

## تأثیر انتشار حق تقدم بر بازده سهامداران در بورس تهران<sup>۱</sup>

استاد راهنما: دکتر علی جهانخانی

نویسنده: دکتر ابراهیم عباسی\*

### چکیده

در این مقاله واکنش قیمت سهام نسبت به خبر افزایش سرمایه از طریق حق تقدم بررسی شده است. در این بررسی، بازده‌های غیرعادی پیرامون هفته‌های مجمع و بعد از اعلام خبر ۲۰۶ مورد حق تقدم، محاسبه و شناسایی می‌شوند. نمودارهای توصیفی از بازده‌های غیرعادی متوسط و تجمعی نشان دادند که واکنش بازار قبل از اعلام خبر، تفاوت معنی‌داری با صفر ندارد. این بدان معنی است که قبل از اعلام خبر، اطلاعات خاصی به بازار درز نکرده است. بازار، توان پیش‌بینی قیمت‌ها را ندارد. واکنش‌های تأخیری و بیش از حد بازار در هفته‌های پیرامون مجمع حاکی از این است که سرمایه‌گذاران به افشای خبر حق تقدم توسط شرکت اعتماد ندارند و عدم تقارن اطلاعاتی، کماکان بعد از اعلام خبر وجود دارد.

بازده‌های غیرعادی تجمعی از ۱۵ هفته قبل تا ۱۲ هفته بعد از مجمع، حاکی از ۱۷ درصد افزایش ثروت سهامداران است. با تشکیل سه پرتفوی از درصدهای حق تقدم رابطه بین افزایش سرمایه و درصد بازده‌های غیرعادی تجمعی در هفته ۱۲ بعد از مجمع بررسی شد. نتیجه نشان داد که اگر چه رابطه‌ای قوی بین این متغیرها وجود ندارد، اما بیشترین بازده‌های غیرعادی تجمعی، مربوط به شرکت‌هایی است که بیش از ۱۰۰ درصد افزایش سرمایه داده‌اند و به علاوه مقایسه میانگین قیمت بازار حق تقدم و میانگین ارزش تئوریک حق تقدم نشان داد که طی دوره مورد مطالعه (۷۶-۱۳۷۰)، گواهینامه حق تقدم، کمتر از ارزش

۱- این مقاله خلاصه‌ای از رساله دکتری می‌باشد که در تاریخ ۷۹/۵/۸ با راهنمایی دکتر علی جهانخانی در واحد علوم و تحقیقات

دانشگاه آزاد اسلامی دفاع شد. \* - عضو هیأت علمی مرکز آموزش مدیریت دولتی

تئوریک آن مورد مطالعه قرار گرفته است. یکی از مهم ترین دلایل قیمت گذاری ارزان گواهینامه های حق تقدم، تقبل ریسک نقدینگی است. این موضوع، بازده اضافی حدود ۷ درصد را برای خریداران حق تقدم به ارمغان آورده است.

کلمات کلیدی: حق تقدم، بازده غیرعادی، افزایش سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی، ارزش تئوریک

#### مقدمه

هر شرکتی درباره ساختار سرمایه اش، می تواند سه تصمیم زیر را اتخاذ نماید:

- ۱- تصمیم گیری درباره ترکیب دارایی ها و سرمایه گذاری شرکت که این گونه تصمیمات، ترکیب دارایی ها و اندازه شرکت را تعیین می کنند.
  - ۲- تصمیم گیری درباره نسبت های بدهی و اهرمی شرکت. این تصمیمات ساختار منابع مالی را از نظر ترکیب بدهی ها و سرمایه تعیین می کنند.
  - ۳- تصمیم گیری درباره ترکیب حقوق صاحبان سهام مبنی بر اینکه اجزای آن چه منابعی و هر یک چه مقدار باشند. این تصمیم، سیاست تقسیم سود و روش تامین مالی را تعیین می کند.
- تصمیم اولی حاکی از سیاست های سرمایه گذاری شرکت است. تصمیم های دوم و سوم، سیاست های تامین مالی بنگاه اقتصادی را تعیین می کنند. از بین این سه مقوله، تصمیمات سرمایه گذاری بیش از بقیه، مورد توجه اقتصاددانان مالی قرار گرفته اند. تصمیمات تامین مالی بنگاه اقتصادی کمتر مورد توجه بوده اند. این

جهت گیری، ناشی از این تفکر در بین اقتصاددانان مالی است که روش تامین مالی شرکت، بر ارزش شرکت تأثیری ندارد و موضوعی بی ارتباط است. این اندیشه توسط مدل های میلرو مادیگلیانی<sup>۲</sup> (۱۹۶۶) مطرح شد. در مقابل تفکر بی ارتباطی، پیروان مکتب بازارهای ناقص مدعی بودند که بین روش های تامین مالی و سیاست های تقسیم سود با قیمت سهام، رابطه ای وجود دارد. مدل های گوردن<sup>۳</sup> (۱۹۶۳) و والتر<sup>۴</sup> (۱۹۵۶) بیانگر تفکر ارتباط بین آن متغیرهاست.

مطالعات پیشین در بازارهای بورس معروف دنیا نشان می دهد که زمانی تصمیم به تامین مالی و انتشار سهام عادی علائم و نشانه های (روس<sup>۵</sup> ۱۹۷۷ و کوونی و کلی<sup>۶</sup> ۱۹۹۳) مثبتی را به بازار انتقال خواهد داد که سرمایه گذاران و بازار انتظار داشته باشند، سود سهام پس از افزایش سرمایه نسبت به قبل از آن بهبود یابد. به عبارت دیگر اگر این علائم دارای محتوای اطلاعاتی خوشایندی باشند، اثر مثبتی بر قیمت سهام می گذارند. در نتیجه

2- Miller and Modigliani

4- Walter

6- Cooney and Kalay

3- Gordon

5- Ross

مقایسه با سهام جایزه، از رواج بیشتری برخوردار است. جدول زیر، آمار انتشار حق تقدم را برحسب سال با فراوانی سهام جایزه، مورد مقایسه قرار می دهد.

آمار فراوانی انتشار حق تقدم و سهام جایزه برحسب سال

سال	۷۰	۷۱	۷۲	۷۳	۷۴	۷۵	۷۶	جمع	درصد
عرضه حق تقدم	۱۹	۲۳	۲۲	۳۶	۸۸	۱۰۴	۴۶	۳۳۸	۷۳
عرضه سهام جایزه	۱۵	۱۱	۱۱	۱۷	۲۱	۹	۱۱	۹۵	۲۰
عرضه همزمان حق تقدم و سهام جایزه	۶	۵	۱	۶	۴	۹	۳	۳۴	۷
کل موارد افزایش سرمایه	۴۰	۳۹	۳۴	۵۹	۱۱۳	۱۲۲	۶۰	۴۶۷	۱۰۰

این جدول نشان می دهد که طی سال های ۷۶-۷۰ از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران که اقدام به افزایش سرمایه کرده اند، ۷۳ درصد آنها از حق تقدم استفاده نموده اند. به طوری که در هر یک از این سال ها، تعداد موارد عرضه حق تقدم بیش از فراوانی عرضه سهام جایزه بوده است. برای دوره مطالعه از ۴۶۷ مورد افزایش سرمایه، ۷۳ درصد از طریق حق تقدم، ۲۰ درصد از طریق سهام جایزه و ۷ درصد همزمان از حق تقدم و سهام جایزه استفاده شده است. این ارقام نشانگر نقش و اهمیت روش حق تقدم در افزایش سرمایه شرکت های ایرانی است. به همین دلیل لازم است بدانیم که این شیوه رایج در تأمین مالی شرکت ها چه تأثیری بر بازده و افزایش ثروت سهامداران داشته است.

سهامداران در پیرامون اعلام خبر، با بازده های غیرعادی مثبتی مواجه می شوند. آنچه که برای سهامداران مهم است، تأثیر تصمیم مدیریت مبنی بر افزایش سرمایه و انتشار حق تقدم بر ثروت سهامداران و ارزش گواهی نامه حق تقدم برای آنان می باشد. در بازارهای بورس تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، افشاء و اعلام خبر انتشار حق تقدم می تواند بر بازده سهامداران مؤثر باشد و عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد (دایرکنز<sup>۷</sup> ۱۹۹۱ و کوراجزایک<sup>۸</sup> و همکاران ۱۹۹۲). به علاوه با تصویب حق تقدم در کنار بازار معاملات سهام عادی، بازاری برای معاملات گواهی نامه حق تقدم برای مدتی معین به وجود می آید. گواهی نامه حق تقدم از جمله ابزارهای مالی مشتقه است که ارزش آن، تابع ارزش سهام عادی است.

در این مقاله، به بررسی سه فرضیه پرداخته می شود: فرضیه اول درباره اندازه گیری بازده های غیرعادی پیرامون مجمع و اعلام خبر است. فرضیه دوم درباره رابطه درصد حق تقدم و بازده های غیرعادی تجمعی است. فرضیه سوم درباره اندازه گیری بازده اضافی ناشی از تقبل صرف ریسک در بازار معاملات گواهی نامه حق تقدم است.

#### اهمیت موضوع پژوهش

انتشار حق تقدم به عنوان یکی از روش های تأمین مالی شرکت های ایرانی در بورس تهران در

## اهداف پژوهش

هدف از بررسی موضوع پژوهش در این مقاله، موارد زیر می‌باشد:

- ۱- شناخت نحوه واکنش بورس تهران نسبت به اعلام خبر حق تقدم و مقایسه آن با واکنش‌های یک بازار کارا.
- ۲- اندازه‌گیری مقدار بازده‌های غیرعادی و افزایش ثروت سهامداران به دنبال خبر حق تقدم با توجه به درصد افزایش سرمایه.
- ۳- یافتن علل و دلایل این مسأله که چرا در بورس تهران، قیمت بازار گواهینامه‌های حق تقدم کمتر از ارزش تئوریک آن است؟

## جامعه آماری و قلمرو پژوهش

دوره مطالعه این پژوهش، سال‌های ۷۶-۱۳۷۰ می‌باشد. در این دوره، ۳۳۸ مورد حق تقدم توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران عرضه شده است. از این تعداد، ۲۰۶ مورد در ۱۵ هفته قبل و ۱۲ هفته بعد از مجمع معاملاتی به طور متناوب داشته و ۱۳۲ مورد از آنها فاقد معاملات طی هفته‌های پیرامون مجمع بوده‌اند. در این مقاله فقط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران که در این سال‌ها اقدام به عرضه حق تقدم کرده‌اند، مورد بررسی قرار می‌گیرند. از این رو کل جامعه شرکت‌های عرضه‌کننده حق تقدم که سهامشان در پیرامون هفته‌های قبل و بعد از مجمع مورد معامله قرار گرفته باشد، موضوع مورد مطالعه این پژوهش است. آن دسته از شرکت‌هایی که افزایش سرمایه خود را از طریق سهام جایزه و توأمأ از طریق سهام

جایزه و حق تقدم تأمین کرده‌اند، مورد نظر این پژوهش نمی‌باشد. در انتخاب ۲۰۶ مورد حق تقدم، به نکات زیر توجه شده است:

الف: معاملاتی طی ۱۵ هفته قبل از مجمع و ۱۲ هفته بعد از مجمع انجام گرفته باشند.

ب: خبری درباره تجزیه سهام، سهام جایزه و سود نقدی طی هفته‌های قبل و بعد از مجمع اعلام نشده باشد. لذا تنها وجه مشترک همه ۲۰۶ مورد، خبر اعلام و و تصویب حق تقدم بوده است.

## فرضیه اول و مبانی نظری آن

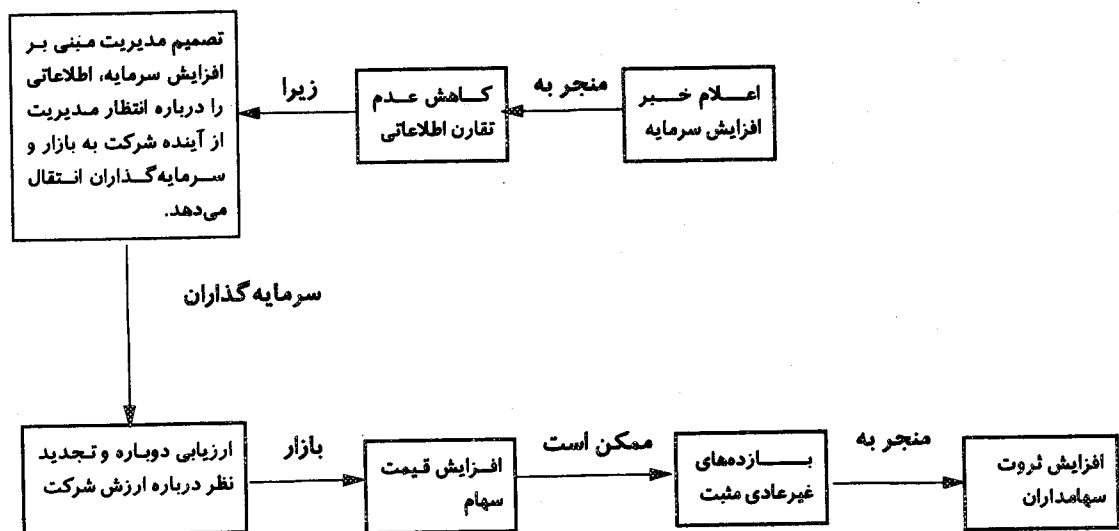
فرضیه اول این است که سهامداران شرکت‌هایی که حق تقدم عرضه کرده‌اند، در هفته پیرامون مجمع (یا اعلام خبر) با بازده‌های غیرعادی مثبتی مواجه شده‌اند. تئوری‌های مالی می‌گویند که روش تأمین مالی در ارزش شرکت تأثیری ندارد، بلکه نحوه استفاده از منابع مالی ممکن است ارزش افزوده‌ای برای شرکت به وجود آورد. به عبارت دیگر، تصمیمات سرمایه‌گذاری در ارزش شرکت مهم و مربوط است تا تصمیمات تأمین مالی.

معمولاً در بازارهای بورس دنیا، اطلاعات مربوط به پروژه‌های سرمایه‌گذاری با NPV مثبت اعلام نمی‌شود. مدیریت در باره آینده شرکت و پروژه‌های آن اطلاعاتی را دارد که سرمایه‌گذاران فاقد آن اطلاعات هستند. در نتیجه اطلاعات به طور یکسان و متقارن بین مدیریت و سرمایه‌گذاران توزیع نشده است. این قضیه منجر به فرضیه عدم

دهد. بنابراین سرمایه گذاران از روی تصمیمات مدیریت، علائم و نشانه‌هایی از وضع خوب یا بد شرکت دریافت می‌کنند و براساس محتوای اطلاعاتی خبر افزایش سرمایه، در باره ارزش شرکت پیش‌بینی کرده و قیمت سهام را تغییر می‌دهند. پس، تئوری عدم تقارن اطلاعاتی مدلی است که رفتار قیمت سهام را در پیرامون اعلام خبر افزایش سرمایه توضیح می‌دهد. فرآیند اثرگذاری اعلام خبر مانند نمودار زیر است.

سؤال این است که این بازده‌های غیرعادی در چه فاصله زمانی اتفاق می‌افتند و چه شکلی هستند؟ تئوری بازار کارا در شکل نیمه‌قوی<sup>۱۲</sup> آن می‌گوید: بازار به محض اعلام خبر حق تقدم، همه اطلاعات موجود را جذب کرده و آنها را در قیمت سهام منعکس می‌کند و در نتیجه بازده‌های

تقارن اطلاعاتی<sup>۹</sup> شد. یعنی مدیریت، اطلاعات بهتر و بیشتری را در باره شرکت در مقایسه با سرمایه گذاران دارد. در دنیای عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه گذاران برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی خود دائماً سعی می‌کنند تا از روی تصمیمات مدیریت، سر نرخ‌ها و نشانه‌هایی (علائمی) را دریافت کرده و پیش‌بینی کنند که آیا پروژه‌های شرکت NPV مثبت دارد یا خیر؟ آیا این پروژه‌ها ارزش افزوده ایجاد می‌کنند یا نه؟ همچنین فرضیات علائم<sup>۱۰</sup> و محتوای اطلاعاتی<sup>۱۱</sup> می‌گویند، سرمایه گذاران مستقیماً اطلاعاتی از وضع مالی و رشد شرکت ندارند. آنها وقتی متوجه این وضعیت می‌شوند که مدیریت با تصمیمات خود از جمله افزایش سرمایه، اطلاعات خاص و درون‌سازمانی (خصوصی) خود را به بازار انتقال



9- Information asymmetry hypothesis

10- Signalling hypothesis

11- Information content hypothesis

12- Semi-Strong form efficient market

بیش از بازده متناسب با ریسک بازار باشد.

### پیشینه پژوهش

در دنیا مطالعات زیادی در باره اندازه گیری بازده های غیرعادی در پیرامون تاریخ اعلام خبر حق تقدم انجام گرفته است. اسمیت<sup>۱۳</sup> (۱۹۷۷) در بورس نیویورک، بازده های غیرعادی مثبتی را در بعد از اعلام خبر حق تقدم مشاهده نکرد. مارش<sup>۱۴</sup> (۱۹۷۹) در بورس لندن بعد از اعلام خبر حق تقدم، بازده غیرعادی صفر را مشاهده کرد. بنابراین هر دو نتیجه گیری کردند که بازار بورس نیویورک و لندن در شکل نیمه قوی آن کاراست. تسانگاراکیس<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۶) فرضیه ای مشابه با فرضیه این مقاله را در بورس یونان (آتن) بررسی کرد و نتیجه گرفت که به دنبال اعلام خبر حق تقدم، بازده غیرعادی مثبتی حدود ۲/۵ درصد وجود دارد و لذا نتیجه گرفت که با اعلام حق تقدم، ثروت سهامداران افزایش می یابد.

بوکرن، اکبو و میشل سن<sup>۱۶</sup> (۱۹۹۷) مشابه فرضیه این پژوهش را در بورس نروژ مطالعه کردند و نتیجه گرفتند که بازده غیرعادی مثبتی کمتر از ۳ درصد بعد از اعلام خبر حق تقدم وجود دارد. فاما و همکارانش<sup>۱۷</sup> (۱۹۶۹) نشان دادند که طی ۴ ماه قبل از ماه تجزیه سهام، بزرگ ترین بازده غیرعادی اتفاق می افتد. آنها این بازده های غیرعادی قبل از

غیرعادی مثبتی تحقق می یابند.

در نحوه واکنش بازار نیمه قوی، سه نکته قابل توجه است:

اولاً بازده های غیرعادی در محدوده زمانی بسیار کوتاهی اتفاق می افتند، به طوری که بعد از اعلام خبر، بازده های غیرعادی، مقادیری نزدیک به صفر می شوند.

ثانیاً واکنش قیمت به اطلاعات جدید سریع است نه تدریجی. یعنی تعدیل قیمت یکباره است نه چندباره.

ثالثاً واکنش کامل است نه ناقص. بعد از اعلام خبر افزایش سرمایه، اگر خبر دیگری مطرح نشود، انتظار می رود در بازار نیمه قوی، بازده های غیرعادی ناپدید شوند. نتیجه این پدیده آن است که نمودار بازده های غیرعادی تجمعی شکل تخت و همواری پیدا می کند.

علاوه بر این استدلال قیاسی، به روش استقراء، مشاهدات تصادفی و تجربی در بورس تهران حاکی از آن است که قیمت سهام بعد از اعلام حق تقدم و قبل از مجمع افزایش می یابد. اما معلوم نیست که این افزایش قیمت ها منجر به بازده های غیرعادی می شوند یا خیر. زیرا هر افزایش قیمتی الزاماً به بازده های غیرعادی منجر نمی شود، بلکه افزایش قیمت، در صورتی بازده های غیرعادی مثبتی را به ارمغان می آورد که بازده حاصل از تغییر قیمت

13- Smith

14- Marsh

15- Tsangarakis

16- Boqhren, Eckbo and Michalsen

17- Fama, et al.

برای محاسبه بازده‌های غیرعادی، مراحل زیر به ترتیب طی شده است:

۱- تغییرات هفتگی قیمت سهام بر حسب ۱۵ هفته قبل از مجمع و ۱۲ هفته بعد از مجمع برای هر یک از ۲۰۶ مورد حق تقدم از روی اسناد و مدارک واقعی موجود در بایگانی بورس و آمارهای روزانه، ثبت و یادداشت شد. طبق ماده ۹۸ قانون تجارت، فاصله بین نشر دعوتنامه مجمع عمومی و تاریخ تشکیل آن حداقل ۱۰ روز و حداکثر ۴۰ روز است. به دلیل اینکه بعد از بررسی از طریق بایگانی بورس، مکاتبه با تعدادی از شرکت‌های و مراجعه به روزنامه‌ها و اداره ثبت شرکت‌ها، امکان تهیه تاریخ اعلام حق تقدم برای همه شرکت‌های مورد مطالعه میسر نبود، برای همه شرکت‌های مورد مطالعه، ۳ هفته قبل از تاریخ مجمع را تاریخ اعلام حق تقدم در نظر می‌گیریم.

هفته صفر، هفته تشکیل مجمع عمومی فوق‌العاده است. هفته‌های ۱- تا ۱۵- به ترتیب هفته‌های قبل از مجمع و هفته‌های ۱+ تا ۱۲+ به ترتیب هفته‌های بعد از مجمع تعریف می‌شوند.

۲- بازده واقعی سهم  $t$  در هفته  $t$  به صورت زیر محاسبه شد:

$$R_{jt} = \frac{\Delta P + D}{P_0} = \frac{(P_{jt} - P_{jt-1}) + D_{jt}}{P_{jt-1}}$$

$$j = 1, 2, 3, \dots, 206$$

$$-15 \leq t \leq +12$$

ماه تجزیه را به افزایش در سود سهام و سود تقسیمی مورد انتظار آتی نسبت دادند. اما پس از ماه تجزیه، متوسط بازده غیرعادی توزیع تصادفی داشته و روند سیستماتیک خاصی را مشاهده نکردند. بنابراین آنها شکل نیمه‌قوی بازار بورس نیویورک را از نظر کارایی تأیید کردند.

پژوهش‌های سینایی (۱۳۷۲) در بورس تهران نشان داد که در پیرامون هفته مجمع سهام جایزه و تجزیه سهام، بازده‌های غیرعادی وجود دارند.

### متدولوژی پژوهش

برای محاسبه بازده‌های غیرعادی، از مدل بازار تعدیل شده با ریسک<sup>۱۸</sup> استفاده شده است. این مدل توسط شارپ<sup>۱۹</sup> (۱۹۶۳) مطرح شد و توسط بلوم<sup>۲۰</sup> (۱۹۶۸) و فاما و همکارانش (۱۹۶۹) آزمون شد. این مدل می‌گوید: بازده هر سهمی ( $R_j$ ) با بازده پرتفوی بازار ( $R_m$ ) رابطه خاصی دارد. این رابطه را بتا (ریسک سیستماتیک) تعیین می‌کند. این مدل ادعا می‌کند که:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + U_{jt}$$

در این مدل:

$$R_{jt} = \text{بازده سهم } j \text{ در زمان } t \text{ (سود سهام + افزایش قیمت)}$$

$R_{mt}$  = متوسط بازده همه اوراق بهادار بازار بورس  
 $U_{jt}$  = جمله خطا  
 $\alpha$  و  $\beta$  = پارامترهای مدل‌اند که از سهمی به سهم دیگر متفاوت می‌باشند.

18- Risk - Adjusted market model

19- Sharpe

20- Blume

در این رابطه:

$$R_{jt} = \text{بازده واقعی سهم } z \text{ در هفته } t$$

$$P_{jt} = \text{قیمت بازار سهم } z \text{ در پایان هفته } t$$

$$P_{jt-1} = \text{قیمت بازار سهم } z \text{ در پایان هفته قبل}$$

$$D_{jt} = \text{سود نقدی پرداخت شده سهم } z \text{ در هفته } t \text{ یا}$$

مزایای ناشی از تصویب حق تقدم

مزایای حق تقدم به صورت زیر محاسبه شده

است:

$$D_{jt} = (1000 \times \text{درصد حق تقدم}) - (P_{ex} \times \text{درصد حق تقدم})$$

$$P_{ex} = \text{اولین قیمت بازار سهم } z \text{ بعد از مجمع}$$

فوق العاده است.

لازم به ذکر است که در این پژوهش، مزایای حق تقدم همه ۲۰۶ مورد حق تقدم برای اولین هفته بعد از مجمع (+۱) محاسبه و منظور شده است. اگر بر روی سهمی طی چند هفته، معاملاتی انجام نشده باشد، مقدار  $\Delta P$  برای آن هفته‌ها صفر منظور شده است. اگر  $D_{jt}$  برای آن هفته وجود نداشته باشد، بدیهی است که بازده واقعی سهم  $z$  در آن هفته صفر است.

۳- شاخص هفتگی کل بازار بر حسب تاریخ مجامع فوق العاده برای هر یک از ۲۰۶ مورد حق تقدم در طول ۲۸ هفته پیرامون مجامع تهیه شد. تغییرات هفتگی شاخص بازار به عنوان متوسط نرخ بازده بازار به صورت زیر محاسبه شد:

$$R_{mt} = \frac{\Delta I}{I_0} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

در این رابطه:

$$I_t = \text{مقدار شاخص کل که سطح عمومی بازار سهام}$$

را در پایان هفته  $t$  نشان می‌دهد.

$$I_{t-1} = \text{مقدار شاخص کل که سطح عمومی بازار}$$

سهام را در پایان هفته قبل نشان می‌دهد.

$$R_{mt} = \text{بازده بازار در هفته } t$$

۴- برآورد بازده سهم  $z$  طبق مدل رگرسیون

خطی زیر محاسبه شد:

$$R_{jt} = a + bR_{mt}$$

با توجه به مقادیر  $R_{mt}$  (متغیر مستقل مدل) به دست آمده در مرحله قبل و مقادیر  $a, b$  که تخمینی از  $\alpha$  و  $\beta$  جامعه هستند (به عنوان پارامترهای مدل برای هر شرکتی متفاوت می‌باشند)، مقدار بازده سهم  $z$  برای هر یک از هفته‌های پیرامون مجامع تخمین زده شد.

۵- محاسبه بازده غیرعادی ( $U_{jt}$ ): این بازده‌ها به عنوان باقی مانده‌های مدل رگرسیون از اختلاف بازده تخمینی سهم  $z$  از بازده واقعی سهم  $z$  در هفته  $t$  به دست می‌آید. این بازده‌های غیرعادی، همان مؤلفه‌های خطا یا متغیرهای تصادفی می‌باشند و فرض می‌شود که فرضیات مدل رگرسیون خطی در مورد  $U_{jt}$  برقرار است. یعنی اولاً میانگین باقی مانده‌های مدل رگرسیون صفر است و واریانس آن مستقل از  $t$  می‌باشد. ثانیاً مقادیر  $U_{jt}$  مستقل از

۲۱- لازم به ذکر است که مقادیر  $a$  و  $b$  در این پژوهش به طور مسقیم محاسبه نشده است، بلکه از نتایج و یافته‌های رساله آقای بقایی (۱۳۷۸) استفاده شده است.



یکدیگرند. ثانیاً توزیع  $U_{jt}$  مستقل از  $R_{mt}$  می باشد.

$$U_{jt} = R_{jt} - R_{jt}^{\wedge}$$

$$j=1,2,3,\dots,206$$

$$-15 \leq t \leq +12$$

ناخواسته (عوامل متفرقه) خنثی شده و تنها اثر باقی مانده عامل مشترک همه سهام یعنی حادثه حق تقدم باشد. تنها حادثه مشترک همه موارد حق تقدم در هفته مجمع، تصویب حق تقدم بوده است. اما در سایر هفته‌های پیرامون مجمع، خبرهای خوب و بد می‌توانند آثار مثبت یا منفی را روی قیمت سهام بگذارند. با عمل میانگین‌گیری، اثرات مثبت و منفی سایر عوامل ناخواسته خنثی می‌شوند. ۷- اثرات تجمعی بازده‌های غیرعادی در هفته‌های پیرامون از ۱۵ هفته قبل از مجمع تا ۱۲ هفته بعد از مجمع محاسبه شده است. متوسط مقادیر باقی مانده تجمعی مدل به صورت زیر محاسبه شد:

$$u_t = \sum_{i=-15}^{+12} \bar{u}_i$$

هدف از تجمعی کردن بازده‌های غیرعادی این است که اثرات شرایط بازار را در طول زمان خنثی کنیم. با تجمعی کردن، آثار تحولات و فراز و نشیب‌های بازار در طول هفته‌ها خنثی می‌شود.

نظر به اینکه در بررسی این فرضیه، همه حق تقدم‌های بازار برای دوره ۷ ساله مورد مطالعه قرار گرفته‌اند و ۲۰۶ مورد حق تقدم طبق روش‌های نمونه‌گیری تصادفی انجام نشده‌اند، نیازی به استفاده از روش‌های آمار استنباطی برای آزمون نیست. برای تحلیل نتایج فرضیه، از نمودارهای توصیفی استفاده می‌شود و نمودار بازده‌های غیرعادی با نمودارهای بازار کارا مقایسه و تحلیل می‌گردد.

اگر عوامل و شرایط یکسان، مشابه و مشترکی بر همه اوراق بهادار بورس اثر بگذارند، بازده واقعی  $(R_{jt})$  مساوی با بازده بازار خواهد بود و در نتیجه بازده غیرعادی صفر خواهد بود. اما اگر عوامل خاص شرکتی (از جمله خبر افزایش سرمایه) فقط بازده سهم خاصی را تحت تأثیر قرار دهد - بدون اینکه بر بازده سایر اوراق بهادار اثر بگذارد - آنگاه جمله خطا مقادیر غیر صفر خواهد داشت. هرگاه جمله خطا مقادیر غیر صفر و مثبت به خود بگیرد، نشانه وجود بازده‌های غیرعادی مثبت است که فقط خاص آن شرکت و سهم ز است.

۶- بعد از محاسبه مؤلفه خطا  $(U_{jt})$  برای ۲۸ هفته پیرامون مجمع و برای همه ۲۰۶ مورد حق تقدم، میانگین مؤلفه‌های خطا  $(U_{jt})$  در هر یک از هفته‌ها و برای همه ۲۰۶ مورد به صورت زیر محاسبه شد:

$$\bar{u}_t = \frac{\sum_{j=1}^{206} u_{jt}}{206}$$

$$j=1,2,3,\dots,206$$

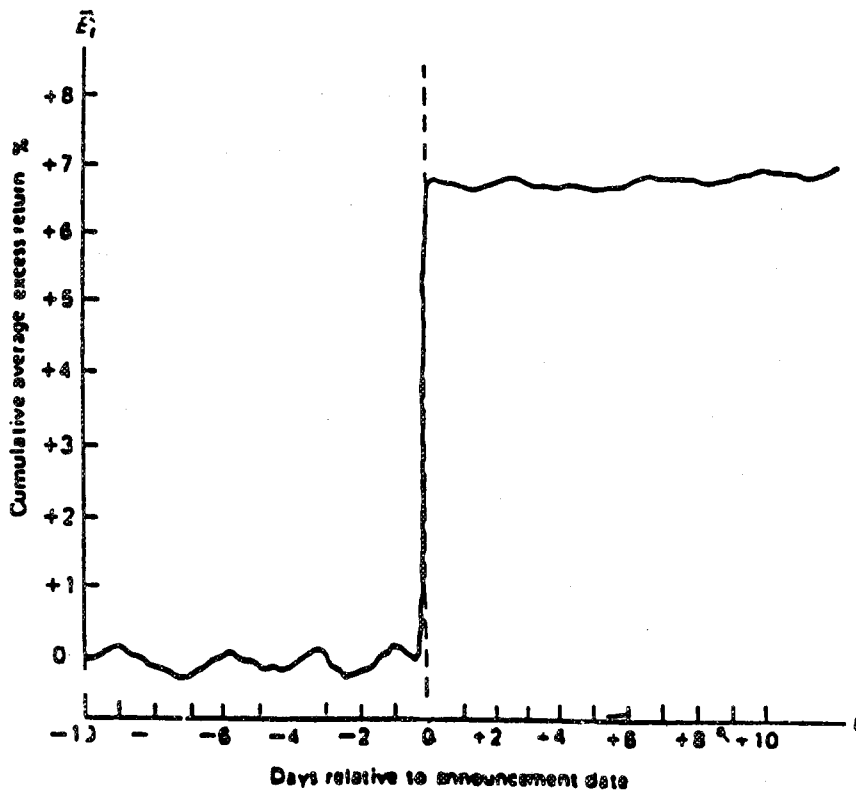
$$-15 \leq t \leq +12$$

علت میانگین‌گیری این است که آثار عوامل

### نحوه تغییرات بازده‌های غیرعادی تجمعی در یک بازار کارای نیمه‌قوی

زیادی بررسی شده و اکنون قیمت بازار، انعکاس همه اطلاعات موجود است. با اعلام رسمی خبر (خوشایند)، سهام با بازده‌های غیرعادی تجمعی مثبت مواجه می‌شود. مقدار بازده‌های غیرعادی تجمعی بعد از اعلان خبر، تغییر زیادی نمی‌یابد. زیرا اگر واکنش قیمت سهام در روز اعلام خبر کامل باشد و اگر شرکت‌های مورد نظر، هیچ حادثه مشترکی غیر از خبر افزایش سرمایه نداشته باشند، انتظار می‌رود که در روزهای بعد از اعلام خبر، تقریباً نیمی از سهام، بازده غیرعادی مثبت و نیمی

نمودار ۱ نشان می‌دهد که در بازار نیمه‌قوی، بازده‌های غیرعادی تجمعی تا قبل از روز اعلام خبر، تفاوت معنی‌داری از صفر ندارند. زیرا در این بازارها، اطلاعات عمومی در اختیار همگان است و قیمت‌ها بازتاب همه اطلاعات قابل دسترس عموم می‌باشند. اطلاعات، به سرعت و به طور فراگیر بر قیمت تأثیر می‌گذارند. تحلیل‌های یک سرمایه‌گذار تا زمانی که مبتنی بر اطلاعات عمومی است، در کسب بازده‌های غیرعادی مؤثر نخواهد بود. زیرا این اطلاعات قبلاً توسط تحلیلگران



نمودار ۱: واکنش قیمت سهام به اطلاعات جدید در یک بازار کارای نیمه‌قوی

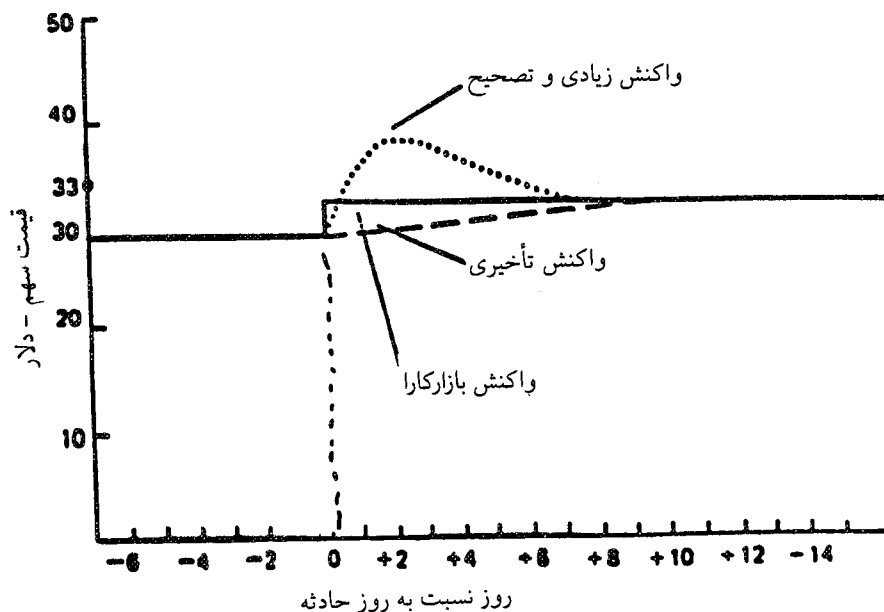
قیمت‌ها به سرعت و با رسیدن اطلاعات تعدیل می‌شوند. به عنوان مثال قیمت سهام از ۳۰ دلار به ۳۳ دلار افزایش می‌یابد. اگر چه این افزایش در قیمت سهام فوری است، اما اینکه فاصله بین دریافت اطلاعات جدید و واکنش قیمت چقدر باشد، به تکنیک‌ها و رویه‌هایی بستگی دارد که بازار برای دریافت و پردازش اطلاعات از آن استفاده می‌کند. اگر فرض شود، هیچ اطلاعات جدید دیگری بعد از زمان صفر وارد بازار نشود، بعد از دریافت خبر جدید در زمان صفر، هیچ‌گونه بازده اضافی مشاهده نخواهد شد.

خط شکسته حاکی از واکنش قیمت‌ها در یک بازار غیرکاراست. در این بازار، مکانیزم

دیگر منفی داشته باشند. در این صورت، مقدار بازده‌های غیرعادی تجمعی از روزی به روز دیگر بعد از تاریخ اعلام خبر تغییری نخواهد داشت (هاگن ۲۲، ۱۹۸۶).

### واکنش قیمت سهام به اطلاعات جدید در بازارهای کارا و غیرکارا

نمودار ۲، نحوه واکنش قیمت سهام را به ورود اطلاعات جدید در بازارهای کارا و غیرکارا مورد مقایسه قرار می‌دهد. اگر فرض کنیم در زمان صفر، اطلاعات مثبت و خبر خوبی درباره سهم خاصی وارد بازار شود، خط پیوسته، واکنش قیمت سهام را در یک بازار کارا نشان می‌دهد. در یک بازار کارا،

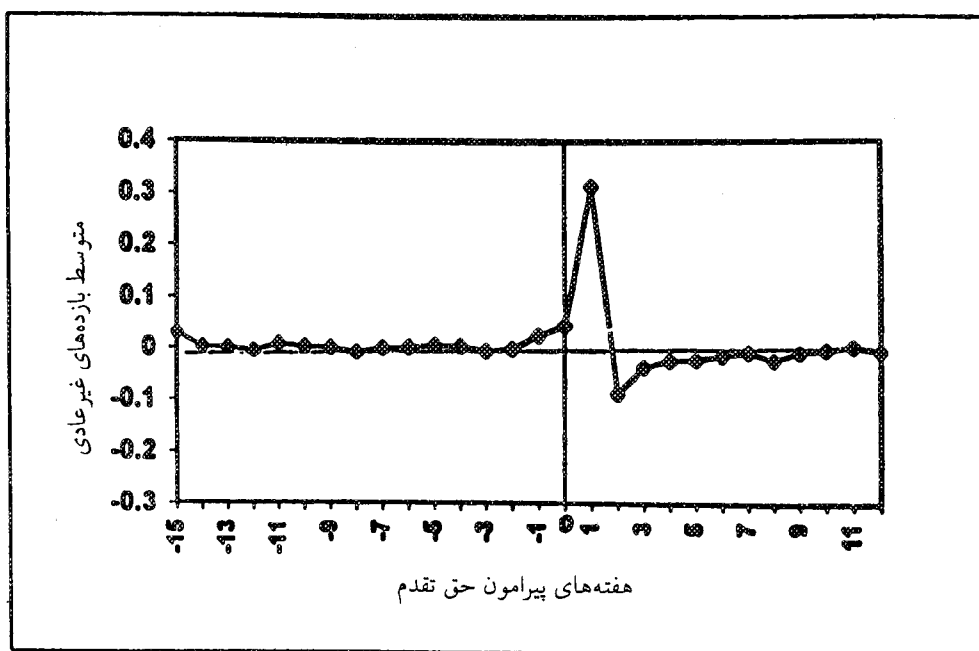


نمودار ۲: واکنش قیمت سهام به اطلاعات جدید در یک بازار کارا و غیرکارا

اینکه به تدریج قیمت بازار به ارزش ذاتی سهم یعنی ۳۳ دلار نزدیک می‌شود.

خط نقطه چین نیز حاکی از رفتار قیمت سهام در یک بازار غیرکاراست. در این حالت، آن دسته از سرمایه‌گذارانی که نسبت به مفاهیم اطلاعات رسیده و ارزش سهم، خوشبین هستند و یا اولین اطلاعات را به دست می‌آورند، با تقاضای خرید، قیمت سهام را افزایش می‌دهند. آنها احساس می‌کنند که ارزش ذاتی سهم بیش از ۳۳ دلار است و لذا تقاضای زیاد آنها باعث افزایش بیش از حد قیمت سهم می‌شود. اما در این زمان، سرمایه‌گذاران خبره و مطلع وقتی متوجه قیمت‌گذاری سهم بیش از ارزش ذاتی اش می‌شوند، اقدام به فروش سهام خود می‌کنند. این اقدام، باعث

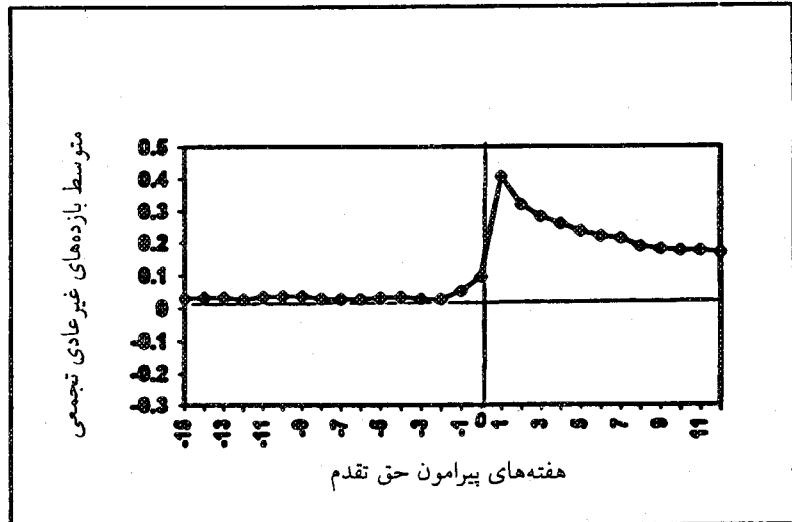
اطلاع‌رسانی ناقص است و اطلاعات به کندی و با تأخیر انتقال می‌یابند. به طوری که اطلاعات پس از وصول توسط کارگزاران ملی و پس از انجام تفسیرهای لازم در اختیار کارگزاران محلی قرار می‌گیرند. کارگزاران محلی پس از دریافت اطلاعات و تفسیرها، آن را در اختیار مشتریان عمده خود قرار می‌دهند. عمده‌ای از سرمایه‌گذاران اقدام به معامله کرده و موجب افزایش قیمت سهام در روزهای اولیه می‌شوند. بعد از چند روز، تحلیلگران مؤسسات سرمایه‌گذاری، گزارش‌ها و اطلاعات را افشا کرده و مشتریان خود را از قیمت‌گذاری ارزان سهام آگاه می‌کنند. بنابراین آنها به تدریج تصمیم به خرید سهام می‌گیرند که با تقاضای زیاد، قیمت سهام افزایش می‌یابد، تا



نمودار ۳: متوسط بازده‌های غیرعادی در هفته‌های پیرامون حق تقدم

جدول بازده‌های غیرعادی متوسط و تجمعی در پیرامون هفته حق تقدم

A.R	هفته	C.A.R
0.029	-15	0.029
0.002	-14	0.031
0	-13	0.031
-0.005	-12	0.026
0.008	-11	0.034
0.002	-10	0.036
0	-9	0.036
-0.008	-8	0.028
-0.001	-7	0.027
0	-6	0.027
0.005	-5	0.032
0.003	-4	0.035
-0.008	-3	0.029
-0.002	-2	0.027
0.024	-1	0.051
0.044	0	0.095
0.313	1	0.408
-0.088	2	0.32
-0.037	3	0.283
-0.024	4	0.259
-0.023	5	0.236
-0.015	6	0.221
-0.008	7	0.213
-0.024	8	0.199
-0.039	9	0.18
-0.005	10	0.175
0.001	11	0.176
-0.028	12	0.168



نمودار ۴: متوسط بازده‌های غیرعادی تجمعی در پیرامون حق تقدم

۲- در بورس تهران، افراد خبره بازار توان پیش‌بینی خبر را ندارند. پیش‌بینی باید براساس قراین و شواهد باشد و به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی زیاد، شواهدی در اختیار بازار نبوده است که براساس آن بتواند قیمت‌ها را پیش‌بینی کند. بازار نسبت به خبر آتی بی تفاوت بوده و عکس‌العمل لازم را نشان نداده است. بنابراین به دلیل اینکه بازار قادر به پیش‌بینی نبوده، انتظارات بازار هم تغییری نکرده است.

۳- به نظر می‌رسد کنترل قیمت‌ها و محدودیت در افزایش قیمت‌ها، انعطاف‌پذیری کامل قیمت‌ها را در قبل از خبر، تضعیف کرده است.

تعدیل و تصحیح قیمت شده و ارزش سهم را به ۳۳ دلار کاهش می‌دهد. در هر حال، اگر بازار سهام واقعاً کارا باشد، هیچ کدام از این دو حالت اخیر اتفاق نمی‌افتد.

تحلیل نمودار بازده‌های غیرعادی پژوهش (نمودارهای ۳ و ۴)

قبل از اعلام خبر

۱- در بورس تهران قبل از اعلام خبر حق تقدم، اطلاعات خاصی به بازار درز نکرده است. اگر عده‌ای هم اطلاعاتی داشته‌اند، تعداد آنها به قدری کم بوده که عمل خرید و فروش آنها نتوانسته است، تأثیر زیادی روی قیمت سهام بگذارد.

## بعد از اعلام خبر

تهران، تداوم افزایش قیمت‌ها در هفته بعد از اعلام خبر باعث شده است تا بازده غیرعادی پایدار بماند. بعد از اینکه بازار، متوجه واکنش بیش از حد می‌شود، اقدام به تصحیح قیمت‌ها کرده و از هفته ۲+ تا ۱۲+، بازده غیرعادی همواره مقادیر منفی هستند و لذا نمودار بازده غیرعادی تجمعی شکل نزولی به خود می‌گیرد. بازده غیرعادی تجمعی در هفته ۱۲+ (از هفته ۱۵- تا ۱۲+ یعنی ۲۸ هفته) ۱۷ درصد است. این رقم برحسب سال حدود ۳۱ درصد خواهد بود. نظر به اینکه بیشتر بازده‌های غیرعادی بعد از تاریخ اعلام (هفته ۳-) اتفاق افتاده است، برای دوره ۱۶ هفته‌ای (از ۳- تا ۱۲+) بازده غیرعادی تجمعی ۰/۱۳۳ است که برای سال، حدود ۴۳ درصد می‌باشد. نتیجه بررسی این فرضیه چنین است:

اولاً این فرضیه که سهامداران در پیرامون مجمع و یا بعد از اعلام خبر با بازده‌های غیرعادی مواجه بوده‌اند، مورد تأیید قرار می‌گیرد. ثانیاً نتیجه این پژوهش، گزارش سایر پژوهش‌ها در ایران را مبنی بر غیرکارا بودن بورس تهران در شکل نیمه‌قوی‌اش مورد تأیید قرار می‌دهد.

## فرضیه دوم و مبنای نظری آن

این فرضیه می‌گوید که با افزایش درصد حق تقدم، بازده‌های غیرعادی تجمعی در هفته ۱۲+ افزایش می‌یابند. دیدگاه اول نظر مدیران مالی و بانک‌های سرمایه‌گذاری است. این گروه ادعا می‌کند که انتشار سهام و افزایش سرمایه باعث

۱- در بازار نیمه‌قوی انتظار داریم به محض پخش خبر حق تقدم، قیمت سهام به میزان ارزش خبر بلافاصله تغییر یابد. در بورس تهران، هضم اطلاعات و تعدیل قیمت‌ها کند صورت می‌گیرد. بازار واکنش ناقص، تأخیری و تدریجی دارد. در روز اعلان، بازار نمی‌تواند ارزش افزوده خبر را کاملاً منعکس کند. بازار به خبر حق تقدم و افشای مدیریت با بی‌اطمینانی واکنش تدریجی نشان می‌دهد. این بدان معنی است که با اعلام خبر حق تقدم، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش نیافته است.

۲- بازده‌های غیرعادی ۲/۴ درصد، ۴/۴ درصد و ۳۱ درصد به ترتیب برای هفته‌های ۱-، صفر و ۱+ نشان می‌دهد که در بورس تهران، سرمایه‌گذاران پس از اعلام حق تقدم با داشتن اطلاعات عمومی منتشر شده نیز می‌توانند ثروتمند شوند. در مطالعات فاما و همکارانش (۱۹۶۹)، بازده غیرعادی در ماه حادثه تجزیه سهام ۰/۰۰۶ بوده است. یعنی تا قبل از اعلام خبر، بازار همه اطلاعات موجود را جذب کرده و در قیمت سهام منعکس می‌کند. اما در بورس تهران، قیمت سهام، اطلاعات در دسترس عموم را نیز منعکس نمی‌کند.

۳- در بازار نیمه قوی بعد از اعلام خبر، تغییرات قیمت تحت تأثیر عوامل دیگر است نه خبر اعلام حق تقدم. در بازار نیمه قوی اگر خبر دیگری بعد از اعلام حق تقدم مطرح نشود، بازده غیرعادی ناپدید شده و مقادیر آنها تصادفی خواهد بود. در نتیجه بازده‌های غیرعادی تجمعی، شکل تخت و همواری خواهند داشت. اما در بورس

نگهداری کنند. حال انتظار می‌رود، اگر مبلغ سرمایه کم باشد، این اقدام ظرفیت تولید را چندان افزایش ندهد و لذا تأثیر زیادی در EPS نداشته باشد. اگر خبر افزایش سرمایه، محتوای اطلاعاتی زیادی نداشته باشد، افزایش قیمت، بازده غیرعادی زیادی را موجب نمی‌شود. اما اگر افزایش سرمایه زیاد باشد، سرمایه‌گذاران متوجه می‌شوند، شرکت، برنامه‌هایی برای توسعه بلندمدت و خرید دارایی‌های ثابت دارند. اگر بازار پیش‌بینی کند، این برنامه‌ها نسبت‌های سودآوری را بهبود می‌بخشند، افزایش سرمایه را مثبت و خوب تلقی کرده و قیمت سهام را به اندازه ارزش فعلی جریان‌ات نقدی مورد انتظار افزایش می‌دهد. این استدلال مبتنی بر این فرض است که پروژه‌های شرکت، NPV مثبت دارد و لذا هر قدر درصد حق تقدم بالا می‌رود، قیمت سهام بیشتر افزایش یافته و منجر به بازده غیرعادی بیشتری می‌شود.

اسکولز (۱۹۷۲) در بورس نیویورک فرضیه فشار قیمت را رد کرد. وی متوجه شد که رابطه‌ای بین افت قیمت و درصد حق تقدم وجود ندارد. مارش (۱۹۷۹) در بورس شهر لندن فرضیه فشار قیمت را رد کرد و با مقدار ضریب تعیین  $R^2 = 0/0001$  نتیجه گرفت که بین این دو متغیر، رابطه‌ای وجود ندارد بلکه آنها مستقل از یکدیگر هستند.

کاهش قیمت سهام می‌شود. این دیدگاه توسط شولز<sup>۲۳</sup> (۱۹۷۲) به فرضیه فشار قیمت<sup>۲۴</sup> معروف شد. فرضیه فشار قیمت می‌گوید که هر قدر درصد حق تقدم افزایش می‌یابد، قیمت بعد از مجمع تنزل بیشتری می‌یابد. در نتیجه انتظار داریم که بازده‌های غیرعادی کاهش یابند. دو فرضیه زیر، فرضیه فشار قیمت را توجیه می‌کنند.

**الف: فرضیه منحنی تقاضا با شیب نزولی<sup>۲۵</sup>:** این فرضیه می‌گوید که برای ایجاد تقاضای زیاد به دنبال انتشار و فروش سهام، قیمت سهام بایستی به قدری کاهش یابد تا سرمایه‌گذاران را به خرید سهام تشویق کند.

**ب: فرضیه هزینه معاملات<sup>۲۶</sup>:** این فرضیه می‌گوید که انتشار سهام، هزینه‌های زیادی از جمله هزینه‌های بازاریابی، جانبی، کارمزد مؤسسات تأمین سرمایه و هزینه فرصت مدیریت و کارکنان را به همراه دارد. کاهش قیمت بعد از انتشار سهام، حاکی از تنزیل این گونه هزینه‌های مورد انتظار است.

دیدگاه دوم توسط سرمایه‌گذاران و کارگزاران براساس فرضیه علائم مطرح می‌شود. طبق این دیدگاه اگر مبلغ افزایش سرمایه نسبت به سرمایه قبلی کم باشد، انتظار می‌رود مبلغ افزایش سرمایه برای نیازهای سرمایه در گردش به کار رود. یعنی شرایط تورمی باعث می‌شود شرکت‌ها، دارایی‌های جاری بیشتری را برای تأمین نقدینگی

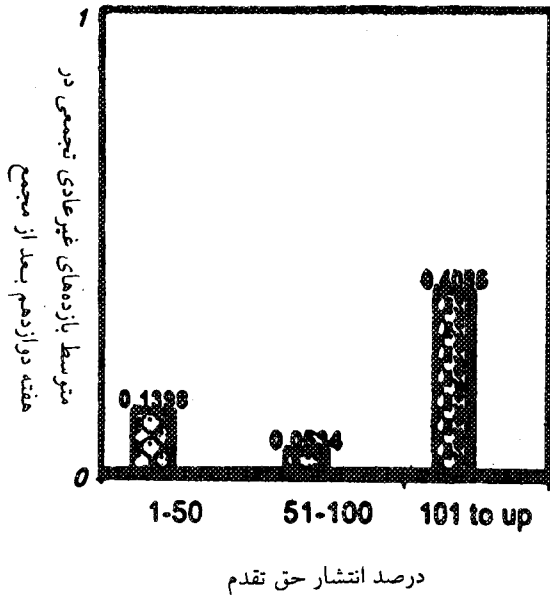
23- Scholes

24- Price pressure hypothesis

25- Downward sloping demand curve hypothesis

26- Transaction cost hypothesis

اگر روند گذشته ادامه یابد، حق تقدم شرکت‌هایی را خریداری کنند که بیش از ۱۰۰ درصد افزایش سرمایه می‌دهند.



نمودار ۵: بازده غیرعادی تجمعی در هفته دوازدهم بعد از مجمع برحسب درصد حق تقدم

### فرضیه سوم و مبنای نظری آن

در این فرضیه ادعا می‌شود که قیمت بازار گواهینامه حق تقدم کمتر از ارزش تئوریک آن است. در یک بازار کارای قوی، قیمت سهام بسیار نزدیک به ارزش نظری آن تعیین می‌شود. یکی از بازارهای معاملات اوراق بهادار مشتقه، بازار گواهینامه حق تقدم است. نظر به اینکه حداقل مهلت پذیره‌نویسی حق تقدم طبق قانون تجارت

محققان بزرگ مالی مانند بلاک و شولز<sup>۲۷</sup> (۱۹۷۳)، این نوع فرضیات را از طریق تجزیه و تحلیل بازده پرتفوی بررسی کردند. زیرا تشکیل پرتفوی یک شیوه و متدولوژی است که آثار سایر عوامل مداخله‌کننده را کنترل و خنثی می‌کند. با استفاده از همین روش، همه ۲۰۶ مورد حق تقدم برحسب درصد‌های حق تقدم به ۳ طبقه تقسیم شدند. ۱-۵۰ درصد، ۵۱-۱۰۰ و ۱۰۰ درصد به بالا. متوسط بازده غیرعادی تجمعی در هفته ۱۲+ به ترتیب ۰/۱۳۹، ۰/۰۵۳، و ۰/۴۰۸ به دست آمد.

### بازده‌های غیرعادی تجمعی در سه پرتفوی

برحسب درصد حق تقدم			
درصد حق تقدم	۱-۵۰	۵۱-۱۰۰	۱۰۰ به بالا
فراوانی	۸۱	۷۸	۴۷
بازده غیرعادی تجمعی در هفته دوازدهم	۰/۱۳۹	۰/۰۵۳	۰/۴۰۸

جدول بالا و نمودار ۵ نشان می‌دهد که افزایش سرمایه با درصد‌هایی بیش از ۱۰۰ درصد بازده‌های غیرعادی بسیار بالایی در مقایسه با درصد‌های کمتر از آن داشته است. شرکت‌هایی که بین ۵۱-۱۰۰ درصد حق تقدم تصویب کرده‌اند، کمترین بازده غیرعادی، نصیب سهامداران آنها شده است. در نتیجه اگرچه رابطه قوی‌ای بین درصد حق تقدم و بازده غیرعادی تجمعی نمی‌توان یافت، اما می‌توان به سرمایه‌گذاران توصیه کرد که



می‌شود. میانگین قیمت بازار گواهینامه حق تقدم ۶۱۲۴ ریال و میانگین ارزش تئوریک حق تقدم ۶۵۷۵ ریال محاسبه شد. این تفاوت نشان می‌دهد که بازده اضافی حدود ۷ درصد برای خریداران گواهینامه حق تقدم حاصل می‌شود. به عبارت دیگر، در طول دوره مطالعه خریداران گواهینامه حق تقدم به طور متوسط ۷ درصد گواهینامه را ارزان‌تر از ارزش تئوریک آن خریداری کرده‌اند. این نرخ برای مدتی معادل با مهلت پذیره‌نویسی به علاوه انتظار برای دریافت اصل سهام است.

#### دلایل قیمت‌گذاری ارزان گواهینامه حق تقدم

لازم است به این سؤال پاسخ دهیم که چرا در بورس تهران قیمت بازار حق تقدم، کمتر از ارزش تئوریک گواهینامه حق تقدم است؟ تحلیل‌های زیر، مهم‌ترین دلایل این پدیده را توجیه می‌کنند:

- ۱- ریسک نقدینگی گواهینامه حق تقدم: در بورس تهران، خریداران و اعمال‌کنندگان حق تقدم معمولاً چند ماه پس از مهلت پذیره‌نویسی به اصل سهام خود دست می‌یابند. این مدت، افزون بر حداقل دو ماه مهلت پذیره‌نویسی است. تا وقتی که سهامدار، برگه سهام خود را در اختیار نداشته باشد، نمی‌تواند آن را به فروش رساند. بنابراین، اوراق بهادار خود را از زمان پذیره‌نویسی تا دریافت اصل سهام از دست می‌دهد. در حالی که خریداران سهام، در طی این مدت در صورت در اختیار داشتن سهام هر زمان بخواهند می‌توانند آن را بفروشند. بنابراین خرید سهام قدرت نقدینگی سرمایه‌گذاری را کاهش نمی‌دهد. اما خریداران حق تقدم از

دو ماه می‌باشد، مهلت اعمال و یا معاملات و نقل و انتقال گواهینامه‌های حق تقدم نیز حداقل دو ماه خواهد بود. در این مدت، علاوه بر سهام که طبق روال عادی خود در بازار سهام معامله می‌شود، برای مدت کوتاهی بازاری برای گواهینامه حق تقدم به وجود می‌آید که این اوراق بهادار مشتقه در آن بازار نیز مورد معامله قرار می‌گیرد. هر شخصی برای سرمایه‌گذاری در سهام به دو شکل می‌تواند عمل کند: روش اول، خرید مستقیم سهام است و روش دوم، خرید گواهینامه حق تقدم و سپس پذیره‌نویسی آن. از دیدگاه تئوریک فرقی نمی‌کند که شخص سرمایه‌گذار سهام را خریداری کند یا حق تقدم سهام را بخرد و سپس آن را پذیره‌نویسی نماید. زیرا در بازارهای کارا، قیمت بازار سهام و حق تقدم نزدیک به ارزش ذاتی آن تعیین می‌شود. بنابراین، تصمیم شخصی برای سرمایه‌گذاری روی سهام و یا حق تقدم، تأثیری بر ثروت وی ندارد و با خرید حق تقدم نمی‌توان به بازده اضافی به طور پیوسته دست یافت. اما وجود مسائل و نواقصی در بازار، ریسک‌هایی را برای خریدار حق تقدم تحمیل می‌کند. پاداش تقبل این ریسک‌ها آن است که انتظار داشته باشیم، قیمت بازار گواهینامه حق تقدم کمتر از ارزش نظری آن باشد.

به منظور بررسی این فرضیه برای دوره ۱۳۷۰-۷۶، حدود ۲۱۲۴ مورد معامله حق تقدم که در همان روز سهام مربوطه نیز مورد معامله قرار گرفته بود، جمع‌آوری شد. ارزش تئوریک گواهینامه حق تقدم به صورت تفاضل هزار ریال (قیمت پذیره‌نویسی) از قیمت بازار سهام تعریف

امکان نقدینگی برای مدتی محروم می‌شوند.

۲- ریسک عدم امکان فروش دوباره حق تقدم: سازمان بورس از اواخر سال ۷۵، طرح «گواهینامه نقل و انتقال سپرده سهام» را به جای برگه‌های سهام جایگزین نمود تا نقدینگی سهام افزایش یابد. زیرا در گذشته، خریداران سهام بعد از گذشت چند هفته از تاریخ خرید، به برگه سهام خود دست می‌یافتند و در بسیاری از موارد، شرکت‌ها به منظور بازاریابی و کنترل قیمت سهام، برگه‌های سهام خریداران را دیرتر در اختیار آنان قرار می‌دادند و بدین ترتیب، عرضه و تقاضا را تا حدودی کنترل می‌کردند و این اقدام، گاهی باعث افزایش زیاد قیمت سهام می‌شد. در حالی که این طرح فعلاً در مورد گواهینامه‌های حق تقدم اجرا نمی‌شود. از سوی دیگر، طبق عرف بازار بورس تهران، گواهینامه حق تقدم فقط یک بار امکان نقل و انتقال دارد. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری که گواهینامه حق تقدم را از سهامداران می‌خرد، حق فروش مجدد آن را ندارد، بلکه تنها راهکار او پذیره‌نویسی آن پس از خرید است. این وضعیت، یک نقطه ضعف و از نواقص بازار معاملات گواهینامه حق تقدم محسوب می‌شود. در حالی که سهام می‌تواند به هر تعدادی در هر روز، به دفعات متعدد معامله شود. لازم به ذکر است که اکنون، طرح قابلیت نقل و انتقال و معاملات حق تقدم، مانند برگه‌های سهام در بورس، در دست بررسی است که امید است با اجرای طرح مذکور، این مسأله در مورد گواهینامه حق تقدم برطرف شود و بازار فعالی طی مهلت پذیره‌نویسی برای آن به وجود آید.

۳- ریسک عدم ثبت افزایش سرمایه تا تاریخ

مجمع: نظر به اینکه طبق ماده ۱۸۴ قانون تجارت در صورتی سهامداران در مجمع عادی از مزایای افزایش سرمایه برخوردار خواهند بود که قبل از مجمع عادی، موضوع افزایش سرمایه در مرجع ثبت شرکت‌ها به ثبت رسیده باشد. حال اگر شرکت نتواند به هر دلیلی موضوع افزایش سرمایه را تا قبل از مجمع عادی به ثبت رساند، به خریداران گواهینامه حق تقدم، سود سهام و حق رأی تعلق نخواهد گرفت. بنابراین، بخشی از قیمت‌گذاری پایین گواهینامه‌های حق تقدم را می‌توان به ریسک عدم ثبت افزایش سرمایه تا تاریخ مجمع عادی نسبت داد. طبق ماده ۱۸۲ قانون تجارت، این ریسک می‌تواند تا ۹ ماه بعد از تاریخ تسلیم طرح اعلامیه پذیره‌نویسی ادامه یابد.

### خلاصه نتایج و یافته‌های پژوهش

۱- انتشار حق تقدم در بورس تهران طی دوره ۷۶-۷۰ برای سهامداران، بازده‌های غیرعادی مثبتی را در پیرامون مجمع و بعد از اعلام خبر به همراه داشته است. این بازده‌های غیرعادی در هفته‌های ۱-، صفر و ۱+ به ترتیب ۲/۴ درصد، ۴/۴ درصد و ۳۱/۳ درصد می‌باشند. این بدان معنی است که خریداران حق تقدم، بعد از اعلام خبر، حتی با دسترسی به اطلاعات عمومی منتشر شده نیز می‌توانند افزایش ثروتی را برای خود فراهم آورند. این افزایش ثروت به صورت بازده‌های غیرعادی تجمعی از ۱۵ هفته قبل تا ۱۲ هفته بعد از مجمع حدود ۱۷ درصد می‌باشد.

می‌آورد و در عین حال، در افزایش درآمد مالیاتی و کارمزد کارگزاران و بورس، مؤثر خواهد بود.

۲- به منظور افزایش قدرت نقدینگی حق تقدم‌ها، گواهینامه‌های قابل معامله‌ای طراحی و تدوین شوند تا سهامداران و خریداران حق تقدم‌ها با پذیره‌نویسی، از امکان نقدینگی اوراق بهادار خود برای چند ماه محروم نشوند.

۳- ضوابط و محدودیت‌هایی وضع شوند تا شرکت‌ها قبل از افزایش سرمایه، اطلاعات توجیهی جامع و قابل قبولی را درباره دلایل و نحوه مصرف وجوه افزایش سرمایه در اختیار بازار و جامعه سرمایه‌گذاران قرار دهند. به دلیل بالا بودن هزینه تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی، بانک مرکزی و سایر مراجع اجازه انتشار اوراق مشارکت و یا سهام ممتاز را برای شرکت‌ها بدهند.

۴- با اصلاح ضوابط مالیاتی و یا حذف مالیات بر صرف سهام به شرکت‌ها اجازه دهند تا سهام خود را تقریباً معادل قیمت بازار (و یا حداکثر ۵ درصد زیر قیمت بازار) عرضه نمایند.

۵- با ایجاد و توسعه سندیکای مؤسسات تأمین سرمایه امکان عرضه عمومی سهام به قیمت روز از طریق عرضه حق تقدم تضمین شده فراهم شود.

۲- رابطه معنی‌داری بین درصد حق تقدم با بازده غیرعادی تجمعی وجود ندارد. اما وجود رابطه‌ای ضعیف نشان می‌دهد که بازده غیرعادی تجمعی، حق تقدم‌هایی بیش از ۱۰۰ درصد بالاتر از بازده غیرعادی تجمعی حق تقدم‌هایی است که کمتر از ۱۰۰ درصد عرضه می‌شوند.

۳- میانگین قیمت بازار گواهینامه‌های حق تقدم در بورس تهران، کمتر از میانگین ارزش نظری آن می‌باشد. این تفاوت به دلیل تقبل صرف ریسک از زمان پذیره‌نویسی تا دریافت برگه‌های سهام، بازده اضافی حدود ۷ درصد را برای سهامداران به ارمغان آورده است.

### پیشنهادها و راه‌حل‌ها

۱- مقرراتی وضع شوند تا بدان وسیله، بازاری برای نقل و انتقال مجدد گواهینامه‌های حق تقدم طی مهلت پذیره‌نویسی به وجود آید. امکان خرید و فروش مجدد حق تقدم‌ها علاوه بر اینکه می‌تواند جای خالی بازار معاملات اوراق بهادار مشتقه را تا حدی پر نماید، بلکه به دلیل پایین بودن قیمت حق تقدم‌ها نسبت به قیمت سهام احتمالاً بازده شکاف خرید و فروش بالاتری نسبت به سهام به وجود

## منابع

## ۱- قانون تجارت

۲- گزارش‌ها، هفته‌نامه‌ها و سالنامه‌های بورس اوراق بهادار تهران.

۳- بقایی، علی (۱۳۷۸)، طراحی و تبیین مدل اندازه‌گیری ریسک شرکت و تعیین رابطه آن با بازده، دانشگاه تهران، رساله دکترا، دیسکت پیوست پایان نامه.

۴- سینایی، حسنعلی (۱۳۷۲)، بررسی پیرامون تجزیه سهام و سهام جایزه در بورس تهران، دانشگاه تهران، رساله دکترا، ص ۱۷-۱۰۱.

- 1- Walter, J. E (1956). Dividend Policies and Common Stock Prices. *journal of finance*, 9 march PP:29-41.
- 2- Gordon myron J. (1963). Optimal investment and financing policy, *journal of finance Ce*, 18 may PP: 267.
- 3- Miller M. H. and F.modigliani. (1961). Dividend Policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, October PP: 411-33.
- 4- Ross S. (1977). The determination of financial structure: the incentive signalling approach, *Bell journal of economics* 8, PP: 23-40.
- 5- Cooney John w, Jr. and Anver Kalay, (1993). Positive information firm equity issue announcements. *Journal of financial Economics*. 33. PP: 149-172.
- 6- Dierkens, nathalie. (1991). Information asymmetry and equity issue. *Journal of financial and Quantitative analysis*, Vol 26 No. 2 June. PP: 181 - 199.
- 7- Korajczyk, Robert A., Lucas, Deborah J. and Mcdonald, Robert L. (1992). equity issues with time - Varying Asymmetric information. *Journal of financial and Quantitative analysis* Vol 27, No 3, sep.
- 8- Smith clifford w. jr. (1977). Alternative methods for raising Capital rights versus underwritten offerings. *Journal of financial economics* 5 Dec. PP: 273-307.
- 9- Marsh. Paul. (1979). Equity rights issues and the efficiency of the U. K. Stock market. *the journal of finance*, Vol XXXIV No 4. Sep. PP: 839-862.
- 10- Sharpe, William F. (1963). A simplified model for Portfolio analysis management Science. January, PP: 277-93.

- 11- Blume, marshall. (1968). *The Assessment of Portfolio Performance*. (Ph. D. diss. university of chicago).
- 12- Tsangarakis, nickolas V. (1996). Shareholder Wealth effects of equity issues in emerging markets: Evidence from rights offerings in Greece. *Financial management* Vol 25, No 3, Autumn, PP: 21-32.
- 13- Bqhren, Qyvind, Eckbo, B. Espen and michalsen dag. (1997) why undrwrite right offerings? Some New evidence. *Journal of financial economics* 46, PP: 223-261.
- 14- Fama, Eugene, F. Fisher, Lawrence, jensen Michael C. and Roll Richard. (1969). The Adjustment of stock price to new information. *International economic review*, february, Vol 10 PP: 177-197.
- 15- Haugen, Robert A (1986). *Modern investment Theory*. Third edition, Prentic Hall international editions PP: 635-37.
- 16- Scholes, myron S. (1972). The market for Securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices, *The journal of business* April, Vol 45 PP, 179-211.