

مقایسه بازدهی کوتاه و بلندمدت عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی با سایر عرضه‌های عمومی اولیه و بازدهی بازار

قاسم بولو^۱ محسن سهرابی عراقی^۲ پیمان تانایی^۳ مهران کرمی فخرآبادی^۴*

۱- استادیار حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران

Ghblue20@atu.ac.ir

۲- استادیار حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران

Sohrabi.Nasser@atu.ac.ir

۳- دانشجوی دکترا، مدیریت مالی، دانشگاه علوم پژوهش تهران

P.Tataei@gmail.com

۴- کارشناس ارشد، مدیریت اجرایی (استراتژیک)، دانشگاه تهران

Mehrankami@ut.ac.ir

چکیده

بازدهی سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازه زمانی کوتاه‌مدت و بلندمدت، همواره مورد توجه فعالان بازار بوده است. در ایران و پس از ابلاغ سیاست‌های اصل ۴۴ توسط مقام رهبری، عرضه‌های اولیه با ورود شرکت‌های دولتی مشمول این اصل رنگ و بوی دیگری به خود گرفت. در این پژوهش به مقایسه بازدهی کوتاه و بلندمدت سهام شرکت‌های دولتی واگذار شده به عموم در قالب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و بازدهی سایر عرضه‌های عمومی اولیه و بازار پرداخته شده است. نتایج پژوهش نشان داد که بازدهی کوتاه‌مدت (۲۰ روزه) سهام شرکت‌های دولتی که در قالب اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی به عموم عرضه گردیده‌اند، مثبت و از بازدهی کوتاه‌مدت بازار بیشتر است، لیکن با بازدهی کوتاه‌مدت سایر عرضه‌های اولیه تفاوت معناداری ندارد. همچنین، بازدهی بلندمدت (یکساله) سهام شرکت‌های دولتی که در قالب اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی به عموم عرضه گردیده‌اند، مثبت و از بازدهی بلندمدت سایر عرضه‌های اولیه بیشتر است، لیکن با بازدهی بلندمدت بازار تفاوت معناداری ندارد.

واژه‌های کلیدی: عرضه‌های عمومی اولیه، اصل ۴۴، بازدهی کوتاه مدت، بازدهی بلند مدت

مقدمه

بازدهی سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازه زمانی کوتاه‌مدت و بلندمدت، همواره مورد توجه فعالان بازار بوده است. همچنین، با توجه به واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به عموم مردم از طریق بورس اوراق بهادار (یا فرابورس) و توسط سازمان خصوصی‌سازی در قالب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی که توسط مقام معظم رهبری در سال ۱۳۸۴ ابلاغ گردید، بررسی بازدهی کوتاه و بلندمدت و نیز عملکرد عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌های مشمول اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی می‌تواند به بهبود قیمت‌گذاری و عرضه موفق‌تر این شرکت‌ها به عموم مردم منجر شود.

هرچند بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های عمومی اولیه در اکثر اوقات بالاتر از بازدهی معمول بازار است، لیکن وجود چنین پدیده‌ای برای شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی به روشنی مشخص نیست، زیرا عرضه‌کننده سهام این شرکت‌ها نه یک شرکت تأمین سرمایه و یا بخش خصوصی، که سازمان خصوصی‌سازی و دولت هستند. همچنین، علی‌رغم اینکه بازدهی منفی بلندمدت سهام‌هایی که عرضه عمومی اولیه شده‌اند، به درستی تایید نشده است، به نظر می‌رسد تغییر ساختار مالکیت و در بعضی موارد، تغییر ساختار مدیریتی شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی روند بازدهی بلندمدت شرکت‌های مذکور را تحت تاثیر قرار دهد.

سؤال‌های اصلی این پژوهش به شرح ذیل است:

آیا سهام عرضه‌های اولیه بورس اوراق بهادار تهران که در قالب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی عرضه شده است، همانند سایر سهام‌های عرضه‌های اولیه در کشور و نیز سایر کشورها "زیر قیمت" عرضه

شده و در کوتاه‌مدت بازده مثبت اضافی برای سرمایه‌گذاران خود ایجاد می‌کند؟
بازدهی عرضه‌های اولیه بورس اوراق بهادار تهران که در قالب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی عرضه گردیده‌اند، در بلندمدت چگونه است؟

مبانی نظری پژوهش**خصوصی‌سازی و اصل ۴۴**

تعاریف مختلف و متعددی از خصوصی‌سازی ارائه شده است که تمامی آنها در مفهوم کلی تقریباً یکسان بوده و تنها در رابطه با دامنه خصوصی‌سازی، اولویت دادن به اهداف مورد نظر و یا مکانیسم‌های خاص اجرایی از یکدیگر متمایز می‌شوند. برخی نویسندگان، خصوصی‌سازی را به عنوان فروش دارایی‌های تحت مالکیت دولت تعریف کرده‌اند [۹].

بر طبق ماده ۲ قانون اصل ۴۴، فعالیت‌های اقتصادی در جمهوری اسلامی ایران شامل تولید، خرید و یا فروش کالاها و یا خدمات به سه گروه زیر تقسیم می‌شود:

گروه یک - تمامی فعالیت‌های اقتصادی به جز موارد مذکور در گروه دو و سه؛

گروه دو - فعالیت‌های اقتصادی مذکور در صدر اصل چهل و چهارم (۴۴) قانون اساسی به جز موارد مذکور در گروه سه.

گروه سه - فعالیت‌ها، مؤسسات و شرکت‌های مشمول این گروه عبارتند از:

شبکه‌های مادر مخابراتی و امور واگذاری بسامد (فرکانس)، شبکه‌های اصلی تجزیه و مبادلات و مدیریت توزیع خدمات پایه پستی، تولیدات محرمانه یا ضروری نظامی، انتظامی و امنیتی به تشخیص فرماندهی کل نیروهای مسلح، شرکت ملی نفت ایران و

در مورد واگذاری از طریق عرضه عمومی سهام، قیمت گذاری عرضه اولین بسته از سهام هر شرکت، اندازه بسته سهام، روش انتخاب مشتریان استراتژیک و متقاضی خرید سهام کنترلی و مدیریتی، زمان مناسب عرضه سهام حسب مورد پس از انجام مطالعات کارشناسی با پیشنهاد سازمان خصوصی سازی و تصویب هیأت واگذاری تعیین خواهد شد. در عرضه عمومی سهام رعایت قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران - مصوب ۱۳۸۴/۹ - الزامی است.

مطابق ماده ۲۲ نیز، سازمان خصوصی سازی می تواند از خدمات بانک‌ها و شرکت‌های تأمین سرمایه و سرمایه گذاری جهت تعهد پذیره نویسی یا تعهد خرید سهام استفاده نماید. این گونه مؤسسات می توانند سهام عرضه شده را در چهارچوب قرارداد پذیره نویسی که به تأیید هیأت واگذاری خواهد رسید، خریداری نمایند.

ابلاغ بخش‌هایی از اصلاح صدر اصل ۴۴، ورود بخش خصوصی را به بخش‌هایی که قبلاً فعالیت در آنها در انحصار دولت قرار داشت، امکانپذیر کرد و ابلاغ بند(ج) نیز نوید بخش واگذاری این بخش‌ها به عموم مردم است. بدین ترتیب، بر اساس بند "الف" اصل ۴۴ قانون اساسی، دولت حق فعالیت اقتصادی جدید خارج از موارد صدر اصل ۴۴ را ندارد و موظف است هرگونه فعالیت (شامل تداوم فعالیت‌های قبلی و بهره برداری از آنها) را که مشمول عناوین صدر اصل ۴۴ نباشد، حداکثر تا پایان برنامه پنجساله چهارم (سالیانه با ۲۰٪ کاهش فعالیت) به بخش‌های تعاونی و خصوصی و عمومی غیردولتی واگذار کند [۶].

عرضه‌های عمومی اولیه

اصطلاح عرضه عمومی اولیه از اواخر دهه ۱۹۷۰ میلادی در متن سخنرانی‌ها و ادبیات بازار سرمایه رواج

شرکت‌های استخراج و تولید نفت خام و گاز، معادن نفت و گاز، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، بانک ملی ایران، بانک سپه، بانک صنعت و معدن، بانک توسعه صادرات، بانک کشاورزی، بانک مسکن و بانک توسعه تعاون، بیمه مرکزی و شرکت بیمه ایران، شبکه‌های اصلی انتقال برق، سازمان هواپیمایی کشوری و سازمان بندر و کشتیرانی جمهوری اسلامی ایران، سدها و شبکه‌های بزرگ آبرسانی، رادیو و تلویزیون.

به طور کلی می توان گفت بر طبق قانون اصل ۴۴، تصدی دولت به فعالیت‌های اقتصادی گروه یک ممنوع است و فعالیت‌های اقتصادی گروه دو نیز تحت شرایطی که در قانون برشمرده شده برای دولت مجاز است. همچنین، فعالیت‌های اقتصادی گروه سوم منحصر در اختیار دولت خواهد بود.

همچنین، بر طبق ماده ۲۰ قانون مذکور، هیأت واگذاری برای واگذاری بنگاه‌ها با ترجیح بند(الف) و رعایت ترتیب، به روش‌های زیر تصمیم می گیرد:

فروش بنگاه از طریق عرضه عمومی سهام در بورس‌های داخلی یا خارجی؛

فروش بنگاه یا سهام بلوکی از طریق مزایده عمومی در بازارهای داخلی و یا خارجی؛

فروش بنگاه یا سهام بلوکی از طریق مذاکره.

و بر طبق بند ۴ ماده ۱۸ قانون اصل ۴۴، وزارت امور اقتصادی و دارایی ملزم است کلیه شرایط لازم را برای عرضه در بورس اوراق بهادار برای بنگاه‌های مشمول بند «الف» ماده (۲۰) این قانون فراهم نماید.

همچنین، بر طبق بند الف ماده ۲۱ قانون مذکور،

قیمت گذاری و زمان بندی مناسب واگذاری بنگاه‌های دولتی متناسب با روش و گستره هر بازار مطابق بند زیر خواهد بود:

سرد)، اندازه قیمت گذاری کمتر از واقع کمتر می-شود [۱۵].

مرور ادبیات عرضه های عمومی اولیه در سطح بین الملل حکایت از این دارد که پدیده بازده کوتاه مدت غیر عادی عرضه های اولیه تنها به بازار سرمایه کشور آمریکا منحصر نمی شود؛ این پدیده در بورس اوراق بهادار سایر کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نیز شناسایی و مستند شده است. برای مثال، پژوهش جامع لافران و همکاران (۱۹۹۴)^۴ پدیده بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام عرضه های اولیه را در ۲۵ کشور توسعه یافته و در حال توسعه تایید کرده است. نتایج این پژوهش برجسته همچنین نشان می دهد که بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار کشورهای در حال توسعه، در مقایسه با بازار های سرمایه توسعه یافته بیشتر است [۱۶]. متعاقب این پژوهش، مطالعات تجربی متعددی در کشورهای مختلف، بر وجود بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام عرضه های اولیه صحه گذاشته اند؛ اگرچه مقدار بازده کوتاه مدت غیر عادی از کشوری به کشور دیگر متفاوت گزارش شده است [۱۸]. مطالعات قیمت گذاری عرضه های اولیه از وجود دو ویژگی در آنها خبر می دهد: اول آنکه سهام شرکت ها در عرضه عمومی اولیه، معمولاً زیر ارزش ذاتی قیمت گذاری می شود و دوم آنکه سهام مزبور در بلندمدت عملکرد ضعیف تری نسبت به سهام دیگر شرکت ها دارد [۲]. شرکت های در شرف عرضه از بی توجهی سرمایه گذاران نسبت به ماهیت موقتی افزایش سود به واسطه اقلام تعهدی سوء استفاده می کنند و سهام را به قیمت بیش از ارزش واقعی معامله می کنند. با توجه به

یافت. به طور کلی، اولین فروش سهام یک شرکت به عموم مردم را عرضه عمومی اولیه سهام می-نامند [۱۱]. یکی از پدیده های مورد توجه، بازده کوتاه مدت بیشتر از بازده بازار (قیمت گذاری کمتر از حد) است. معمولاً شرکت ها برای ترغیب سرمایه گذاران بالقوه و ایجاد عرضه های موفق، سهام خود را با قیمتی کمتر از قیمت ذاتی به بازار عرضه می کنند. این پدیده به عنوان "قیمت گذاری کمتر از حد" شناخته می شود. شواهد تجربی فراوان در دست است که نشان می دهد پدیده قیمت گذاری کمتر از حد سهام در عرضه های عمومی اولیه، پدیده ای جهان شمول است و تقریباً در بورس اوراق بهادار همه کشورها عمومیت دارد [۱۱]. پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های اولیه برای نخستین بار در بازار سرمایه آمریکا و به وسیله ایبوتسون (۱۹۷۵) شناسایی شد. وی با مطالعه ۱۲۰ سهم عرضه شده اولیه در بورس نیویورک در فاصله بین سال های ۱۹۶۵ تا ۱۹۶۹ پی برد که این سهام از تاریخ عرضه تا پایان اولین ماه داد و ستد خود در بورس به طور متوسط ۱۱٫۴ درصد بازده اولیه مثبت ایجاد کرده اند [۱۴]. متعاقب این پژوهش، ایبوتسون و جف (۱۹۷۵) با بررسی نمونه وسیع تر از پژوهش ایبوتسون در همان قلمرو زمانی، متوسط بازده اولیه را ۱۶٫۸۳ درصد گزارش کردند. طبق نظر ایبوتسون و جف، قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه یک پدیده ادواری است؛ به این معنا که در دوره هایی که تعداد سهام عرضه های عمومی اولیه در بازار زیاد است (دوره های داغ)^۳ قیمت گذاری کمتر از واقع بیشتر بوده و در دوره هایی که تعداد عرضه های عمومی اولیه در بازار کمتر است (دوره های

4 Loughran, T. et al.

1 Ibbotson

2 Ibbotson and Jaffe

3 Hot Issue Markets

قائمی (۱۳۸۵) در پژوهش خود با عنوان «بررسی بازده کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران» رابطه متغیرهایی همچون حجم سهام عرضه شده، اندازه شرکت، شرایط بازار، وضعیت مالکیت و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام جدید را بررسی کرد. نتایج به دست آمده از ۱۵۳ شرکت نمونه طی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۴، بیانگر وجود رابطه بین متغیرهایی، همچون شرایط بازار و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام بوده است [۱۰].

باقرزاده (۱۳۸۶) در پژوهش خود با عنوان «نقش اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران» نتیجه گرفت که سهام عرضه‌های اولیه سال‌های ۱۳۷۶ - ۱۳۸۳ نسبت به قیمت معاملاتی سهام در پایان ماه اول، کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده‌اند که به بازده غیرعادی مثبت این سهام منجر شده است و عمده‌ترین دلایل آن را می‌توان به پیامدهای تئوری اطلاع‌رسانی و عدم تقارن اطلاعات در بورس تهران نسبت داد [۲].

آشتاب (۱۳۸۶) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس» به بررسی سهام شرکت‌های جدیدالورود طی سال‌های ۱۳۷۸ - ۱۳۸۴ پرداخت. یافته‌های پژوهش وی بیانگر این بود که بین سود پیش‌بینی شده و سود واقعی سهام تفاوت معنی‌دار وجود دارد، همچنین، بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه منفی وجود داشت [۱].

نیکبخت (۱۳۸۷) در پژوهشی با عنوان «شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس و عوامل مؤثر

این موضوع که مدیران مجبورند ارقام تعهدی را در دوره‌های بعد برگردانند، این امر بیانگر احتمال کاهش سود شرکت‌های با عملکرد ضعیف در دوره‌های آتی است. بنابراین، انتظار می‌رود که کشف مدیریت سود، سبب شود تا سرمایه‌گذاران در برداشت‌های خود از کیفیت سود بازنگری کنند و ارزیابی خود را از عرضه اولیه شرکت‌هایی که به مدیریت سود بر مبنای ارقام تعهدی می‌پردازند، تعدیل کنند و این موضوع یکی از دلایل عملکرد منفی بعضی از سهام‌های IPO در بلند مدت است [۸].

با توجه به این مطلب، تبیین و بررسی اثرها و نتایج خصوصی سازی، به خصوص آثار توزیعی منبث از آن و همین‌طور مطالعه بر روی فرآیند خصوصی سازی به منظور اثربخش سازی آن، از مباحث ضروری و حیاتی در اجرای برنامه‌های خصوصی سازی در کشورها خواهد بود [۲].

پیشینه پژوهش

جهانخانی و عبدالله زاده (۱۳۷۲) در پژوهشی چگونگی قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. بر اساس یافته‌های این پژوهش، تعیین قیمت پایه سهام شرکت‌های جدیدالورود توسط بورس اوراق بهادار کاملاً متناسب با اصول و مبانی قیمت‌گذاری سهام نبوده است [۳].

ظریف فرد و مهرجو (۱۳۸۳) در پژوهشی عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده‌اند. در این پژوهش بازده کوتاه‌مدت سهام ۹۱ شرکت جدیدالورود در طول سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ مطالعه شده است. نتایج این پژوهش نشان داد بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده بیشتر از بازده بازار بوده است [۷].

غیردولتی در عرضه عمومی اولیه سهام آنها وجود ندارد. همچنین، تنها عامل مؤثر در قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت های غیردولتی در سررسیدهای یک ماهه و سه ماهه، تعداد کارکنان شرکت و تنها عامل مؤثر در قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت های دولتی در سررسیدهای یک هفته ای، درصد عرضه سرمایه در روز عرضه عمومی اولیه سهام است [۲].

فرت^۱ (۱۹۹۸) در پژوهش بر روی ۷۱۶ شرکت جدیدالورود به بورس نیوزلند طی سالهای ۱۹۷۷-۱۹۹۲ ارتباط بین سود پیش بینی شده و ارزش شرکت و بازده غیرعادی سهام این نوع شرکت ها را در مقطع عرضه اولیه بررسی کرد و به این نتیجه رسید که پیش بینی های سود در ارتباط با ارزش شرکت های دارای عرضه عمومی اولیه سهام بوده، از سایر ابزارهایی همچون سود انباشته موثرتر هستند و بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی رابطه مثبت معنی دار وجود دارد [۱۱].

یتمن^۲ (۲۰۰۱) کارایی اطلاعاتی قیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی اولیه از نظر اطلاعات حسابداری را بررسی کرد و چنین نتیجه گرفت که اطلاعات حسابداری با قیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی رابطه معنی داری دارد [۲۳].

فرت و همکاران^۳ (۲۰۰۱) پژوهشی در مورد نقش برآورد سود برای ۱۱۶ شرکت دارای عرضه عمومی اولیه سهام در سنگاپور برای سالهای ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۹ انجام دادند. نتایج پژوهش نشان می دهد که ارتباط

بر بازده غیرعادی آنها پرداخت و از اطلاعات ۱۰۳ شرکت جدیدالورود به بورس در طی سالهای ۱۳۷۸ تا پایان ۱۳۸۴ استفاده نمود. وی بازده غیرعادی مثبت را طی ۱۲ و ۲۴ ماه پس از ورود به بورس برای شرکت های مذکور تایید نمود [۸].

صادقی شریف و اکبرالسادات (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر مدیریت سود بر عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه

سهام به عموم در بازار سرمایه ایران پرداختند. بدین منظور عرضه های انجام شده طی سال های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴ به عنوان نمونه انتخاب و بازدهی بلندمدت آنها در یک دوره سه ساله پس از عرضه محاسبه شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد، شرکت هایی که هنگام عرضه با استفاده از روش های مدیریت سود، سود خود را متورم نشان می دهند، نسبت به شرکت هایی که سود خود را واقع بینانه نشان می دهند، عملکرد بلندمدت ضعیف تری دارند [۸].

قالیاف اصل و همکاران (۱۳۹۱) اثرهای نحوه قیمت گذاری عرضه های عمومی اولیه بر نقدشوندگی سهام عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸ را بررسی نموده اند. نتایج حاصله نشان داد که بعد از کنترل سایر عوامل مؤثر بر نقدشوندگی در عرضه های عمومی اولیه، قیمت گذاری کمتر از حد (بازده اولیه) رابطه مثبتی با نسبت گردش حجم معاملات و رابطه منفی با معیار عدم نقدشوندگی آمیهود دارد [۱۳].

یافته های پژوهش آذر و همکاران (۱۳۹۲) نشان می دهد که تمام شرکت های عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران، اعم از دولتی و غیردولتی به زیر ارزش ذاتی عرضه می شود، اما اختلاف معناداری بین قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت های دولتی و

1. Firth

2. Yetman

3. Firth and et al

جدیدالورود به بورس کانادا طی سال‌های ۱۹۸۲ - ۱۹۸۸ بود. نتایج وی بیانگر این بود که بین ارزان‌فروشی و متغیرهایی چون نرخ رشد سالیانه فروش و سود قبل از مالیات رابطه مثبت معناداری وجود دارد [۲۴].

تیان (۲۰۰۷)^۴ به بررسی ارزان‌فروشی نظام‌مند در بورس‌های شانگهای و شنزن پرداخت. نمونه وی شامل ۱۳۹۷ شرکت جدیدالورود طی سال‌های ۱۹۹۱ - ۲۰۰۴ بود. یافته‌های وی بیانگر این است که بین اطلاعات محرمانه و بازده اولیه سهام رابطه منفی معنادار وجود دارد. وی دلایل ارزان‌فروشی را ریسک سرمایه‌گذاری در بازار اولیه و مقررات دولتی می‌داند، زیرا مقررات دولتی موجب سهمیه‌بندی در عرضه اولیه شده و عرضه سهام را محدود می‌کند [۲۱].

لوری و همکاران^۵ (۲۰۱۰) ضمن تایید پراکندگی ماهانه بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های عمومی اولیه، اعلام کردند که حجم این بازدهی به صورت میانگین بزرگ و در طول زمان متغیر است. آنها همچنین وجود همبستگی زیادی بین بازدهی کوتاه‌مدت ماهانه و بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های عمومی اولیه را تایید نمودند [۱۷].

حیدری^۶ (۲۰۱۲) با بررسی ۱۵۷ شرکت مالزیایی بین سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۰، تاثیر مثبت و ضعیف کنترل‌های حاکمیت شرکتی و تاثیر مثبت و قوی سود هر سهم بر روی بازدهی بلندمدت سهام شرکت‌های مالزیایی که عرضه عمومی اولیه شده‌اند، را تایید نمود [۱۳].

ریتز^۷ (۲۰۱۲) بازدهی بلندمدت (بازدهی ۵ سال پس از عرضه بدون در نظر گرفتن بازدهی روز اول) سهام

معنی‌دار مثبت میان خطای برآورد سود و بازده غیرعادی سهام وجود دارد [۱۲].

ولچ و ریتز (۲۰۰۲)^۱ با ارزیابی بورس اوراق بهادار آمریکا بین سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ میلادی به بررسی عملکرد بازار نسبت به قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که در پایان اولین روز معامله سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار بورس، به طور میانگین قیمت‌های مبادله ۱۸/۶ درصد بیشتر از قیمت فروخته شده آنها در ابتدای روز معامله سهام شرکت در بازار توسط شرکت اصلی است. همچنین، بعد از گذشت ۳ سال مشاهده شد که میانگین قیمت‌گذاری و ارزیابی ضعیف این شرکت‌ها در مقایسه با شاخص بازار ۲۳/۴ درصد بوده است [۲۰].

لونکاتی و فرت^۲ (۲۰۰۵) با بررسی موضوع بر روی ۱۷۵ شرکت انتخابی به عنوان نمونه از ۴۶۸ شرکت دارای عرضه اولیه سهام طی سال‌های ۱۹۹۱ الی ۱۹۹۶ در تایلند، نشان دادند که برآوردهای سود مدیران به صورت خوش بینانه (سود پیش‌بینی شده بیشتر از سود واقعی) بوده و دارای دقت بیشتری نسبت به مدل‌های سری زمانی است و از طرفی، بین خطای برآورد سود و بازده غیرعادی بلندمدت محاسبه شده به روش CARS رابطه مثبتی وجود دارد، ولی این رابطه معنی‌دار نیست. همچنین، متغیرهای اندازه شرکت و افق زمانی پیش‌بینی سود با خطای پیش‌بینی سود هر سهم رابطه مثبت وجود دارد [۲۲].

ژنگ^۳ (۲۰۰۶) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین بین ویژگی‌های شرکت‌های جدیدالورود و پیش‌بینی مدیران پرداخت. نمونه وی شامل ۳۱۸۶ شرکت

4. Tian

5. Lowry and et al

6. Heidari

7 Ritter

1. Welch & Ritter

2. Lonkani and Firth

3. Zheng

• بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی از بازدهی بلندمدت سایر سهام‌های عرضه‌های اولیه بیشتر است.

• بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی از بازدهی بلندمدت بازار بیشتر است.

طریقه محاسبه متغیرهای پژوهش

بازدهی کوتاه‌مدت: بازدهی هفته چهارم سهام پس از اولین روز عرضه اولیه. به عبارت دیگر، در این پژوهش، بازدهی بیستمین روز معاملاتی سهام پس از عرضه به عنوان بازدهی کوتاه‌مدت تعریف می‌گردد.

بازدهی کوتاه‌مدت بازار: بازدهی هفته چهارم شاخص کل پس از اولین روز عرضه اولیه سهام آ‌ام؛ به عبارت دیگر، در این پژوهش بازدهی بیستمین روز معاملاتی شاخص کل پس از عرضه به عنوان بازدهی کوتاه‌مدت تعریف می‌گردد.

بازدهی بلندمدت: بازدهی یک ساله سهام عرضه اولیه شده؛ به عبارت دیگر در این پژوهش، بازدهی یک ساله سهام پس از عرضه اولیه به عنوان بازدهی بلندمدت تعریف می‌گردد و مطابق فرمول ذیل محاسبه می‌گردد.

بازدهی بلندمدت بازار: بازدهی یک ساله شاخص کل پس از اولین روز عرضه اولیه سهام آ‌ام؛ به عبارت دیگر، در این پژوهش بازدهی یک ساله شاخص کل پس از عرضه به عنوان بازدهی کوتاه بلند تعریف می‌گردد.

این پژوهش بر روی سهام شرکت‌هایی که در قالب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی به عموم عرضه گردیده‌اند تا پایان سال ۱۳۸۹ انجام می‌گیرد.

عرضه‌های اولیه در مقایسه با سایر شرکت‌ها با اندازه مشابه به صورت میانگین ۳٫۳ درصد سالانه کمتر بوده است. همچنین، این بازدهی در مقایسه با سایر شرکت‌ها با اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار مشابه ۱٫۸ درصد سالانه کمتر بوده است [۱۹].

چو^۱ و لی (۲۰۱۳) در پژوهشی با مطالعه ۵۹۱ شرکت که در بورس کره جنوبی بین سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۸ درج گردیده‌اند، به بررسی رابطه مخارج (سرمایه گذاری) پژوهش و توسعه بر کمتر قیمت گذاری عرضه‌های عمومی اولیه در صنایع های تک^۲ کره جنوبی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که شرکت‌های یک بیش از سایر شرکت‌ها کمتر قیمت گذاری می‌گردند [۱۴].

روش پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش به شرح ذیل است:

• بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی مثبت است.

• بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی مثبت است.

• بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی از بازدهی کوتاه‌مدت سایر سهام‌های عرضه اولیه کمتر است.

• بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی از بازدهی کوتاه‌مدت بازار بیشتر است.

پژوهش و همچنین، آمار توصیفی (میانگین، انحراف استاندارد و...) استفاده می‌گردد.

یافته‌های پژوهش

در جدول ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش ارائه شده است. این جدول آمار توصیفی برای کلیه متغیرهای پژوهش به تفکیک هر سال است. آمار توصیفی ارائه شده بیانگر اطلاعاتی در مورد پارامتر مرکزی (میانگین) و پارامترهای پراکندگی (انحراف معیار، ماکزیمم و مینیمم) متغیرهای پژوهش است.

اولین عرضه عمومی سهام در قالب اصل ۴۴ قانون اساسی در سال ۱۳۸۵ بوده است. بنابراین، قلمرو زمانی این پژوهش از ابتدای سال ۱۳۸۵ تا پایان سال ۱۳۹۰ (یک سال پس از سال ۱۳۸۹ برای محاسبه بازدهی یکساله) است.

روش‌های آماری تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش از آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیرها و آزمون‌های t تک نمونه‌ای و آزمون t مستقل برای پاسخ به فرضیات

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیرهای پژوهش | اندازه نمونه | میانگین | انحراف استاندارد | مینیمم | ماکزیمم |
|--|--------------|----------|------------------|----------|---------|
| بازدهی کوتاه مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی | ۱۶ | ۰/۲۵۶۸ | ۰/۴۰۴۶ | -۰/۳۶۰۷ | ۱/۵۲۴۲ |
| بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی | ۱۶ | ۰/۹۷۲۹ | ۱/۰۱۲۴ | -۰/۴۸۸۰ | ۳/۱۹۳۴ |
| بازدهی کوتاه مدت سایر سهام‌های عرضه اولیه | ۲۱ | ۰/۲۳۸۲ | ۰/۵۰۴۰ | -۰/۲۴۷۰ | ۱/۵۲۰۰ |
| بازدهی بلندمدت سایر سهام‌های عرضه اولیه | ۲۱ | ۰/۲۲۵۹ | ۰/۴۲۷۸ | -۰/۴۴۵۸ | ۱/۱۲۱۰ |
| بازدهی بازار کوتاه مدت | ۶۹ | ۰/۰۱۶۲ | ۰/۰۵۵۰ | -۰/۱۱۸۳ | ۰/۱۸۹۴ |
| بازدهی بلندمدت بازار | ۷ | ۰/۲۲۷۳۶۹ | ۰/۳۶۲۹۷ | -۰/۲۱۰۱۳ | ۰/۸۴۶۷۸ |

جدول ۲: نتایج آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای متغیرهای پژوهش

| نتیجه فرضیه | سطح معناداری | آماره Z | متغیرهای پژوهش |
|-------------|--------------|---------|---|
| نرمال است | ۰/۴۴۸ | ۰/۸۶۱ | بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی |
| نرمال است | ۰/۲۳۱ | ۱/۰۳۹ | بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی |
| نرمال است | ۰/۰۶۲ | ۱/۲۴۰ | بازدهی کوتاه‌مدت سایر سهام‌های عرضه اولیه |
| نرمال است | ۰/۷۵۷ | ۰/۶۷۲ | بازدهی بلندمدت سایر سهام‌های عرضه اولیه |
| نرمال است | ۰/۶۸۰ | ۰/۷۱۸ | بازدهی کوتاه‌مدت بازار |
| نرمال است | ۰/۸۹۲ | ۰/۵۷۸ | بازدهی بلندمدت بازار |

آزمون فرضیات

« بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام

فرضیه اول:

شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴

قانون اساسی مثبت است.»

جدول ۳: آمار توصیفی مربوط به بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام

شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴

| متغیر مورد بررسی | اندازه نمونه | میانگین | انحراف استاندارد | خطای تخمین |
|--|--------------|-----------|------------------|------------|
| بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ | ۱۶ | ۰/۲۵۶۸۰۰۶ | ۰/۴۰۴۶۴۳۸۲ | ۰/۱۰۱۱۶۰۹۵ |

جدول ۴: نتایج آزمون t یک نمونه ای مربوط به بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های

اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴

| آماره t | درجه آزادی | سطح معناداری | اختلاف میانگین | فاصله اطمینان ۹۵٪ برای میانگین بازدهی | |
|---------|------------|--------------|----------------|---------------------------------------|------------|
| | | | | کران بالا | کران پایین |
| ۲/۵۳۹ | ۱۵ | ۰/۰۲۳ | ۰/۲۵۶۸۰۰۶۳ | ۰/۴۱۱۸۱۲ | ۰/۴۷۲۴۲۰۱ |

فرضیه دوم:

« بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام

شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴

قانون اساسی مثبت است.»

جدول ۵: آمار توصیفی مربوط به بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام

شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴

| متغیر مورد بررسی | اندازه نمونه | میانگین | انحراف استاندارد | خطای تخمین |
|--|--------------|---------|------------------|------------|
| بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ | ۱۶ | ۰/۹۷۲۸۹ | ۱/۰۱۲۴۰ | ۰/۲۵۳۱۰ |

جدول ۶: نتایج آزمون t یک نمونه ای مربوط به بازدهی بلندمدت عرضه‌های

اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴

| آماره t | درجه آزادی | سطح معناداری | اختلاف میانگین | فاصله اطمینان ۹۵٪ برای میانگین بازدهی |
|---------|------------|--------------|----------------|---------------------------------------|
| ۳/۸۴۳۸۶ | ۱۵ | ۰/۰۰۱۵۹ | ۰/۹۷۲۸۹ | کران بالا کران پایین |
| | | | | ۱/۵۱۲۳۶ ۰/۴۳۳۴۱ |

فرضیه سوم: «بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴»
قانون اساسی از بازدهی کوتاه‌مدت سایر سهام‌های عرضه اولیه کمتر است.»

جدول ۷: آمار توصیفی برای بازدهی کوتاه‌مدت سهام اصل ۴۴ و سایر عرضه‌های اولیه

| گروه‌ها | اندازه نمونه | میانگین | انحراف استاندارد | خطای برآورد |
|---|--------------|---------|------------------|-------------|
| شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ | ۱۶/۰۰۰۰ | ۰/۲۵۶۸ | ۰/۴۰۴۶ | ۰/۱۰۱۲ |
| سایر سهام‌های عرضه اولیه | ۲۱/۰۰۰۰ | ۰/۲۳۸۲ | ۰/۵۰۴۰ | ۰/۱۱۰۰ |

جدول ۸: نتایج آزمون t مستقل برای تفاوت بازدهی کوتاه‌مدت سهام اصل ۴۴ با سایر عرضه‌های اولیه

| T | درجه آزادی | سطح معناداری | اختلاف میانگین | خطای تخمین اختلاف | فاصله اطمینان ۹۵٪ |
|--------|------------|--------------|----------------|-------------------------|-------------------|
| ۰/۱۲۰۷ | ۳۵/۰۰۰۰ | ۰/۹۰۴۶ | ۰/۰۱۸۶ | کران بالا کران پایین | ۰/۳۳۱۲ -۰/۲۹۴۰ |

فرضیه چهارم:

«بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی از بازدهی کوتاه‌مدت بازار بیشتر است.»

جدول ۹: آمار توصیفی برای بازدهی کوتاه‌مدت سهام اصل ۴۴ و بازار

| خطای برآورد | انحراف استاندارد | میانگین | اندازه نمونه | گروه‌ها |
|-------------|------------------|---------|--------------|--|
| ۰/۱۰۱۲ | ۰/۴۰۴۶ | ۰/۲۵۶۸ | ۱۶ | شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ |
| ۰/۰۰۶۶ | ۰/۰۵۵۰ | ۰/۰۱۶۲ | ۶۹ | کوتاه‌مدت بازار |

جدول ۱۰: نتایج آزمون t مستقل برای تفاوت بازدهی کوتاه‌مدت سهام اصل ۴۴ و بازار

| T | درجه آزادی | سطح معناداری | اختلاف میانگین | خطای تخمین اختلاف | %فاصله اطمینان ۹۵ | |
|-------|------------|--------------|----------------|-------------------|-------------------|------------|
| | | | | | کران بالا | کران پایین |
| ۴/۵۷۴ | ۸۳ | ۰/۰۰۰ | ۰/۲۴۰۶ | ۰/۰۵۱۲ | ۰/۱۳۲۴ | ۰/۳۳۶۳ |

فرضیه پنجم:

قانون اساسی از بازدهی بلندمدت سایر سهام‌های عرضه‌های اولیه بیشتر است.»

«بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴

جدول ۱۱: آمار توصیفی برای بازدهی بلندمدت سهام اصل ۴۴ و سایر عرضه‌های اولیه

| خطای برآورد | انحراف استاندارد | میانگین | اندازه نمونه | گروه‌ها |
|-------------|------------------|---------|--------------|--|
| ۰/۲۵۳۱ | ۱/۰۱۲ | ۰/۹۷۲۸ | ۱۶/۰۰۰۰ | شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ |
| ۰/۰۹۳۳ | ۴۲۷۸۱ | ۰/۲۲۵۸ | ۲۱/۰۰۰۰ | سایر سهام‌های عرضه اولیه |

جدول ۱۲: نتایج آزمون t مستقل برای تفاوت بازدهی بلندمدت سهام اصل ۴۴ و سایر عرضه‌های اولیه

| T | درجه آزادی | سطح معناداری | اختلاف میانگین | خطای تخمین اختلاف | فاصله اطمینان ۹۵% | |
|-------|------------|--------------|----------------|-------------------|-------------------|------------|
| | | | | | کران بالا | کران پایین |
| ۳/۰۵۳ | ۳۵/۰۰۰۰ | ۰/۰۰۴ | ۰/۷۴۷۰ | ۰/۲۴۴۷ | -۰/۲۵۰۲ | ۱/۲۴۳۸ |

فرضیه ششم:

«بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام

شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴

قانون اساسی از بازدهی بلندمدت بازار بیشتر است.»

جدول ۱۳: آمار توصیفی برای بازدهی بلندمدت سهام اصل ۴۴ و بازار

| خطای بر آورد | انحراف استاندارد | میانگین | اندازه نمونه | گروه‌ها |
|-----------------|---------------------|---------|-----------------|---|
| ۰/۲۵۳۱ | ۱/۰۱۲۴ | ۰/۹۷۲۸ | ۱۶ | شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ |
| ۰/۱۳۷۱ | ۰/۳۶۲۹ | ۰/۲۲۷۳ | ۷ | بلندمدت بازار |

جدول ۵: نتایج آزمون t مستقل برای تفاوت بازدهی بلندمدت سهام اصل ۴۴ و بازار

| فاصله اطمینان ۹۵% | | خطای تخمین اختلاف | اختلاف میانگین | سطح معناداری | درجه آزادی | T |
|-------------------|------------|-------------------------|-------------------|-----------------|---------------|-------|
| کران بالا | کران پایین | | | | | |
| ۰/۰۸۱۳۱ | -۱/۵۷۲۳ | ۰/۳۹۷۵ | ۰/۷۴۵۵ | ۰/۰۷۵ | ۲۱ | ۱/۸۷۵ |

خلاصه آزمون فرضیات پژوهش به شرح جدول ۱۵ است:

جدول ۱۵: خلاصه آزمون فرضیات

| ردیف | فرضیه | نتیجه |
|------|--|---------------|
| ۱ | بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی مثبت است. | تایید می‌گردد |
| ۲ | بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی مثبت است. | تایید می‌گردد |
| ۳ | بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی از بازدهی کوتاه‌مدت سایر سهام‌های عرضه اولیه کمتر است. | رد شد |
| ۴ | بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی از بازدهی کوتاه‌مدت بازار بیشتر است. | تایید می‌گردد |
| ۵ | بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی از بازدهی بلندمدت سایر سهام‌های عرضه‌های اولیه بیشتر است. | تایید می‌گردد |
| ۶ | بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی از بازدهی بلندمدت بازار بیشتر است. | رد شد |

نتیجه گیری

خلاصه آزمون فرضیات اول، سوم و چهارم نشان می‌دهد که بازدهی کوتاه‌مدت (۲۰ روزه) سهام شرکت‌های دولتی که در قالب اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی به عموم عرضه گردیده‌اند، مثبت است و از بازدهی کوتاه‌مدت بازار بیشتر است، لیکن با بازدهی کوتاه‌مدت سایر عرضه‌های اولیه تفاوت معناداری ندارد.

خلاصه آزمون فرضیات دوم، پنجم و ششم نشان می‌دهد که بازدهی بلندمدت (یکساله) سهام شرکت‌های دولتی که در قالب اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی به عموم عرضه گردیده‌اند، مثبت است و از بازدهی بلندمدت سایر عرضه‌های اولیه بیشتر است، لیکن با بازدهی بلندمدت بازار تفاوت معناداری ندارد.

به نظر می‌رسد رویه معمول برای بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های عمومی اولیه (بازدهی بیشتر از بازار)، برای عرضه‌های عمومی اولیه سهام اصل ۴۴ نیز صادق است و سهام این شرکت‌ها نیز همچون سایر عرضه‌های اولیه در کوتاه‌مدت بازدهی اضافی و بیشتر از بازار برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد. این نتایج با یافته‌های آذر و همکاران (۱۳۹۲) نیز مطابق است.

هرچند که بازدهی اضافی عرضه‌های عمومی اولیه اعم از سهام اصل ۴۴ و یا سایر عرضه‌های عمومی اولیه نسبت به بازار در بلندمدت در مطالعات پیشین تایید نگردیده است و نتایج آزمون فرضیه ششم این پژوهش نیز حاکی از عدم تفاوت معنادار بین بازدهی بلندمدت بازار و سهام شرکت‌های دولتی است که در قالب اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی عرضه عمومی اولیه گردیده‌اند، لیکن به نظر می‌رسد بازدهی سهام شرکت‌های دولتی اصل ۴۴ در بلندمدت بازدهی بیشتر و مثبتی نسبت به سایر عرضه‌های عمومی اولیه ارائه

می‌نماید. این موضوع می‌تواند احتمالاً به دلیل افزایش کارایی ناشی از تغییرات مدیریت دولتی به بخش خصوصی و عدم وجود "عدم تقارن اطلاعاتی" در عرضه شرکت‌های دولتی باشد. این نتایج با یافته‌های صادقی شریف و اکبرالسادات مغایر است. دلیل مغایر بودن نتایج احتمالاً به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی در عرضه‌های اولیه غیر دولتی و شفافیت بیشتر در عرضه‌های شرکت‌های اصل ۴۴ است.

به طور کلی، می‌توان گفت که پدیده "قیمت گذاری کمتر از واقع" در سهام عرضه شده به عموم در قالب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی نیز صادق است و می‌توان این پدیده را با یکی از فرضیه‌های چشم و هم‌چشمی، سهام جدید داغ و یا نفرین برنده توجیه نمود. از طرفی، سازمان خصوصی سازی برای قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های دولتی قابل واگذاری به عموم، شیوه مخصوص با رویکرد دارایی محور دارد و تنها در صورتی مبادرت به عرضه سهام شرکت‌های دولتی به قیمت‌های پیشنهادی شرکت‌های تأمین سرمایه (قیمت پیشنهادی شرکت‌های تأمین سرمایه عموماً بر مبنای جریان‌های نقدی آتی استوار است) می‌نماید که ارزش پیشنهادی شرکت‌های تأمین سرمایه بیشتر از قیمت‌گذاری دارایی محور باشد. بر این اساس، به نظر می‌رسد که کمتر نبودن بازدهی کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه که در قالب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی به عموم عرضه گردیده‌اند، نسبت به بازدهی کوتاه‌مدت سایر عرضه‌های عمومی اولیه به دلیل احتیاط سازمان خصوصی سازی در قیمت‌گذاری سهام اصل ۴۴ باشد. همچنین، در مورد بازدهی بلندمدت سهام اصل ۴۴ نیز به نظر می‌رسد که تغییر مالکیت از دولتی به

رقابت میان شرکت‌های تامین سرمایه و قیمت‌گذاری بهینه سهام شرکت‌های دولتی، از بار مسئولیت مدیران دولتی کاسته شود و هراس از ایراد اتهام حراج بیت‌المال در آنان از بین برود.

- کاهش محدودیت‌های مربوط به حجم مینا، دامنه نوسان و ... در روزهای ابتدایی عرضه اولیه سهام به گونه‌ای که به تسریع در رسیدن قیمت سهام عرضه اولیه به قیمت تعادلی منجر شود.

منابع

۱- آشتاب، ع. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین دقت

پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، تهران: دانشگاه بین‌المللی امام خمینی.

۲- آذر، ع.؛ رستمی، م.ر. و صفری، م. (۱۳۹۲). «تحلیل مقایسه‌ای عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی و غیردولتی»، اندیشه مدیریت راهبردی، سال هفتم، شماره اول.

۳- باقرزاده، س. (۱۳۸۶). نقش اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه (IPOS) در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه دکتری.

۴- جهانخانی، ع. و عبدالله زاده، ف. (۱۳۷۲). «نقدی بر چگونگی قیمت‌گذاری سهام در بورس تهران». پژوهشات مالی.

۵- جهانخانی، ع. عبده تبریزی، ح. (۱۳۷۲). «نظریه

خصوصی در این شرکت‌ها و آثار آن نظیر: افزایش کارایی، در اولویت قرار گرفتن سودآوری و ... نسبت به سایر عرضه‌های عمومی اولیه سبب بیشتر بودن میانگین بازدهی یکساله سهام اصل ۴۴ نسبت به سایر عرضه‌های عمومی اولیه باشد. به علاوه، باید توجه داشت که سهام‌های عرضه شده در قالب اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی شرکت‌های بزرگی بودند که تاثیر زیادی بر شاخص بازار دارند؛ به عبارت دیگر، در سال‌های پس از خصوصی‌سازی اصل ۴۴، عمده تغییرات شاخص به دلیل تغییرات سهام‌های واگذار شده در قالب اصل ۴۴ بوده است. بنابراین، به نظر می‌رسد این موضوع دلیل اصلی عدم تفاوت معنادار میان بازدهی بلند مدت سهام اصل ۴۴ و بازدهی بازار باشد.

پیشنهاد‌های کاربردی این پژوهش در راستای حل مشکلات موجود در عرضه‌های اولیه به شرح ذیل است:

- باتوجه به عدم تفاوت معنادار میان بازده کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های دولتی که در قالب اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی عرضه عمومی اولیه گردیده‌اند و سایر عرضه‌های اولیه، به نظر می‌رسد تفاوت چندانی میان قیمت‌گذاری سازمان خصوصی‌سازی با شرکت‌های خصوصی و به ویژه شرکت‌های تامین سرمایه نباشد، به همین دلیل، پیشنهاد می‌گردد فرایند ارزش/ قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های دولتی به منظور ورود به بازار سرمایه به جای سازمان خصوصی‌سازی، به طور کامل از طریق شرکت‌های تامین سرمایه انجام شود^۱ تا ضمن کاهش هزینه‌های ارزش‌گذاری، ایجاد

ضمن آنکه این سازمان ارزش‌گذاری این سهام را به یک شرکت تامین سرمایه نیز واگذار می‌نماید و در نهایت و به دلیل ترس از ایراد اتهام حراج بیت‌المال، بیشترین ارزش محاسبه شده را ملاک قیمت‌گذاری قرار می‌دهد.

۱- بر اساس رویه موجود سازمان خصوصی‌سازی، ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های دولتی بر مبنای شیوه سازمان خصوصی‌سازی است که عمدتاً بر اساس ارزش جایگزینی دارایی‌ها تدوین گردیده است؛

در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار.

- 14-Cho, J. & Lee, J.(2013). The venture capital certification role in R&D: Evidence from IPO underpricing in Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*.
- 15-Firth, M.(۱۹۹۸). IPO profit forecasts and their role in signaling firm value and explaining post-listing returns. *Applied Financial Economics*.
- 16-Firth, M & ,Liau-Tan, C.(۲۰۰۱). signalling models and valuation of new issues. *An examination of IPOs in singapore*.
- 17-Heidari Darani, E.(۲۰۱۲). Corporate Governance, IPO long term return in Malaysia. *Intrenational Conference on Economics, Business, Marketing Management*.
- 18-Ibboston, G.(۱۹۷۵). Price performance of common stock new issues.
- 19-Ibboston, Roger, G & ,Jaffe, J.(۱۹۷۵). Hot issue markets.
- 20-Loughran, T., Ritter & , k, R.(۱۹۹۴). Initial public offering.
- 21-Lowry, M., Officer, M & ,Schwert, G.(۲۰۱۰). The variability of IPO initial returns. *Journal of Finance*.
- 22-Ravi, L & ,Michael, F.(۲۰۰۵). The accuracy of IPO earning forecasts in Thailand and the relationships with stock market valuation.
- 23-Ritter, J.(۲۰۱۲). Returns on IPOs during the five years after issuing. *Journal of Finance*.
- 24-Ritter, R و ,Welch, I.(۲۰۰۲). A Reviw of IPO Activity, Pricing and allocation.
- 25-Tian, L.(۲۰۰۷). Regulatory Underpricing.
- 26-Tinic & , Seha, M.(۱۹۸۸). Anatomy of IPO of common stock.
- 27-Yetman, M.(۲۰۰۳). Accounting-based Value Metrics and informational Efficiency of IPO Early Market Prices.
- 28-Zheng, S.(۲۰۰۵). *IPO characteristics and analyst Forecasts*.

بازار کارای سرمایه»، پژوهشات مالی.

- ۶- دانش جعفری، د. و برقی اسکویی، م.(۱۳۸۸). « بررسی اثرات اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ بر متغیرهای کلان اقتصادی با استفاده از رهیافت مدل CGE» پژوهش های اقتصادی.
- ۷- سازمان خصوصی سازی. (بی تا). بازیابی از www.IPO.ir.
- ۸- صادقی شریف، ج.، اکبرالسادات، م.(۱۳۹۰). «بررسی تأثیر مدیریت سود بر بازدهی بلندمدت عرضه های عمومی اولیه با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران» پژوهشات مالی.
- ۹- ظریف فرد، ا. و مهرجو، ح.(۱۳۸۳). «بررسی عملکرد قیمت گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت در بورس اوراق بهادار تهران»، مطالعات حسابداری.
- ۱۰- عسگری، م. ر.، مدرس، ا. و نیکبخت، م. ر.(۱۳۸۷). «شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۱۱- فلیحی، ن. و مروت، ش.(۱۳۹۱). «بررسی اثرات خصوصی سازی از طریق بازار بورس اوراق بهادار بر روی رشد اقتصادی در ایران با رویکرد سیستم دینامیکی»، فصلنامه پژوهش های اقتصادی.
- ۱۲- قائمی، م. ح.(۱۳۸۵). «بررسی بازرسی کوتاه مدت سهام عادی شرکت های جدیدالورود به بورس تهران. مطالعات پژوهشاتی: دانشگاه بین المللی امام خمینی تهران.
- ۱۳- قالیباف اصل، ح. رحیم صادقی، د. و کلاتری دهقی، م.(۱۳۹۱). «رابطه قیمت گذاری کمتر از حد و نقدشوندگی سهام بعد از عرضه عمومی اولیه