995, PP.243-267.
- 27- Tsangarakis, N. *Shareholder wealth effects of equity issues in emerging markets: evidence from rights offering in Greece*, Financial Management, 25, 1996, PP.21-32.
- 28- Weiss Haney, Kathleen, *The underpricing of public offerings and the partial adjustment phenomnon*, journal of financial economics, 34, 1993, PP. 231-250.

