

عنوان پایان نامه: تأثیر زمانبندی بازار عرضه عمومی اولیه بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی سازمان خصوصی سازی)

دانشجو: اسرین شیخ احمدیان

دانشگاه / دانشکده: دانشگاه آزاد اسلامی - واحد علوم تحقیقات کردستان

تاریخ دفاع: تابستان ۱۳۹۲

خلاصه:

با توجه به نظریه زمانبندی بازار شرکتها، عرضه عمومی اولیه سهام یک شرکت، بزرگترین رویداد تأمین مالی آن شرکت محسوب شده و باعث تأثیر دائمی در ساختار سرمایه می شود. پژوهش حاضر با عنوان «تأثیر زمانبندی بازار عرضه عمومی اولیه بر ساختار سرمایه (مطالعه موردی سازمان خصوصی سازی)»، در پی آن است تا به بررسی این موضوع بپردازد که آیا رابطه معناداری بین زمانبندی عرضه عمومی اولیه سهام با ساختار سرمایه شرکتها خصوصی شده توسط سازمان خصوصی سازی که سهام آنها به سه صورت بورسی، فرابورسی و مزایده-ای منتشر شده است، وجود دارد یا خیر. این تحقیق برای سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ در مورد ۴۸ شرکت مورد بررسی قرار گرفته است و با بکارگیری تجزیه و تحلیل رگرسیون *OLS*، این نتیجه حاصل شده است که بین زمانبندی عرضه عمومی اولیه سهام با ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد (البته نوع واگذاری شرکتها نیز بر این امر تأثیرگذار است).

این پژوهش در پنج فصل گردآوری شده است. در فصل اول به کلیات پژوهش اشاره شده است. در ابتدا مقدمه‌ای در مورد مسأله زمانبندی و تأثیر آن بر ارزیابی شرکتها عرضه عمومی اولیه (*IPO*) بیان شده است. سپس جهت بیان اهمیت این تحقیق اینگونه نوشته شده است که زمانبندی بازار بر اساس رابطه مستقیم بین ارزیابی شرکتها از بازار و انتشار سهام آنها صورت می‌گیرد و بر این اساس بسیار اهمیت دارد که یک شرکت، زمان مناسبی را برای عرضه عمومی اولیه سهام خود انتخاب کند؛ زیرا در غیر اینصورت، یک نوسان موقتی در ارزش بازار می‌تواند تأثیری بلندمدت بر ساختار سرمایه آن شرکت برجای گذارد. در ادامه، متغیرهای مورد استفاده در مدل معرفی شده‌اند. جهت سنجش ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته مدل، از متغیر بافت اهرمی شرکت (که نشان دهنده نسبت وجوهی است که از طریق وام یا قرض نسبت به آورده سهامداران، جهت سرمایه‌گذاری شرکت استفاده شده است) و نیز جهت سنجش زمانبندی بازار عرضه عمومی اولیه به عنوان متغیر

مستقل مدل، از متغیر نسبت میانگین موزون ارزش بازاری به ارزش دفتری تأمین مالی خارجی بهره گرفته شده است. این پژوهش از نوع علی-تطبیقی (پس رویدادی) و کاربردی است که از اطلاعات و داده‌های واقعی بدست آمده از صورتهای مالی موجود در سازمان خصوصی‌سازی ایران استفاده کرده است. جامعه آماری این پژوهش مشتمل بر ۴۸ شرکت بورسی، فرابورسی و مزایده‌ای است که برای اولین بار اقدام به انتشار سهام نموده‌اند و در طول سالهای ۸۵-۱۳۸۳ توسط سازمان خصوصی‌سازی ایران عرضه و در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته‌اند. از این تعداد، ۱۴ شرکت بورسی، ۱۵ شرکت فرابورسی و ۱۹ شرکت نیز مزایده‌ای هستند. جهت تعیین این نمونه، از روش حذف سیستماتیک بهره گرفته شده است؛ به این معنا که ابتدا شرایطی را برای تعیین نمونه برقرار نموده و سپس فقط آن دسته از شرکتهایی انتخاب شده‌اند که از تمامی شرایط مذکور برخوردار بوده‌اند. جمع‌آوری اطلاعات نیز از روش مطالعات کتابخانه‌ای و با مراجعه به آمار و ارقام موجود در صورتهای مالی شرکتهای و نیز استفاده از نرم‌افزار رهاورد نوین صورت گرفته است.

در فصل دوم به ارائه مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته شده است. مطالب این فصل را می‌توان در چند بخش مختلف مورد بررسی قرار داد. در ابتدای فصل، به طور مختصر در مورد سازمان خصوصی‌سازی و اصل ۴۴ قانون اساسی شرح داده شده و سپس انواع بازار سرمایه (اولیه و ثانویه) و وجوه شباهت و تفاوت آنها آورده شده است. در بخش بعدی این فصل، در مورد عرضه عمومی اولیه و ابعاد آن بحث شده است. ابتدا عرضه عمومی اولیه تعریف و سپس اهداف، ریسک سرمایه‌گذاری، مزایا و مهمترین ناهنجاریهای مربوط به عرضه عمومی اولیه بیان شده است. از جمله مزایای *IPO*، می‌توان به دستیابی به سرمایه بیشتر، امکان ارزشگذاری توسط بازار، افزایش نقدشوندگی سهام، بهبود ارزشگذاری سهام، دستیابی به اطلاعات، اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران و... اشاره کرد. مهمترین ناهنجاریهای مربوط به *IPO* نیز عبارتند از افت قیمت سهام در بلندمدت به دلیل تعدیل اطلاعات سرمایه‌گذاران و نیز قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه (حالتی که در آن تقاضای خرید سهام بیشتر از عرضه آن است). در ادامه این بخش، روشهای عرضه عمومی اولیه سهام شرح داده شده است. روش قیمت ثابت (فروش سهام به قیمت ثابت از قبل تعیین شده)، فرآیند ثبت دفتری (فروش سهام طی فرآیند پذیره نویسی)، روش حراج (فروش سهام با بالاترین قیمت پیشنهادی) و مزایده اینترنتی (فروش سهام با ارائه قیمتی بالا و کاهش قیمت تا جایی که سهام به فروش برسد) از جمله روشهای تشریح شده است. در انتهای این بخش نیز، عرضه عمومی اولیه در ایران مورد بررسی قرار گرفته است.

در بخش سوم این فصل، به بررسی ساختار سرمایه شرکت پرداخته شده است. ساختار سرمایه به ترکیب منابع مالی گوناگون شرکت گفته می‌شود؛ به عبارت دیگر، ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز، سود انباشته و

بدهیهای بلندمدت که شرکت جهت تأمین مالی دارایی خود از آنها استفاده می‌کند. سپس نظریه‌های مربوط به ساختار سرمایه شامل نظریه سنتی، نظریه میلر و مودیلیانی، نظریه سلسله مراتب و نظریه مبادله شرح داده شده است. بر اساس تمامی این نظریه‌ها، ساختار سرمایه بهینه به ساختاری می‌گویند که ارزش شرکت را حداکثر کرده و توانایی لازم را برای حداقل کردن هزینه‌های مالی داشته باشد. طبق این نظریه‌ها، عوامل بیشماری در تعیین ساختار سرمایه شرکت نقش دارند که از آن جمله می‌توان به اندازه شرکت، نسبت جاری، سودآوری، مالیات، شرایط بازار، ریسک تجاری، میزان فروش آتی و... اشاره کرد.

در بخش چهارم این فصل، مسأله زمانبندی بازار مورد تشریح قرار گرفته است. نظریه زمانبندی بازار بر این باور است که مدیران می‌توانند بر اساس وضعیت بازار، انتشار سهام را کنترل و زمانبندی کنند؛ یعنی در زمانهایی که سهام شرکت بیش از واقع اندازه‌گیری شده است، تصمیم به تأمین مالی از طریق فروش سهام بگیرند. کاربردی‌ترین معیار در این زمینه، متغیر میانگین موزون نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برای تأمین مالی خارجی است. در واقع مدیران زمانی اقدام به فروش سهام شرکت خود می‌کنند که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در بالاترین حد خود باشد. از ترکیب مسأله ساختار سرمایه و مسأله زمانبندی بازار، به این نتیجه می‌رسیم که زمانبندی صحیح بازار می‌تواند ساختار سرمایه یک شرکت را به گونه‌ای شکل دهد که شرکت موردنظر بیشترین ارزش را داشته باشد.

در بخش پنجم، نسبتهای اهرمی مدنظر قرار گرفته‌اند. منظور از این نسبتها آن است که شرکت موردنظر، چه بخشی از دارایی خود را از طریق وام یا قرض، تأمین مالی کرده است. اهمیت این نسبتها از آن جهت است که اولاً، بستانکاران شرکت جهت بررسی ریسک بستانکاری خود به این نسبتها توجه می‌کنند؛ ثانیاً، هر چه این نسبتها دارای ارقام بزرگتری باشد به این معنی است که صاحبان اصلی شرکت، بیشترین منفعت را نصیب خود می‌کنند؛ و ثالثاً، میزان بازده سهامداران شرکت وابسته به نرخ سود وامهای دریافتی است شرکت است و هر چه این نسبتها دارای ارقام بزرگتری باشد، بازده سهامداران کمتر است. در این بخش، سه اهرم اصلی شامل اهرم عملیاتی، اهرم مالی و اهرم مرکب شرح داده شده‌اند. اهرم عملیاتی نشان‌دهنده میزان استفاده از هزینه‌های ثابت عملیاتی مانند تبلیغات، استهلاک اموال و دارایی‌ها، بیمه و ... در هزینه‌های شرکت، اهرم مالی نشان‌دهنده میزان استفاده از هزینه‌های ثابت مالی در هزینه‌های شرکت و اهرم مرکب نیز نشان‌دهنده میزان استفاده از هزینه‌های ثابت اعم از عملیاتی و مالی در هزینه‌های شرکت است.

آخرین بخش از این فصل نیز به طور مفصل، پیشینه تحقیق را به تفکیک مطالعات خارجی و داخلی بیان کرده است.

در فصل سوم، روش‌شناسی پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است. ابتدا نوع و روش پژوهش بیان شده است که در مطالب قبلی به آن اشاره شد. در ادامه نیز، مدل‌هایی که قرار است بر اساس آن فرضیات تحقیق مورد آزمون قرار بگیرند، به تفکیک فرضیه‌ها آورده شده‌اند. این تحقیق دارای یک فرضیه اصلی و دو فرضیه فرعی است. فرضیه اصلی این تحقیق آن است که زمانبندی بازار عرضه عمومی اولیه سهام بر ساختار سهام تأثیرگذار است و فرضیات فرعی نیز عبارتند از اینکه اولاً، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با اهرم مالی رابطه‌ای معکوس دارد و ثانیاً، زمانبندی بازار عرضه عمومی اولیه سهام دارای تأثیر کوتاه‌مدت بر ساختار سرمایه است. در فصل چهارم، داده‌های تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. در بخش اول این فصل، آمار توصیفی مربوط به داده‌ها ارائه شده و همبستگی بین متغیرهای مدل به تفکیک شرکت‌های بورسی، فرابورسی و مزایده‌ای آورده شده است. سپس بر اساس روش‌های تخمین، به این نتیجه رسیده است که جهت تخمین مدل بایستی از روش داده‌های تابلویی (*Panel Data Approach*) استفاده شود. در آخرین بخش از این فصل نیز به تجزیه و تحلیل مدل‌های فرضیه اصلی و فرضیه‌های فرعی تحقیق به تفکیک شرکت‌های بورسی، فرابورسی و مزایده‌ای اقدام شده است. مدل‌های مذکور، یک بار برای دوره قبل از عرضه عمومی اولیه و یک بار نیز برای دوره بعد از عرضه عمومی اولیه مورد تخمین قرار گرفته‌اند. بر اساس نتایج حاصل شده، اکثر ضرایب برآوردی معنادار بوده و مدلها از برازش خوبی برخوردار بوده‌اند.

در فصل آخر تحقیق نیز به بیان نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات پرداخته شده است. ابتدا فرضیات تحقیق به صورت زیر بیان شده‌اند:

۱. زمانبندی بازار عرضه عمومی اولیه سهام بر ساختار سرمایه تأثیرگذار است. بر این اساس، شرکتها زمانی اقدام به انتشار اولیه سهام خود می‌کنند که هزینه حقوق صاحبان سهام آنها پایین باشد و نیز زمانی اقدام به بازخرید سهام خود می‌کنند که هزینه حقوق صاحبان سهام آنها بالا باشد.
۲. ارزش بازار به ارزش دفتری سهام با اهرم مالی رابطه معکوس دارد. بر این اساس، افزایش در نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری موجب کاهش اهرم شده و بنابراین موجب افزایش انتشار سهام می‌گردد و این امر با نظریه زمانبندی بازار سازگار است.
۳. زمانبندی بازار عرضه عمومی اولیه سهام دارای اثرات کوتاه‌مدت بر ساختار سرمایه است. سپس، بر اساس تخمینهای صورت گرفته و خروجی‌های مدل، نتایج زیر حاصل شده است:

۱. برای شرکتهایی که از طریق بورس واگذار شده‌اند، فرضیه اصلی و فرضیه فرعی اول مورد تأیید قرار گرفته‌اند و این بدان معناست که چه در دوره قبل از IPO و چه در دوره بعد از آن، زمانبندی عرضه عمومی اولیه سهام بر ساختار سرمایه این شرکتها تأثیرگذار بوده است.
۲. برای شرکتهایی که از طریق فرابورس واگذار شده‌اند، فرضیه اصلی و فرضیه فرعی اول برای دوره قبل از IPO رد شده و برای دوره بعد از آن مورد تأیید قرار گرفته است و معنای آن این است که زمانبندی عرضه عمومی اولیه سهام فقط در دوره بعد از عرضه عمومی اولیه بر ساختار سرمایه این شرکتها مؤثر بوده است.
۳. برای شرکتهایی که از طریق مزایده‌ای واگذار شده‌اند، فرضیه اصلی و فرضیه فرعی اول برای دوره قبل از IPO تأیید شده و برای دوره بعد از آن رد شده است که معنای آن این است که زمانبندی عرضه عمومی اولیه سهام فقط در دوره قبل از عرضه عمومی اولیه بر ساختار سرمایه این شرکتها مؤثر بوده است.
۴. فرضیه فرعی دوم نیز فقط در دوره بعد از عرضه عمومی اولیه توانسته است در کوتاه‌مدت بر ساختار سرمایه هر سه دسته شرکت مؤثر واقع شود.
در انتهای فصل نیز چند پیشنهاد به شرح زیر ارائه گردیده است:
 ۱. بایستی سعی شود تا اطلاعات واقعی در اختیار سهامداران و سرمایه‌گذاران قرار گیرد تا باعث ایجاد بازده اضافی برای آنان گردد.
 ۲. تحلیلگران نیز بایستی به اطلاعات واقعی دسترسی داشته باشند تا بتوانند از آنها در ارزیابی طرحهای تأمین مالی یا گزینه‌های سرمایه‌گذاری‌شان استفاده کنند.
 ۳. سازمان خصوصی‌سازی ایران و سازمان بورس اوراق بهادار تهران نیز می‌توانند با استفاده از اطلاعات واقعی، به جمع‌آوری پس‌اندازهای راکد بپردازند تا بتوانند در تأمین سرمایه‌های عظیم، تخصیص سرمایه‌ها به مؤثرترین سرمایه‌گذاری و تسهیل تأمین مالی شرکتها، ایفای نقش کنند.