

بررسی میزان صحت قیمت اولیه سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی ابزری* ناصر ایزدی نیا**
مهدی صالحی***

تاریخ دریافت مقاله: ۸۵/۸/۳۰

تاریخ پذیرش مقاله: ۸۶/۳/۱

چکیده

این مقاله به بررسی میزان صحت قیمت اولیه سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. هدف از این تحقیق، بررسی این موضوع است که آیا قیمت اولیه (قیمت اولین معامله سهام در بورس) سهام شرکت هایی که سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود، با ارزش فعلی عایدات آتی ناشی از آن سهام مطابقت های لازم را دارد یا خیر؟ در این مقاله رابطه بین قیمت اولیه سهام (اولین معامله در شروع یک دوره پنج ساله) و عایدات آنها در سالهای بعد از واگذاری با استفاده از مدل تحقیق (برگرفته شده از مدل تنزیل عایدات آتی)، در یک دوره پنج ساله مورد بررسی قرار

* دانشیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان

** استادیار گروه حسابداری دانشگاه اصفهان

*** دانشیار گروه مدیریت دانشگاه اصفهان

می گیرد. به این صورت که جریانهای نقدی تنزیل شده توسط مدل با قیمت های اولیه سهام مقایسه می شود و میزان تغییرات با قیمت اولیه و درصد تغییرات آنها مشخص می شود و با استفاده از ابزارهای آماری مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکت هایی است که در دوره زمانی سال ۱۳۷۸ تا سال ۱۳۸۰، اول سهام آنها در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و دوم برای اولین بار سهامشان در این دوره زمانی معامله شده باشد.

نتایج حاصل از این تحقیق مبین این نکته است که قیمت اولیه سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطابقت لازم را با ارزش فعلی عایدات آتی ناشی از سهام ندارد. در نتیجه قیمت گذاری اولیه سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از صحت لازم برخوردار نیست.

واژه های کلیدی: قیمت گذاری اولیه سهام، ارزش فعلی، جریانات نقدی آتی، ارزشیابی سهام، جریانات نقدی تنزیل شده.

مقدمه

بورس اوراق بهادار، مرکز جمع آوری پس اندازها و نقدینگی بخش خصوصی به منظور تامین مالی پروژههای سرمایه گذاری بلند مدت است و از سوی دیگر، مرجع رسمی و مطمئنی است که دارندگان پس اندازهای راکد، می توانند محل نسبتا مناسب و ایمن سرمایه گذاری را جستجو کرده و وجوه مازاد خود را برای سرمایه گذاری در شرکت ها به کار انداخته و یا با خرید اوراق قرضه دولتها و شرکت های معتبر، از سود معینی برخوردار شوند. در این میان، کمبود و یا فقدان ساز و کارهای لازمه بورس هنوز یکی از عوامل اساسی بازدارنده رشد و شکوفایی بورس است که یکی از مهمترین این موارد موضوع قیمت گذاری اولیه سهام شرکت هایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. شرکت هایی که سهامشان برای اولین بار در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار می گیرد، از آنجایی که پیش بینی واکنش بازار به سهام آنها بسیار مشکل است، قیمت گذاری سهامشان کار بسیار دشواری می باشد، لذا این تحقیق بر آن

است تا میزان صحت قیمت اولیه سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کند.

در بورس اوراق بهادار تهران، معمولاً پس از اعلام موافقت هیات پذیرش مبنی بر پذیرفته شدن سهام شرکت در بورس تهران، کمیته قیمت گذاری سهام شرکتها جهت تعیین قیمت اولیه سهام شرکت، وضعیت مالی و سودآوری را در سه سال گذشته و عملکرد سال جاری تا تاریخ پذیرش را مورد رسیدگی قرار می دهد (دوانی، ۱۳۸۳، ص ۱۷۹).

ادبیات تحقیق

ارزشیابی سهام

به طور کلی دو راه در ارزشیابی سهام یا ارزشیابی شرکتها وجود دارد: راه اول این است که دارایی های شرکت را به صورت جزء به جزء در نظر بگیریم و ارزش جزء به جزء دارایی ها را بدست آورده، سپس با کم کردن بدهیها از مجموع این داراییها ارزش سهام شرکت را بدست آوریم. معتقدان به این روش توجه ای به آینده شرکت و چشم اندازی که شرکت ممکن است در آینده داشته باشد ندارد و تمام توجه آنها به آن چیزی است که شرکت هم اکنون دارد. اما اگر کمی دقیق تر به موضوع نگاه کنیم متوجه خواهیم شد که این نوع نگاه به موضوع بسیار کوتاه بینانه و ابتدایی می باشد، در واقع می توان این نوع نگاه را به کوه یخی تشبیه کرد که در اقیانوسی شناور است و ما فقط به قسمتی از این کوه یخ نگاه می کنیم که از سطح آب بیرون است و هیچ توجه ای به قسمت عظیمی از این کوه یخ که در زیر آب پنهان شده است نداریم. اکنون با این توصیفات، باید راه یا روشی برای جایگزین کردن این روش پیدا کرد. وقتی که هدف ما از ارزشیابی شرکتها، ارزش گذاری سهام آنها می باشد و در کانون توجه ما سهامداران قرار دارند، پس باید دید که سهامداران در مقابل وجهی که برای سهام شرکت ها

می پردازند، چه چیزی بدست می آورند. آیا سهامداران (سهامداران جزء) با خرید سهام شرکت، مدیریت آن شرکت را بدست می آورند؟ آیا سهامداران جزء می توانند با برگه سهامی که در دست دارند ادعایی بر داراییهای فیزیکی شرکت داشته باشند؟ کاملاً روشن است که آنها چنین حقی بر شرکت ندارند، پس اکنون این سوال مطرح می شود که سهامداران در مقابل پولی که بابت خرید سهام شرکت می پردازند چه چیزی بدست می آورند؟ تنها پاسخی که می توان به این سوال داد، این است که آنها این سهام را می خرند به امید این که در آینده از آن وجوهی درآمد کسب کنند و تمام توجه آنها به آینده می باشد حال این آینده می تواند ۱۰ سال، ۱ سال، ۶ ماه، یک روز، یک ساعت و... باشد. پس می توان نتیجه گرفت که ارزش ذاتی و حقیقی یک سهم از دید سهامداران برابر با ارزش فعلی عایدات آینده آن سهم می باشد. در این روش فرض تداوم فعالیت شرکت ها نهفته است، در واقع اگر فرض بر فعالیت یک شرکت در آینده نباشد، پس دیگر عایدات آینده ای وجود ندارد و در پی آن دیگر ارزشی از دید سهامداران برای آن شرکت نمی توان متصور شد. به زبان ساده می توان گفت که بهایی که یک فرد حاضر است برای خرید یک سهم بپردازد به سودها یا وجوهی بستگی دارد که انتظار دارد در آینده نصیب او شود.

اهداف تحقیق

هدف اول این تحقیق بررسی میزان همخوانی قیمت اولیه سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با ارزش فعلی عایدات آتی آن سهام می باشد. هدف دوم بررسی میزان صحت قیمت اولیه سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

اهمیت و ارزش تحقیق

در اقتصاد امروز دنیا، بازار بورس نقشی بسیار با اهمیت و حیاتی را ایفا می کند، از این روست که بازار بورس اوراق بهادار را قلب اقتصاد هر کشوری نام نهاده اند و در واقع می توان بازار بورس را به یک کاتالیزور (سرعت دهنده) در فرآیند توسعه اقتصاد کشور تشبیه کرد که وظیفه آن جذب سرمایه های ریز و درشتی می باشد که در دست افراد جامعه سرگردان است و به علت کم بودن میزان آن در دست هر نفر یا به علت عدم توانایی این افراد در سرمایه گذاری صحیح و دیگر دلایل هر از گاهی با ایجاد جذابیت های کاذب در قسمتهایی از بازار به آن قسمت هجوم می آورند و در این میان افراد سود جو نیز از فرصتها استفاده می کنند. در این شرایط نقش بازار بورس اوراق بهادار هدایت این منابع سرگردان از افرادیست که فرصتهای سرمایه گذاری بهینه ندارند به افرادی که فرصت استفاد بهینه از این منابع را دارا می باشند، لذا در سودی که از این فعالیت اقتصادی سالم ایجاد می شود هم سرمایه پذیران و هم سرمایه گذاران و همه جامعه بهره مند می شوند. اکنون با چنین توصیفاتی که بیان شد می توان گفت که یک عامل بسیار مهم در جذب سرمایه های افراد، ایجاد بستری مناسب و بوجود آوردن حس اعتماد و احساس اطمینان در آنها برای سرمایه گذاری در این بازار می باشد، لیکن ایجاد حس اعتماد در سرمایه گذاران، با حرف نیست و در عمل است که چنین احساسی اطمینانی ایجاد می شود. حال می توان به اهمیت موضوع قیمت گذاری اولیه سهام پی برد، لیکن اگر سهام با قیمتی بیشتر از واقع به مردم فروخته شود و آنها در این میان متضرر شوند، احساس اطمینان از آنها گرفته خواهد شد و این موضوع می تواند صدمات جبران ناپذیری به اقتصاد جامعه وارد کند.

فرضیه های تحقیق

فرض اول

"بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای

اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود با

ارزش فعلی عایدات آتی آنها، رابطه وجود دارد."

وجود همبستگی بین P_v و P_0 : H_0

فرض دوم

"تفاوت بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود با ارزش فعلی عایدات آتی آنها بین ۰ تا ۲۰ درصد می باشد."

$H_0: 0 \leq P_0 - P_v \leq 20$ درصد شکاف بین P_v و P_0

جامعه آماری

جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکت هایی است که در دوره زمانی سال ۱۳۷۸ تا سال ۱۳۸۰، سهامشان در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد و همچنین برای اولین بار سهامشان در این دوره زمانی معامله شده است.

نمونه آماری

از آنجا که زمان انجام این تحقیق ابتدای سال ۱۳۸۵ می باشد و قصد بر آن است که ارزش فعلی عایدات نقدی تحقق یافته ۵ سال پس از پذیرش با اولین قیمت معاملاتی سهام مقایسه گردد، لذا نمونه آماری در این تحقیق، مجموعه شرکت هایی هستند که سهام آنها برای اولین بار از اول سال ۱۳۷۸ تا اول سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله قرار گرفته است. در طی این دوره تعداد ۳۱ شرکت برای اولین بار سهامشان در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده است که از این تعداد، اطلاعات مربوط به چهار شرکت یا موجود نبوده یا در صورت وجود این اطلاعات کامل نمی باشند، بنابراین نمونه تحقیق به ۲۷ شرکت تقلیل یافت. از این

تعداد، سهام ۱۸ شرکت در سال ۱۳۷۸ و سهام ۹ شرکت در سال ۱۳۷۹ برای اولین بار در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار گرفته است.

روش تحقیق

این تحقیق توصیفی از شاخه میدانی می باشد. در این تحقیق رابطه بین قیمت اولیه سهام (اولین معامله در شروع یک دوره پنج ساله) و عایدات آتی (سود نقدی و مزایای غیر نقدی شامل سود سهمی، حق تقدم و قیمت سهم در پایان دوره) آنها در طی یک دوره پنج ساله بعد از واگذاری با استفاده از مدل تحقیق (برگرفته شده از مدل تنزیل عایدات آتی)، مورد بررسی قرار می گیرد. به این صورت که جریانهای نقدی تنزیل شده توسط مدل با قیمت اولیه سهام مقایسه می شود و میزان تغییرات با قیمت اولیه و درصد تغییرات آنها مشخص می شود و با استفاده از ابزارهای آماری مانند آزمون t، آزمون همبستگی و ضریب تعیین مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد.

جمع آوری اطلاعات

برای انجام تحقیق اطلاعات زیر از نرم افزارهای تدبیر پرداز و صحرا جمع آوری شد:

- ۱- لیست شرکت هایی که از اول سال ۱۳۷۸ تا اول سال ۱۳۸۰ سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار مورد معامله قرار گرفته است.
- ۲- قیمت اولیه سهام مورد نظر و سود نقدی، سود سهمی، اختیار حق تقدم در طی یک دوره پنج ساله و آخرین قیمت سهم پس از پایان دوره پنج ساله برای هر یک از شرکت های مورد بررسی.
- ۳- افزایش سرمایه ها و تاریخ مجامع آنها.

مدل تحقیق

در این تحقیق از یک مدل کلی تنزیل ارزش عایدات آتی سهم برای تعیین ارزش فعلی عایدات آتی سهام مورد بررسی، به صورتی که در زیر ملاحظه می کنید استفاده می شود.

مدل ارزش فعلی:

رابطه شماره (۱)

$$P_v = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

که در رابطه فوق:

P_v = ارزش فعلی عایدات آتی سهم در شروع دوره

$D_t, t = 1, 2, \dots, n$ = سود نقدی و مزایای غیر نقدی شامل سود سهمی، حق

تقدم و تجزیه سهام

k = نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذاران

از آنجایی که جمع آوری اطلاعات سود نقدی و مزایای غیرنقدی در یک دوره

n ساله غیر ممکن می باشد، لذا قادر به آزمون عملی مدل نمی باشیم. بنابراین در این

تحقیق بجای مدل کلی از مدل پنج ساله زیر جهت دستیابی به ارزش فعلی عایدات آتی

سهام استفاده می کنیم.

مدل تعیین ارزش فعلی عایدات آتی سهام در طی یک دوره پنج ساله:

رابطه شماره (۲)

$$P_v = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \frac{D_4}{(1+k)^4} + \frac{D_5}{(1+k)^5} + \frac{P_5}{(1+k)^5}$$

در رابطه فوق:

$$P_0 = \text{ارزش فعلی عایدات آتی سهم در شروع یک دوره پنج ساله}$$

$$= D_1, D_2, D_3, D_4, D_5 = \text{سود نقدی و مزایای غیر نقدی شامل سود سهمی، حق تقدم و تجزیه سهام برای یک دوره پنج ساله}$$

$$P_5 = \text{قیمت فروش سهام در پایان سال پنجم}$$

$k = \text{نرخ بازده مورد انتظار سرمایه گذار در یک دوره پنج ساله}$
 بنابراین اطلاعاتی که در این تحقیق مورد نیاز می باشد عبارتند از: قیمت اولیه سهم، سود نقدی، سود سهمی، حق تقدم و آخرین قیمت سهم در پایان دوره پنج ساله و تعیین نرخ بازده هر سهم که با استفاده از نرم افزارهای تدبیر پرداز و صحرا، جمع آوری شده است.

روش محاسبه نرخ بازده مورد انتظار سهامداران

نرخ بازده مورد انتظار سهامداران (k) از طریق رابطه زیر محاسبه شده است:

$$k = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \text{رابطه شماره (۳)}$$

رابطه فوق برگرفته شده از مدل گوردون می باشد. در این رابطه اطلاعات D_1 و P_0 از منابع ذکر شده، تهیه شده است. تنها مجهول برای بدست آوردن نرخ بازده مورد انتظار سهامداران، g یا نرخ رشد سهم می باشد که از رابطه شماره (۴) بدست می آید.

$$g = r.b \quad \text{رابطه شماره (۴)}$$

r عبارت است از نرخ بازدهی سرمایه گذارهای شرکت و b عبارت است از درصد سود تقسیم نشده که هر کدام به طریق زیر محاسبه شدند:

$$1 - b = \text{درصد سود تقسیمی}$$

$$\frac{DPS}{EPS} = \text{درصد سود تقسیمی}$$

$$b = 1 - \frac{DPS}{EPS} \quad \text{رابطه شماره (۵)}$$

میزان EPS و DPS شرکت ها نیز از نرم افزار تدبیر پرداز جمع آوری شده است.

$$r = \frac{NOPAT}{Capital} \quad \text{رابطه شماره (۶)}$$

در رابطه شماره (۶) NOPAT سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات می باشد که برای هر شرکت از صورتهای سود و زیان سالیانه آن در طی دوره پنج ساله جمع آوری شده است. همچنین Capital عبارت است از سرمایه بکار گرفته شده که به طریق زیر محاسبه شده است.

(:)

ردیف	شرح	سال اول	سال دوم	سال سوم	سال چهارم	سال پنجم
۱	داراییهای جاری					
۲	کسر می شود: بدهیهای جاری					
۳	اضافه می شود: داراییهای غیر جاری					
۴	ارزش دفتری سرمایه					

پس از جمع آوری اطلاعات فوق نرخ های بازده مورد انتظار سهامداران هر سهم به طور سالیانه محاسبه شد و سپس میانگین آنها برای هر سهم حساب شد که به شرح زیر است.

تحقیق قرار می دهیم تا ارزش فعلی عایدات آتی سهام مورد نظر محاسبه شود، لذا برای آشنایی بیشتر با شیوه قرار دادن داده ها در مدل تحقیق، نمونه مربوط به شرکت بهنوش به شرح زیر ارائه می شود:

قیمت اولیه در تاریخ ۷۹/۹	ریال ۴۵۰۰	سود نقدی در تاریخ ۷۹/۴	ریال ۷۰۰
قیمت آخرین معامله ۸۴/۹	ریال ۶۸۰۱	سود نقدی در تاریخ ۸۰/۴	ریال ۴۴۶
نرخ بازده مورد انتظار سهامداران ۲۸٪		سود نقدی در تاریخ ۸۱/۴	ریال ۵۵۸
		سود نقدی در تاریخ ۸۲/۴	ریال ۵۰۰
		سود نقدی در تاریخ ۸۳/۴	ریال ۴۴۲

افزایش سرمایه

الف) در مجمع فوق العاده به تاریخ ۸۱/۱/۳۱ افزایش سرمایه شرکت از مبلغ ۱۷۰۴۸ میلیون ریال به ۳۱۴۰۲ میلیون ریال معادل ۸۴/۲ درصد به تصویب رسید.

ب) در مجمع فوق العاده به تاریخ ۸۲/۹/۱۷ افزایش سرمایه شرکت از مبلغ ۳۱۴۰۲ میلیون ریال به ۴۱۱۵۲ میلیون ریال معادل ۳۱ درصد به تصویب رسید.

$$P_v = 700 + \frac{446}{(1+0.28)^{11}} + \frac{558 \times 1.84}{(1+0.28)^{23}} + \frac{308}{(1+0.28)^{19}} + \frac{500 \times 1.84}{(1+0.28)^{35}} + \frac{442 \times 1.84 \times 1.31}{(1+0.28)^{47}} + \frac{680 \times 1.84 \times 1.31}{(1+0.28)^5} = 711098$$

جدول (۳) اطلاعات مقایسه ای قیمت اولیه (P_0)، ارزش فعلی عایدات آتی (P_v) و درصد شکاف بین آنها را نشان می دهد.

جدول شماره (۳): جدول مقایسه ای قیمت اولیه و ارزش فعلی عایدات آتی سهام و درصد شکاف بین آنها

درصد شکاف بین P_v و P_0	P_v	P_0	شرکت های مورد بررسی
۵۸	۷۱۱۱	۴۵۰۰	بهنوش
-۸۲	۱۷۹	۱۰۱۰	پارس خودرو
-۱۲	۲۰۲۷	۲۳۰۰	پتروشیمی اراک
-۹	۱۷۶۵۹	۱۹۵۱۰	پتروشیمی اصفهان
۶۰۰	۱۱۱۹۴	۱۶۰۰	پتروشیمی خارک
-۲۷	۸۷۱	۱۲۰۰	تهران دارو
۷۵	۴۴۶۰	۲۵۴۳	پارس قوطی
-۶۲	۱۷۸۳	۴۷۰۰	تکسرام
-۲۸	۳۰۲۳	۴۲۲۱	داروسازی اکسیر
۲۶۰	۱۷۴۸۳	۴۸۵۰	دوده صنعتی پارس
۱۱	۹۹۷۱	۹۰۰۸	زامیاد
۵۳	۱۵۲۸	۱۰۰۰	توسعه صنعتی
۳۷۰	۴۷۶۲	۱۰۱۳	سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی
۲۶۵	۳۶۴۸	۱۰۰۰	سرمایه گذاری ساختمان
۷۹	۱۷۸۶	۱۰۰۰	سرمایه گذاری صنعت بیمه
۶۷۹	۷۸۶۴	۱۰۱۰	سرمایه گذاری صنعت و معدن
۲۱	۵۵۸۸	۴۶۰۸	داده پردازی
۵۴	۴۶۱۲	۳۰۰۰	آذر آب
-۲	۱۸۴۹	۱۸۹۰	بسته بندی البرز
-۴	۷۱۹۷	۷۵۰۰	شیمیایی فارس
-۴۶	۵۶۶	۱۰۴۰	عایق پلاستیک
۶۳	۵۵۲۹	۳۴۰۰	فرآورده های تزریقی
-۴۰	۹۳۴۷	۱۵۶۵۰	نسوز پارس
۵۲	۴۹۴۰	۳۲۵۰	کاشی سینا
-۳۸	۱۹۹۷۵	۳۲۰۰۱	گلوکران
۳۴	۵۹۵۸	۴۴۳۰	معدنی دماوند
۸۰	۷۱۹۰	۴۰۰۰	ملی سرب و روی

پس از آن که داده های جمع آوری یا محاسبه شده در مدل تحقیق قرار گرفت و نتایج فوق بدست آمد، سپس نوبت به آزمودن فرضیه تحقیق می رسد.

آزمون درصد تغییرات

درصد تغییرات بین قیمت اولیه (P_0) و ارزش فعلی عایدات آتی سهام (P_v)

را از فرمول زیر می توان محاسبه کرد:

$$\text{رابطه شماره (۷) درصد تغییرات بین } P_v \text{ و } P_0 = \frac{P_v - P_0}{P_0} \times 100 =$$

برای تحلیل و تفسیر نتایج تحقیق اگر درصد تغییرات ارزش فعلی عایدات آتی

و قیمت اولیه بین صفر تا ۲۰ درصد باشد، می توان نتیجه گرفت که قیمت گذاری اولیه

سهام منطقی و درست بوده است. اما در غیر این صورت قیمت گذاری اولیه سهام بر

مبنای علمی انجام نشده است. اگر درصد تغییرات ارزش فعلی عایدات آتی نسبت به

قیمت اولیه بیش از ۲۰ درصد باشد، نشانه ارزان فروشی سهام شرکت های مورد

بررسی می باشد و اگر درصد تغییرات ارزش فعلی عایدات آتی نسبت به قیمت اولیه

کمتر از صفر یا منفی باشد نشانه این است که سهام بیش از ارزش ذاتی آن بفروش

رسیده است. نتایج کلی حاصل از آزمون درصد تغییرات به شرح زیر می باشد.

():

درصد تغییرات	تفاوت P_v و P_0	تعداد شرکت ها	فراوانی نسبی
منفی	$P_v < P_0$	۱۱	٪۴۰
بین ۰-۲۰	$P_v \geq P_0$	۱	٪۴
بیش از ۲۰	$P_v > P_0$	۱۵	٪۵۶
مجموع		۲۷	٪۱۰۰

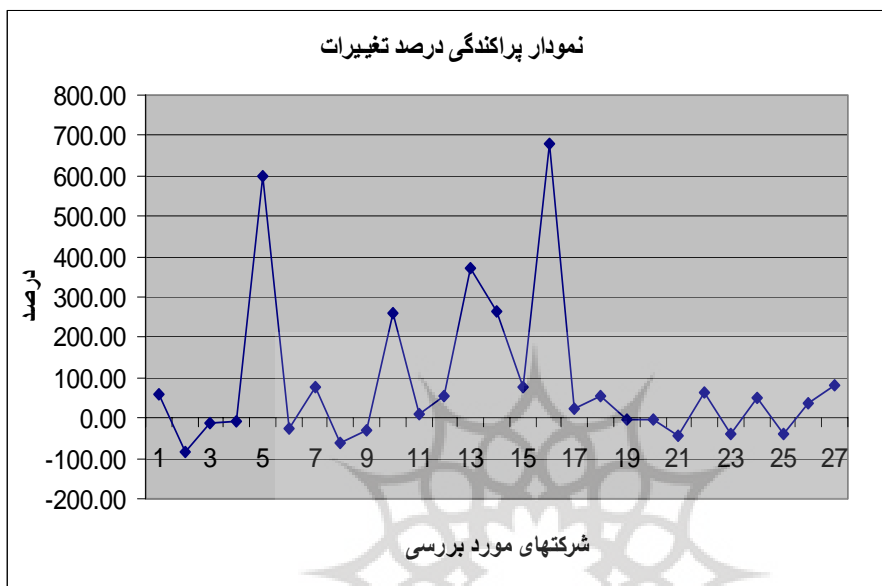
همانطور که در جدول شماره (۴) ملاحظه می شود، از ۲۷ شرکت مورد

مطالعه، تنها درصد تغییرات یک شرکت، بین ۰ تا ۲۰ می باشد، یعنی تنها یک شرکت

به نحو صحیح و قابل اطمینان قیمت گذاری شده است. همچنین ۱۱ شرکت

درصد تغییراتشان منفی می باشد که به این معنی است که سهام این شرکت ها گرانتر از

ارزش ذاتی آنها بفروش رسیده است و درصد تغییرات ۱۵ شرکت بیش از ۲۰ می باشد. که این موضوع نشان دهنده ارزان فروشی این سهام می باشد.



() :

آزمون فرض اول

H_0 : بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود با ارزش فعلی عایدات آتی آنها، ارتباط معنی داری وجود دارد.

H_1 : بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود با ارزش فعلی عایدات آتی آنها، ارتباط معنی داری وجود ندارد.

برای بررسی میزان ارتباط و همبستگی بین قیمت اولیه سهام و ارزش فعلی عایدات آتی آنها آزمون همبستگی برای دو نمونه انجام گرفته که نتایج آن در جدول زیر مشاهده می شود.

جدول شماره (۵): نتایج آزمون همبستگی بین P_0 و P_v

شاخص	ضریب همبستگی r	ضریب تعیین r^2	سطح معناداری
منبع P_0 و P_v	۰,۷۵۹	۰,۵۷۶	۰

همانطور که در جدول شماره (۵) ملاحظه می کنید ضریب همبستگی بین قیمت اولیه سهام (P_0) و ارزش فعلی عایدات آتی سهام (P_v) بر اساس آزمون پیرسون ۰,۷۵۹ محاسبه و همچنین ضریب تعیین ۰,۵۷۶ بدست آمده است. و سطح معنی داری این ضریب، صفر می باشد، لذا نتایج بدست آمده نشان دهنده وجود همبستگی در بین قیمت اولیه سهام و ارزش فعلی عایدات آتی آنها می باشد. هرچند بین قیمت اولیه سهام و ارزش فعلی عایدات آتی آنها همبستگی وجود دارد، اما این موضوع دلیلی بر صحت قیمت گذاری اولیه سهام نمی باشد.

آزمون فرض دوم

H_0 : تفاوت بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود، با ارزش فعلی عایدات آتی آنها بین ۰ تا ۲۰ درصد می باشد.

$$H_0 : 0 \leq P_0 \leq P_v$$

H_1 : تفاوت بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود، با ارزش فعلی عایدات آتی آنها بین ۰ تا ۲۰ درصد نمی باشد.

$$H_1 : P_0 \text{ و } P_v \text{ بین } < 0 \text{ درصد شکاف یا } P_v \text{ و } P_0 \text{ بین } > 20 \text{ درصد شکاف}$$

نتایج تحلیل آزمون t برای درصد شکاف بین P_v و P_0 در زیر ارائه شده است. از آنجا که فرضیه تحقیق عبارت است از این که تفاوت بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود با ارزش فعلی عایدات آتی آنها بین ۰ تا ۲۰ درصد می باشد، بنابراین دو حالت فرض مقابل، یعنی درصد شکاف کمتر از صفر و درصد شکاف بیشتر از ۲۰ را به صورت جداگانه مورد بررسی قرار می دهیم.

جدول شماره (۶): نتایج تحلیل آزمون t برای بررسی درصد شکاف بیشتر از ۲۰٪

P	t		

بر اساس داده های جدول شماره (۶) P (سطح معناداری)، برابر ۰,۰۷ است، و چونکه از آزمون یک دامنه استفاده شده است، باید از $P/2$ استفاده کرد، یعنی ۰,۰۳۵. بر ۲ تقسیم می شود که ۰,۰۳۵ بدست می آید. بنابراین چون که $0,035 > 0,05$ است، فرض مقابل تحقیق، یعنی این که درصد شکاف بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بازار بورس اوراق بهادار تهران معامله شده است و ارزش فعلی عایدات آتی آنها بزرگتر از ۲۰٪ است تایید می شود و در نتیجه فرض صفر

تحقیق مبنی بر این که درصد شکاف بین P_0 و P_1 کوچکتر از ۲۰٪ است با سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود.

جدول شماره (۷): نتایج تحلیل آزمون t برای بررسی درصد شکاف کوچکتر از ۰٪

شاخص	درجه آزادی	ضریب t	معناداری P
منبع			
درصد شکاف	۲۶	۲,۴۴	۰,۰۲۲

بر اساس داده های جدول شماره (۷)، P یا سطح معناداری آزمون، برابر ۰,۰۲۲ است، و چونکه همانند آزمون قبلی از آزمون یک دامنه استفاده شده است، لذا باید از $P/2$ استفاده کرد یعنی ۰,۰۲۲ بر ۲ تقسیم می شود که ۰,۰۱۱ بدست می آید. از آنجایی که $۰,۰۱۱ > ۰,۰۵$ است، فرض مقابل تحقیق، یعنی این که درصد شکاف بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بازار بورس اوراق بهادار تهران معامله شده است و ارزش فعلی عایدات آتی آنها کوچکتر از صفر درصد است تایید می شود و در نتیجه فرض صفر تحقیق مبنی بر این که درصد شکاف بین P_0 و P_1 بزرگتر از صفر درصد است با سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود.

در نتیجه فرض کلی تحقیق مبنی بر اینکه تفاوت بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود با ارزش فعلی عایدات آتی آنها، بین ۰ تا ۲۰ درصد می باشد با اطمینان ۹۵٪ رد می شود، لذا نتیجه می گیریم که قیمت اولیه سهام در بورس اوراق بهادار از صحت و اطمینان لازم برخوردار نیست.

خلاصه و تحلیل نتایج تحقیق

همانطور که ملاحظه شد، فرض اول تحقیق که عبارت بود از این که: " بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار

تهران معامله می شود با ارزش فعلی عایدات آتی آنها، رابطه وجود دارد." با استفاده از آزمون همبستگی پذیرفته شد، اما هر چند بین قیمت اولیه سهام و ارزش فعلی عایدات آتی آنها همبستگی وجود دارد، ولی این دلیلی بر صحت قیمت اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران نمی باشد. فرض دوم تحقیق، تفاوت بین قیمت اولیه سهام شرکتهایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود، با ارزش فعلی عایدات آتی آنها بین ۰ تا ۲۰ درصد می باشد، بر اساس آزمون های انجام شده با سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و این نتیجه حاصل شد که تفاوت بین قیمت اولیه سهام شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران معامله می شود با ارزش فعلی عایدات آتی آنها بین ۰ تا ۲۰ درصد نمی باشد و این نشان دهنده اختلاف بین قیمت اولیه سهام و ارزش فعلی عایدات آتی آنها می باشد. همچنین با انجام آزمون درصد تغییرات مشخص شد که از بین ۲۷ شرکت مورد بررسی درصد تغییرات ۱۱ شرکت منفی می باشد، یعنی ارزش فعلی عایدات سهام این شرکت ها کمتر از قیمت اولیه آنها می باشد، این امر نشان دهنده این موضوع است که سهام شرکت های مذکور بیش از ارزش ذاتی آنها به سهامداران فروخته شده است. همچنین از بین این ۲۷ شرکت درصد تغییرات ۱۵ شرکت مثبت است و این بدان معنی می باشد که ارزش فعلی عایدات آتی سهام این شرکت ها از قیمت اولیه آنها بیشتر است و سهام مورد نظر کمتر از ارزش ذاتی آنها فروخته شده اند و تنها یک شرکت از ۲۷ شرکت درصد تغییراتش بین صفر تا بیست درصد برآورد شده است و تنها همین شرکت سهامش به نحو صحیحی قیمت گذاری شده است. در نهایت این تحقیق به این نتیجه می رسد، قیمتی را که سهامداران برای خرید سهام تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازند، با عایداتی که از این سهام در سالهای بعد بدست

می آورند برابر نیست و این نشان دهنده این موضوع است که قیمت گذاری اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران براساس روشهای علمی و مبتنی بر عایدات آتی آنها انجام نمی گیرد.

پیشنادهایی حاصل از پژوهش

- ۱- مدل های مورد استفاده برای قیمت گذاری اولیه سهام از اطمینان و صحت لازم برخوردار نیست، لذا پیشنهاد می شود پس از بررسی های دقیق و موشکافانه کارشناسان بازار سرمایه از شیوه های نوین ارزشیابی اوراق بهادار که مبتنی بر جریانهای نقدی آتی سهام می باشد برای قیمت گذاری اولیه سهام استفاده شود.
- ۲- موسسات تخصصی مشاوره مالی با بکارگیری اطلاعات مالی واحدهای تجاری با عنایت به شیوه های نوین ارزشیابی اطلاع رسانی لازم به سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل بازار سرمایه در جهت آگاهی و بهبود کارایی اطلاعاتی بازار داشته باشند.

سایر پیشنهاد های مرتبط

- ۱- در ارزشیابی سهام شرکت ها، فقط به اعداد و ارقام کمی که از صورتهای مالی شرکت ها استخراج می شود اتکاء نشود و در فرآیند ارزشیابی، داده ها و اطلاعات کیفی مانند مدیریت، موقعیت رقابتی شرکت در صنعت، موقعیت رقابتی صنعت در بین صنایع دیگر و...، نیز دخالت داده شود، چه بسا اهمیت اطلاعات کیفی بیش از اطلاعات کمی باشد.
- ۲- سازمان بورس اطلاعات دقیق و کارشناسی شده شرکت هایی را که برای اولین بار قصد ورود به بورس دارند، در قالب کتابچه ای در اختیار سهامداران قرار دهد، تا

آنها مجال تصمیم‌گیری درست‌تری در خریدن سهام اینگونه شرکت‌ها داشته باشند.

۳- تحقیقاتی بر شرایط لازم برای فعالیت بانکهای سرمایه‌گذاری و موسسات تامین سرمایه و همچنین دیگر موسسات مالی مرتبط با بورس، صورت گیرد و بستری برای ایجاد چنین موسساتی در بازار بورس اوراق بهادار ایران بوجود آورده شود تا در نهایت سازمان بورس دخالت مستقیم در قیمت‌گذاری سهام تازه وارد به بورس نداشته باشد و تنها نقش ناظر را در طی این فرآیند بر عهده بگیرد.

۴- شرایط لازم برای معاملات اوراق بهادار خارج از سازمان رسمی بورس بویژه برای اوراق بهادار پذیرش شده فراهم گردد. این امر امکان فعال شدن بازار اولیه اوراق بهادار و انگیزش سرمایه‌گذاران در این بازار را فراهم می‌سازد.

منابع

- ۱- جونز، اچ، (۱۳۸۲). مدیریت سرمایه‌گذاری. ترجمه و اقتباس، رضا تهرانی و عسکر نوربخش. تهران، انتشارات نگاه دانش.
- ۲- جهانخانی، علی و فرهاد عبدالله زاده، (۱۳۷۲). نقدی بر چگونگی قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دانشگاه تهران با همکاری دانشگاه شهید بهشتی، شماره ۱.
- ۳- دوانی، غلامحسین، (۱۳۸۳). بورس، سهام، نحوه قیمت‌گذاری سهام. تهران، انتشارات نخستین.
- ۴- ریموند پی. نوو، (۱۳۸۰). مدیریت مالی. ترجمه و اقتباس، علی جهانخانی و علی پارسائیان. تهران، انتشارات سمت.
- ۵- طالبی، قدرت‌الله، (۱۳۷۴). تحقیقی پیرامون مشکلات روشهای قیمت‌گذاری سهام شرکتهای مشمول خصوصی سازی و پیشنهاد روش قیمت‌گذاری مناسب برای آن. پایان نامه دکتری حسابداری، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی دانشگاه تهران.

۶- طالبی، قدرت الله، (۱۳۷۴). مشکلات روشهای قیمت گذاری سهام شرکتهای مشمول واگذاری در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دانشگاه تهران با همکاری دانشگاه شهید بهشتی، شماره ۷ و ۸، (زمستان و پاییز).

- 7- Anberws Opong. (1993). Price – Earnings Research and the Emerging Capital Markets. **International Journal of Accounting, PP.71-77.**
- 8- W. Alford. A. (1992). The Effects of the Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. **Journal of Accounting Reserch, 99.**
- 9- Banz, R. (1981). The Relation Between Return and the Market Value of Common Stocks. **Journal of Financial Economics, 9, PP.3-18.**
- 10- E Deangelo.L. (1990). Equity Valuation and Corporate Control. **The Accounting Review, 65, PP.93-112.**
- 11- Xiao-jun Zhang. (2000). Conservative Accounting and Equity Valuation. **Journal of Accounting and Economics, 29, PP.125-149.**