

تحلیل مقایسه‌ای عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی و غیردولتی؛ مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸^۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۱/۱۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۲/۲۵

عادل آذر*

محمد رضا رستمی**

محمد صفری***

چکیده

طی دو دهه اخیر بسیاری از کشورها، اقدام به کوچک‌سازی دولت و واگذاری بنگاه‌ها به بخش خصوصی کرده‌اند. این فرآیند که «خصوصی‌سازی» نامیده می‌شود، علاوه بر گسترش بخش خصوصی، افزایش توان نظارتی دولت را نیز به همراه دارد. بدین منظور، ایران نیز خصوصی‌سازی بنگاه‌ها و شرکت‌های دولتی را در دستور کار خود قرار داده است. روش‌های مختلفی برای خصوصی‌سازی وجود دارد که یکی از پرکاربردترین آنها در همه کشورها و از جمله کشور ما، واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی از طریق بورس اوراق بهادار است. شواهد تجربی، حاکی از آن است که دولت‌ها علاقه دارند سهام شرکت‌های وابسته به خود را در عرضه عمومی اولیه به زیر ارزش ذاتی عرضه کنند و معمولاً قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی، بیشتر از شرکت‌های غیردولتی است. این تحقیق بنا دارد اولاً عرضه زیر قیمت عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی را با شرکت‌های غیردولتی واگذار شده از طریق بورس اوراق بهادار تهران مقایسه کند و ثانیاً عوامل مؤثر در آن را بشناسد و سهم هر عامل را مشخص کند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تمام شرکت‌های عرضه‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اعم از دولتی و غیردولتی به زیر ارزش ذاتی عرضه می‌شود اما اختلاف معناداری بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و غیردولتی در عرضه عمومی اولیه سهام آن‌ها وجود ندارد. همچنین، تنها عامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی در سررسیدهای یک‌ماهه و سه‌ماهه، تعداد کارکنان شرکت و تنها عامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی در سررسید یک‌هفته‌ای، درصد عرضه سرمایه در روز عرضه عمومی اولیه سهام است.

واژگان کلیدی

خصوصی‌سازی، عرضه عمومی اولیه، بورس اوراق بهادار تهران، قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی

* استاد گروه مدیریت صنعتی دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه تربیت مدرس azara@modares.ac.ir

** استادیار گروه مدیریت دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد دانشگاه الزهرا (س) m.rostami@alzahra.ac.ir

*** دانشجوی دکتری معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت دانشگاه امام صادق

m.safari@isu.ac.ir

(ع)، نویسنده مسئول

مقدمه

سیاست خصوصی سازی^۲ را تعداد محدودی کشور صنعتی به عنوان بخشی از سیاست گسترده تعدیل ساختار اقتصادی در اوایل دهه ۱۹۸۰ میلادی به اجرا گذاشتند؛ و این سیاست به سرعت به سایر کشورها و اقتصادها از جمله اقتصادهای در حال گذار سرایت کرد و اکنون، در بیش از ۱۱۰ کشور در حال اجرا است. بررسی‌ها نشان می‌دهد که بخش عمده خصوصی سازی را در جهان، کشورهای اروپایی عضو سازمان همکاری اقتصادی و توسعه^۳ انجام داده‌اند و طی سال‌های اخیر، برنامه‌های خصوصی سازی در کشورهای در حال توسعه، رشد زیادی داشته است (کریمی پتانلار، ۱۳۸۳). در جمهوری اسلامی ایران، پس از پایان یافتن جنگ تحمیلی و به منظور سیاست‌های آزادسازی اقتصادی، سیاست خصوصی سازی به عنوان سیاستی مهم و با هدف «ارتقای سطح کارایی فعالیت‌های اقتصادی» در آغاز تدوین و تصویب برنامه‌های بازسازی اقتصادی و اجتماعی کشور در چارچوب برنامه‌های اول و دوم توسعه مورد توجه قرار گرفت. هر چند برنامه اول توسعه از سال ۱۳۶۸ شروع شد لیکن به دلیل ضعف قانون مزبور درباره خصوصی سازی و لزوم مهیا شدن الزامات و مقدمات، خصوصی سازی شرکت‌های دولتی عملاً از سال ۱۳۷۰ آغاز شد. طی سال‌های ۷۸-۱۳۶۸، یعنی سال‌های برنامه اول و دوم توسعه اقتصادی، مالکیت شرکت‌های دولتی، در مجموع، به ارزش ۸۰۳۴/۵ میلیارد ریال، واگذار شد که معادل ۰/۵ درصد کل تولید ناخالص داخلی کشور طی این دوره است (رضوی، ۱۳۸۷، ص ۳). کم بودن این نسبت، مبین این است که سیاست خصوصی سازی در این دوره، نه به صورت گسترده بلکه به صورت جزئی، اجرا شده است. از این رو، دولت در تدوین برنامه سوم توسعه اقتصادی اهمیت ویژه‌ای برای خصوصی سازی قائل شد به نحوی که در مقایسه با دو برنامه پیشین، برای نخستین بار کوشید تا با معرفی چارچوبی برای واگذاری سهام شرکت‌های دولتی و متعلق به دولت، مبنای سنجیده‌تری برای این منظور فراهم آورد. بر اساس قانون برنامه سوم توسعه اقتصادی کشور، خصوصی سازی در ایران به روش‌های واگذاری مالکیت و یا واگذاری برخی فعالیت‌های شرکت با فروش سهام شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار به عنوان اولویت اول و سایر روش‌های واگذاری از قبیل مذاکره و مزایده

صورت می‌پذیرد (سازمان خصوصی‌سازی، ۱۳۸۵، صص ۲۰۳-۲۰۶). با توجه به اینکه «شفافیت» در خصوصی‌سازی از اهمیت زیادی دارد (حیدری کرد زنگنه و عالی‌پور، ۱۳۸۶، ص ۱۷۷) و نیز با دقت نظر در این مطلب که بورس اوراق بهادار، سازکاری اثربخش برای عرضه سهام شرکت‌ها با شفافیت زیاد است (Megginson & Boutchkova, 2000)، به نظر می‌رسد مطالعه بر روی فرآیند خصوصی‌سازی از طریق بورس به منظور اثربخش ساختن آن مفید باشد. از آنجا که مهم‌ترین بحث در واگذاری شرکت‌ها از طریق بورس، «قیمت‌گذاری» است (Lee, 2008, p. 129)، در این مقاله با تمرکز بر قیمت‌گذاری سهام در عرضه عمومی اولیه، به تحلیل مقایسه‌ای قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های دولتی و غیردولتی پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود.

۱. بیان مسئله

مطالعات قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه از وجود دو ویژگی در آن‌ها خبر می‌دهد؛ اول آنکه سهام شرکت‌ها در عرضه عمومی اولیه، معمولاً زیر ارزش ذاتی قیمت‌گذاری می‌شود و دوم آنکه سهام مزبور در بلندمدت عملکرد ضعیف‌تری نسبت به سهام دیگر شرکت‌ها دارد (Bundoo, 2007; Boabang, 2003; Chi & Padget, 2002; Aussenegg, 2000). این ویژگی‌ها سبب شده است تا پژوهشگران در دو دهه اخیر به موضوع قیمت‌گذاری در عرضه عمومی اولیه، توجه زیادی بکنند. شواهد تجربی، حاکی از آن است که قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی نسبت به شرکت‌های غیردولتی، بیشتر است (Dempere, 2008; Kerr et al., 2008; Suchard & Singh, 2007; Chong & Riano, 2006, pp. 1-30; Stevenson, 2006; Vieira & Serra, 2006; Schindele & Perotti, 2002, pp. 1-28; Aussenegg, 2000; Huang, 1998; Menyah, 1990). این پدیده، پژوهشگران را واداشته است تا با دقت بیشتری شرکت‌های دولتی و خصوصی را از حیث قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در عرضه عمومی اولیه، بررسی و مقایسه کنند تا بتوانند به انگیزه دولت‌ها از چنین اقدامی پی ببرند و آن را تبیین کنند. با توجه به اینکه پس از ابلاغ سیاست‌های کلی بندج اصل ۴۴ قانون اساسی به دست مقام معظم رهبری، تعدادی از شرکت‌های دولتی از طریق بورس اوراق بهادار به بخش خصوصی واگذار شد و تعداد بیشتری از آنها در صف واگذاری قرار گرفته است و از آنجا که حجم گسترده‌ای از خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی از طریق

عرضه سهام آنها در بورس اوراق بهادار صورت می‌گیرد، تحقیق درباره قیمت‌گذاری عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران و عوامل مؤثر در آن، تحقیقی بایسته می‌نماید. اصولاً یکی از مسائل مهم خصوصی‌سازی، جلوگیری از انباشته شدن ثروت در دست گروه یا قشر خاصی از جامعه و گسترش مالکیت عمومی و امکان برخورداری اقشار مختلف جامعه از مزایای حاصل است (نانسی و جان، ۱۳۸۹، ص ۱۳). با توجه به این مطلب، تبیین و بررسی اثرها و نتایج خصوصی‌سازی، به خصوص، آثار توزیعی منبث از آن و همین‌طور مطالعه بر روی فرآیند خصوصی‌سازی به منظور اثربخش‌سازی آن، از مباحث ضروری و حیاتی در اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی در کشورها خواهد بود. این مقاله که به قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌های دولتی هنگام عرضه عمومی اولیه در بورس می‌پردازد، در واقع، گامی به منظور اثربخش‌سازی هر چه بیشتر فرآیند خصوصی‌سازی در داخل کشور به شمار می‌رود.

در این تحقیق، برای محاسبه میزان قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی، از بازده تعدیل‌شده بازار سهم در سررسیدهای یک‌هفته‌ای، یک‌ماهه و سه‌ماهه استفاده می‌شود. بنابراین، هر یک از فرضیه‌ها خود به سه فرضیه جداگانه، متناسب با هر سررسید تقسیم می‌شود. فرضیه‌های تحقیق عبارت است از:

- ۱- سهام شرکت‌های دولتی در عرضه عمومی اولیه زیر ارزش ذاتی قیمت‌گذاری می‌شود.
- ۲- سهام شرکت‌های غیردولتی در عرضه عمومی اولیه زیر ارزش ذاتی قیمت‌گذاری می‌شود.
- ۳- قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی برای سهام شرکت‌های دولتی، بیشتر از قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی برای سهام شرکت‌های غیردولتی در عرضه عمومی اولیه است.
- ۴- بین میزان قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌های غیردولتی در عرضه عمومی اولیه و هر یک از متغیرهای سرمایه، درصد عرضه از سرمایه، عمر شرکت، تعداد کارکنان، جمع دارایی‌ها، فروش، سود هر سهم، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، و نسبت بدهی به دارایی‌ها، ارتباط معناداری وجود دارد.

۵- بین میزان قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌های دولتی در عرضه عمومی اولیه و هر یک از متغیرهای سرمایه، درصد عرضه از سرمایه، عمر شرکت، تعداد کارکنان، جمع دارایی‌ها، فروش، سود هر سهم، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی به دارایی‌ها، میزان سهام واگذار شده شرکت‌های دولتی به اشخاص حقیقی، نابرابری درآمد افراد جامعه، کسری بودجه دولت، و درصد سهام باقی‌مانده در تملک دولت، ارتباط معناداری وجود دارد.

۲. پیشنهاد تحقیق

۲-۱. ادبیات موضوع

طی دو دهه اخیر، بسیاری از کشورها به کوچک‌سازی دولت و واگذاری بنگاه‌های دولتی به بخش خصوصی، اقدام کرده‌اند (قورچیان، حیدری کرد زنگنه، ۱۳۸۷). این فرآیند که «خصوصی‌سازی» نامیده می‌شود، علاوه بر گسترش بخش خصوصی، افزایش توان نظارتی دولت را نیز به همراه دارد. اهداف خصوصی‌سازی با توجه به ویژگی‌های اقتصادی و موقعیت هر کشور با یکدیگر متفاوت است. اما به هر حال در همه کشورهایی که خصوصی‌سازی کرده‌اند، هدف اصلی، بهبود اوضاع و شرایط اقتصادی است. تحقق این اهداف، بر تقویت «دولت ناظر» و کاهش نقش «دولت مجری» استوار است (صفرزاده پاریزی، ۱۳۸۱). بدین منظور، ایران نیز خصوصی‌سازی بنگاه‌ها و شرکت‌های دولتی را در دستور کار خود قرار داده است. روش‌های مختلفی برای خصوصی‌سازی وجود دارد که یکی از پرکاربردترین آنها در همه کشورها و از جمله کشور ما، واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی از طریق بورس اوراق بهادار است (عباسی، ۱۳۸۸، ص ۱۲۵). با توجه به اینکه شفاف‌سازی اطلاعات و قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های دولتی مشمول واگذاری از طریق بورس، در سیاست‌های کلی بند «ج» اصل ۴۴ قانون اساسی تصریح شده است و نیز با نگاهی به روند رو به رشد واگذاری شرکت‌های دولتی از طریق بورس در سال‌های اخیر، اهمیت قیمت‌گذاری سهام در عرضه عمومی اولیه، هویدا می‌گردد. مطالعات مقایسه‌ای گسترده این حوزه، منجر به پدید آمدن ادبیاتی نظری درباره قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در دهه‌های ۸۰ و ۹۰ میلادی شده است. این مطالعات، در پی پاسخگویی عقلانی به این

پرسش است که چرا سهام شرکت‌ها در عرضه عمومی اولیه به زیر ارزش ذاتی قیمت‌گذاری می‌شود. مدل‌های نظری منتج از این مطالعات را می‌توان در سه دسته نظریه‌های مبتنی بر فرض عدم تقارن اطلاعات^۶، نظریه‌های مبتنی بر ملاحظات نهادی^۷ و نظریه‌های مبتنی بر ملاحظات رفتاری^۸ تقسیم کرد (Eckbo, 2008, pp. 14 & 15).

نظریه‌های مبتنی بر فرض عدم تقارن اطلاعات: بر اساس این دسته از نظریه‌ها، قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌ها در عرضه عمومی اولیه، ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه‌کنندگان و خریداران سهام است (Akerlof, 1970). «نظریه نفرین برنده»^۹ که بر اساس آن، خریدار تمایل دارد درخواست‌هایی با قیمت‌های بیشتر از ارزش ذاتی اوراق بهادار عرضه‌شده عرضه کند (Rock, 1986) و نیز «نظریه علامت‌دهی»^{۱۰} که طبق آن، قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی تلاش ناشر است تا کیفیت سهم خود را به بازار نشان دهد (Allen & Faulhaber, 1989; Grinblatt & Hwang, 1989; Welch, 1989; Ibbotson, 1975) در زمره مهم‌ترین نظریه‌های این دسته است.

نظریه‌های مبتنی بر ملاحظات نهادی: این دسته از نظریه‌ها، ارزش‌گذاری زیر قیمت سهام را به مسئولیت‌های قانونی عرضه‌کننده سهام نسبت می‌دهد (Ibbotson, 1973; Logue, 1975). نظریه ریسک‌گریزی تضمین‌کنندگان فروش سهام^{۱۱} (Tinic, 1988)، نظریه قدرت انحصاری مؤسسات تأمین سرمایه^{۱۲} (Hughes & Thakor, 1992)، و نظریه محافظه‌کاری مؤسسات تأمین سرمایه^{۱۳} (Drake & Vetsuypens, 1993) در این دسته از نظریه‌ها، جای می‌گیرد.

نظریه‌های مبتنی بر ملاحظات رفتاری: این دسته از نظریه‌ها فرض عقلایی بودن سرمایه‌گذاران را که یکی از پایه‌های اصلی دانش مالی کلاسیک است، نقد می‌کنند و قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام در عرضه عمومی اولیه را از بی‌قاعدگی‌های^{۱۴} بازار سهام می‌دانند که مبتنی بر رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذاران است (Welch, 1992). نظریه گرایش‌ها و علایق زودگذر^{۱۵} (Habib & Ljungqvist, 2001)، و نظریه عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران^{۱۶} (Ljungqvist et al., 2006)، از جمله نظریه‌های مبتنی بر ملاحظات رفتاری است.

اما همان طور که پیش‌تر نیز اشاره شد، شواهد تجربی، حاکی از آن است که دولت‌ها علاقه دارند سهام شرکت‌های وابسته به خود را در عرضه عمومی اولیه به زیر ارزش ذاتی، عرضه کنند. توجیه این اقدام دولت‌ها، اگرچه با برخی نظریه‌های پیش‌گفته امکان‌پذیر بود لیکن از آنجا که معمولاً قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی بیشتر از شرکت‌های غیردولتی است، دانشمندان مالی بر آن شدند تا زوایای ناشناخته این اقدام دولت‌ها را در پرتو نظریه‌های جدید و بدیع دیگری تبیین کنند. بدین ترتیب، برای شناخت عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی، نظریه‌های مختلفی بیان شد که بسته به شرایط سیاسی و اقتصادی هر کشور، متفاوت است. از مهم‌ترین دلایل عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های دولتی می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

انگیزه‌های سیاسی: در بیشتر کشورها، علاوه بر اهداف اقتصادی خصوصی‌سازی، مقاصد اجتماعی و سیاسی نیز از آن، دنبال می‌شود. کسب شهرت نزد عامه مردم و در نتیجه، پیروزی مجدد در انتخابات، از جمله اهداف سیاسی‌ای است که دولت‌ها در عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های دولتی دنبال می‌کنند (Gratton-Lavoie, 2000, pp. 46-56).

گسترش پایه‌های مالکیت: دولت‌ها علاقه دارند با عرضه زیر قیمت سهام دولتی، برای سهم، مازاد تقاضا ایجاد کنند تا بتوانند تعداد بیشتری از سهامداران خرد را جذب نمایند. مالکیت پراکنده در بین سهامداران خرد دو مزیت دارد؛ اول آنکه موجب می‌شود نقدینگی سهام در بازار بیشتر شود و دوم آنکه تملک^{۱۷} شرکت را در آینده دشوارتر می‌کند (Vickers & Yarrow, 1988, p. 14).

برقراری عدالت در جامعه: از اهداف هر نظام اقتصادی، ایجاد عدالت در جامعه است. یکی از مصادیق برقراری عدالت در جامعه، عدالت در توزیع است. دولت‌ها می‌کوشند با اتخاذ سیاست‌های اقتصادی کارآ، نابرابری درآمد افراد جامعه را تا حد امکان کاهش دهند. یکی از روش‌هایی که دولت‌ها در این مسیر استفاده می‌کنند، ارزان فروختن سهام شرکت‌های دولتی به عامه مردم در فرآیند خصوصی‌سازی است (Chong & Riano, 2006, pp. 3-29).

کسری بودجه دولت: یکی از علت‌های واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی، ناتوانی دولت‌ها در نگهداری این شرکت‌ها است. دولت‌ها با فروش شرکت‌های دولتی، اولاً خود را از نگهداری آن‌ها و زیان ناشی از آن می‌رهانند و ثانیاً درآمد نقدی خود را افزایش می‌دهند و برخی مشکلات کوتاه‌مدت خود را برطرف می‌کنند؛ لذا، دولت‌ها با عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های دولتی در تسریع کاهش کسری بودجه خود سعی می‌کنند (Huang, 1998, p. 8).

ایجاد دلبستگی و علاقه در کارکنان دولت: یکی از اهداف دولت‌ها در واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به کارکنان، ایجاد دلبستگی و انگیزه در آنان است. دولت‌ها با عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های دولتی به کارکنان، علاوه بر بالا بردن سطح رضایت شغلی، موجب تشویق و ترغیب هر چه بیشتر آنان در ادای بهتر وظایف می‌شوند (Pons-Sanz, 2005, p. 16).

همان‌طور که ملاحظه می‌شود تحقیقات گسترده‌ای درباره عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های تازه‌پذیرفته دولتی و غیردولتی در بورس اوراق بهادار صورت گرفته است که هر کدام، متغیرهای مختلفی را به عنوان عوامل تبیین‌کننده قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام در عرضه عمومی اولیه مطرح کرده است. در این تحقیقات، با طیف وسیعی از متغیرها مواجه می‌شویم که بسته به کشور مورد مطالعه و محدودیت‌های تحقیق، از یکدیگر متفاوت‌اند. در این تحقیق، با توجه به اطلاعات در دسترس از عوامل سرمایه، درصد عرضه از سرمایه، عمر شرکت، تعداد کارکنان، جمع دارایی‌ها، فروش، سود هر سهم، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، و نسبت بدهی به دارایی‌ها، به عنوان متغیرهای مشترک تبیین‌کننده عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های دولتی و غیردولتی استفاده می‌شود. همچنین تأثیر عوامل میزان سهام واگذار شده شرکت‌های دولتی به اشخاص حقیقی، نابرابری درآمد افراد جامعه، کسری بودجه دولت، و درصد سهام باقی‌مانده در تملک دولت، به عنوان متغیرهایی که تنها در عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های دولتی مؤثر است، بررسی می‌شود.

۲-۲. تحقیقات گذشته

اگر چه تعداد مطالعاتی که آشکارا ویژگی‌های رفتار قیمتی را در عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌های دولتی و غیردولتی مقایسه کرده است بسیار اندک است (Suchard & Singh, 2007)، اما در سال‌های اخیر، تلاش‌هایی در این حوزه در کشورهای مختلف صورت پذیرفته است.

▪ شیندل و پروتی (Schindele & Perotti, 2002) در مقاله‌ای با عنوان «قیمت‌گذاری عرضه عمومی اولیه در بازارهای سرمایه نابالغ: مطالعه موردی کشور مجارستان»، ضمن تعریف مشخصه‌های برنامه خصوصی‌سازی در کشور مجارستان به بررسی قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی عرضه‌های عمومی اولیه در بازار سهام این کشور می‌پردازند و آن را ناشی از انگیزه‌های سیاسی می‌دانند.

▪ آسنگ (Aussenegg, 2000) در مقاله خود با عنوان «مقایسه عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های خصوصی و سهام شرکت‌های خصوصی‌سازی شده در لهستان» چنین نتیجه می‌گیرد که در لهستان، قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی از بخش خصوصی بیشتر نیست.

▪ ژلیک و بریستون (Jelic & Briston, 1999) نیز در مقاله‌ای با عنوان «راهبرد خصوصی‌سازی مجارستان و عملکرد مالی شرکت‌های خصوصی‌سازی شده» دقیقاً به یافته‌هایی مشابه اما تنها در مورد کشور مجارستان دست یافتند. بالعکس، پادیال و دیگران (Paudyal et al., 1998) در تحقیق خود با عنوان «عرضه عمومی اولیه خصوصی‌سازی در مالزی: بازده اولیه و عملکرد بلندمدت»، گزارش می‌کنند که میانگین بازده اولیه درباره عرضه عمومی اولیه شرکت‌های خصوصی‌سازی شده در مالزی، بیشتر از عرضه عمومی اولیه شرکت‌های خصوصی است.

▪ دیونتر و مالاتستا (Dewenter & Malatesta, 1997) در تحقیقی با عنوان «مقایسه‌ای بین‌المللی بین عرضه عمومی شرکت‌های خصوصی و شرکت‌های دولتی» با مطالعه بر روی هفت کشور کانادا، فرانسه، مجارستان، ژاپن، مالزی، تایلند و انگلستان دریافتند که قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه درباره شرکت‌های دولتی خصوصی‌سازی شده از شرکت‌های خصوصی بیشتر نیست.

- منیاه و دیگران (Menyah et al., 1990)، در مقاله‌ای با عنوان «قیمت‌گذاری عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های خصوصی‌سازی شده پذیرفته در بورس اوراق بهادار لندن» به بیشتر بودن ۳۱ درصدی میانگین بازدهی سهام شرکت‌های خصوصی‌سازی شده نسبت به بخش خصوصی، پی می‌برند.
- جبارزاده کنگرلویی و عسگری (۱۳۸۹) در مقاله خود با عنوان «شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی سهام در زمان عرضه اولیه به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران» از وجود بازده غیرعادی مثبت طی ۱۲ ماه و ۲۴ ماه پس از عرضه اولیه سهام شرکت‌های نمونه در بورس اوراق بهادار تهران خبر می‌دهند.
- نتایج حاصل از تحقیق مهرانی و دیگران (۱۳۸۸) با عنوان «بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود و نبود حباب قیمتی و تعیین عوامل مؤثر بر آن» مبین وجود بازده غیرعادی کوتاه‌مدت و بلندمدت در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازار سرمایه ایران در شرایط نبود حباب قیمتی و نیز وجود بازده غیرعادی کوتاه‌مدت در عرضه‌های اولیه در شرایط وجود حباب قیمتی است.
- نصراللهی و دیگران (۱۳۸۸) در تحقیق خود با عنوان «ارزیابی روند بازدهی سهام شرکت‌های خصوصی‌سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار» با بررسی بازده سهام شرکت‌ها، قبل و بعد از خصوصی شدن به این نتیجه می‌رسند که بین بازده سهام شرکت‌های واگذار شده، قبل و بعد از خصوصی‌سازی، تفاوت معنی‌داری وجود دارد.
- نیکبخت و دیگران (۱۳۸۷)، در مقاله خود با عنوان «تبیین عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های جدید الورد به بورس اوراق بهادار تهران»، به این نتیجه رسیدند که تنها دو متغیر اندازه شرکت به صورت معکوس و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام به صورت مستقیم با بازده غیرعادی شش‌ماهه شرکت‌های پذیرفته در بورس، رابطه دارد.
- ایمانی (۱۳۸۵)، در مقاله‌ای با عنوان «بررسی قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران» با مطالعه بر روی عرضه‌های عمومی اولیه در

طی سال‌های ۱۳۸۱ و ۱۳۸۲ به این نتیجه می‌رسد که قیمت سهام در اولین عرضه به بورس به طور معناداری از قیمت آن در معاملات آتی متفاوت است.

■ باقرزاده (۱۳۸۴)، در مقاله‌ای با عنوان «عملکرد کوتاه و بلندمدت سهام شرکت‌های جدید الورد به بورس اوراق بهادار» به این نتیجه می‌رسد که شرکت‌های تازه‌وارد به بورس اوراق بهادار تهران در کوتاه‌مدت، ۳۸/۲۲٪ بازده غیرعادی مثبت و در بلندمدت در مقایسه با شاخص کل بازار و عملکرد شرکت‌های همتای خود در صنعت به ترتیب ۱۱٪ و ۷٪ بازده منفی ایجاد کرده‌اند.

■ ظریف‌فرد و مهرجو (۱۳۸۳)، در مقاله خود با عنوان «بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران» با بررسی رفتار قیمتی شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲، به این نتیجه رسیدند که در طی دوره مورد مطالعه، بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه‌پذیرفته در بورس اوراق بهادار بیشتر از بازده کوتاه‌مدت بازار است.

همانطور که ملاحظه می‌شود، درباره کشور ایران اگرچه تحقیقات گسترده‌ای درباره عرضه عمومی اولیه، صورت گرفته اما تحقیقی که مشخصاً به مطالعه رفتار قیمت در عرضه عمومی اولیه شرکت‌های دولتی و مقایسه آن با شرکت‌های غیردولتی پردازد، انجام نشده است. در این باره باید گفت که اهداف خصوصی‌سازی با توجه به ویژگی‌های اقتصادی و موقعیت هر کشور با یکدیگر متفاوت است. با وجود این، در همه کشورهایی که خصوصی‌سازی کرده‌اند، هدف اصلی، بهبود اوضاع و شرایط اقتصادی است. در کنار این هدف اصلی، اهداف دیگری نیز وجود دارد که از میان آن‌ها، این تحقیق با تمرکز بر «ایجاد رونق در بازار سرمایه» و «ایجاد نظام متعادل توزیع درآمد بین اقشار مختلف مردم» درباره ایران، به بررسی عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های دولتی و غیردولتی به منظور توسعه بازار سرمایه به ویژه بازار بورس می‌پردازد و از این لحاظ در نوع خود، تحقیقی نو و ضروری است.

۳. روش تحقیق

تحقیق حاضر از حیث هدف، کاربردی، از نوع توصیفی-همبستگی و از حیث زمان، گذشته‌نگر است. از روش‌های کتابخانه‌ای جهت گردآوری اطلاعات درباره پیشینه و

ادبیات تحقیق و از روش بررسی اسناد و مدارک جهت کسب اطلاعات راجع به قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار استفاده شده است. جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا انتهای سال ۱۳۸۸ است که سهام آن‌ها عرضه شده است. شایان ذکر است که در این تحقیق برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به شرکت‌ها و خریداران سهام آن‌ها از بانک اطلاعاتی آمار معاملات روزانه شرکت‌های بورسی، امیدنامه درج و پذیرش شرکت‌ها، نرم‌افزارهای تدبیرپرداز و رهاورد نوین، و برای گردآوری اطلاعات مربوط به شاخص‌های کلان تحقیق، همچون ضریب جینی و کسری بودجه دولت، از بانک اطلاعات سری‌های زمانی اقتصادی بانک مرکزی استفاده شده است. همچنین، متغیری که برای سنجش میزان قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه به کار می‌رود، بازده اولیه تعدیل‌شده بازار^{۱۸} برای هر سهم است (Aussenegg, 2000). بازده تعدیل‌شده بازار برای هر سهم، تفاضل بازده سهم و بازده شاخص بازار در دوره مورد نظر است و به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$IR_i = BHR_i - BHR_{WIG,i} \quad \text{رابطه ۱:}$$

که در آن:

IR_i : بازده تعدیل‌شده بازار برای هر سهم i

BHR_i : بازده خرید و نگهداشت سهم i

$BHR_{WIG,i}$: بازده خرید و نگهداشت شاخص بورس در دوره نگهداری سهم i

شیوه محاسبه بازده خرید و نگهداشت سهم i و نیز بازده خرید و نگهداشت

شاخص بورس در دوره نگهداری سهم i در رابطه ۱، به شرح زیر است:

$$BHR_i = \frac{P_{i,t} - P_{i,0}}{P_{i,0}}$$

که در آن:

BHR_i : بازده خرید و نگهداشت سهم i

$P_{i,t}$: قیمت پایانی سهم در روز t ام

$P_{i,0}$: قیمت سهم در عرضه عمومی اولیه

$$BHR_{WIG,i} = \frac{WIG_{i,t} - WIG_{i,0}}{WIG_{i,0}}$$

که در آن:

$BHR_{WIG,i}$: بازده خرید و نگهداشت شاخص بورس در دوره نگهداری سهم i

$WIG_{i,t}$: شاخص بورس در پایان روز t ام از دوره نگهداری سهم i

$WIG_{i,0}$: شاخص بورس در ابتدای روز عرضه عمومی اولیه سهم i

در اغلب مطالعات برای سنجش میزان قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه از بازده روز اول استفاده می‌شود. در این تحقیق به علت وجود دامنه نوسان در معاملات بورس اوراق بهادار تهران، به جای بازده روز اول، از بازده در سررسیدهای یک هفته‌ای، یک‌ماهه و سه‌ماهه پس از عرضه استفاده می‌شود. این محدودیت، از افزایش و یا کاهش قیمت بیش از دامنه مجاز جلوگیری می‌کند؛ لذا، تمام تحلیل‌ها در این تحقیق بر مبنای بازده‌های هفت‌روزه، یک‌ماهه و سه‌ماهه پس از عرضه صورت خواهد گرفت.

برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم، میانگین بازده اولیه تعدیل‌شده بازار را با صفر مقایسه می‌کنیم. بدین ترتیب که اگر میانگین متغیر مذکور به طور معناداری بیشتر از صفر باشد، سهام زیر ارزش ذاتی و چنانچه به طور معناداری کمتر از صفر باشد، سهام بالای ارزش ذاتی قیمت‌گذاری شده است. بدیهی است مثبت بودن میانگین بازده اولیه تعدیل‌شده بازار، دلالت بر افزایش قیمت سهم و منفی بودن آن دلالت بر کاهش قیمت سهم پس از عرضه دارد؛ بدین ترتیب که در حالت اول، قیمت سهم برای رسیدن به ارزش ذاتی خود، افزایش و در حالت دوم قیمت سهم جهت رسیدن به ارزش ذاتی، کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر، این افزایش و کاهش قیمت، حاکی از آن است که در حالت اول، قیمت‌گذاری کمتر از ارزش ذاتی و در حالت دوم، قیمت‌گذاری بیشتر از ارزش ذاتی صورت گرفته است. در فرضیه سوم، به مقایسه متغیر بازده اولیه تعدیل‌شده بازار (IR_i) درباره شرکت‌های دولتی و غیردولتی پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود. بدین منظور از تخمین فاصله تفاضل میانگین دو جامعه آماری ($\mu_1 - \mu_2$) به شرح رابطه ۲ استفاده می‌شود (آذر و مؤمنی، ۱۳۸۸، صص ۱۱۳-۱۱۸).

$$P \left[(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) \pm Z_{\frac{\alpha}{2}} \sqrt{\frac{S_1^2}{n_1} + \frac{S_2^2}{n_2}} \right] = 1 - \alpha \quad \text{رابطه ۲:}$$

برای آزمون فرضیات چهارم و پنجم تحقیق از رگرسیون چندمتغیره استفاده می‌کنیم. رابطه ۳، مدل رگرسیون برای فرضیه چهارم و رابطه ۴، مدل رگرسیون برای فرضیه پنجم را در این تحقیق نمایش می‌دهد.

رابطه ۳:

$$IR_i = \alpha + \beta_1 \text{Capital}_i + \beta_2 \text{PercentOfCapital}_i + \beta_3 \text{Age}_i + \beta_4 \text{Personnel}_i + \beta_5 \text{Assets}_i + \beta_6 \text{Sales}_i + \beta_7 \text{EPS}_i + \beta_8 \text{ROA}_i + \beta_9 \text{ROE}_i + \beta_{10} \text{D/A}_i + \varepsilon$$

رابطه ۴:

$$IR_i = \alpha + \beta_1 \text{Capital}_i + \beta_2 \text{PercentOfCapital}_i + \beta_3 \text{Age}_i + \beta_4 \text{Personnel}_i + \beta_5 \text{Assets}_i + \beta_6 \text{Sales}_i + \beta_7 \text{EPS}_i + \beta_8 \text{ROA}_i + \beta_9 \text{ROE}_i + \beta_{10} \text{D/A}_i + \beta_{11} \text{Retail}_i + \beta_{12} \text{Gini}_i + \beta_{13} \text{BudgetDeficit}_i + \beta_{14} \text{Govshare}_i + \varepsilon$$

که در آن‌ها:

Capital_i : سرمایه شرکت i در روز عرضه

$\text{PercentOfCapital}_i$: درصد سرمایه عرضه شده از شرکت i در روز عرضه

Age_i : عمر شرکت i در روز عرضه بر حسب سال

Personnel_i : تعداد کارکنان شرکت i در روز عرضه

Assets_i : مجموع دارایی‌های شرکت i مستخرج از ترازنامه آخرین سال مالی

منتهی به عرضه (میلیون ریال)

Sales_i : فروش شرکت i مستخرج از صورت سود و زیان آخرین سال مالی منتهی

به عرضه (میلیون ریال)

EPS_i : سود هر سهم شرکت i در آخرین سال مالی منتهی به عرضه (ریال)

ROA_i : بازده دارایی‌های شرکت i در آخرین سال مالی منتهی به عرضه

ROE_i : بازده حقوق صاحبان سهام شرکت i در آخرین سال مالی منتهی به عرضه

D/A_i : نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت i در آخرین سال مالی منتهی به عرضه

Retail_i : درصد فروش سهام به مشتریان حقیقی در عرضه عمومی اولیه سهم i

Gini_i : ضریب جینی در سال عرضه

BudgetDeficit_i : کسری بودجه دولت در سال عرضه

Govshare_i: درصد مالکیت باقی‌مانده از دولت و یا سازمان‌های دولتی پس از عرضه عمومی اولیه سهم i
 ε: عبارت خطا یا جزء پسماند

۴. تجزیه و تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

در طول سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸، سهام ۱۳۲ شرکت در بورس اوراق بهادار، عرضه شده که از این تعداد، ۵۵ شرکت، دولتی و ۷۷ شرکت، غیردولتی بوده است. جدول ۱، تعداد عرضه‌های اولیه را به تفکیک شرکت‌های دولتی و غیردولتی نشان می‌دهد.

جدول ۱. توزیع عرضه‌های عمومی اولیه بر اساس نوع شرکت در سال‌های ۸۸-۱۳۸۰ (شرکت بورس اوراق بهادار تهران، اداره آمار و اطلاعات مدیریت بازار تهران، ۱۳۸۹)

سال	دولتی	غیردولتی	کل
۱۳۸۰	۱	۵	۶
۱۳۸۱	۱	۱۱	۱۲
۱۳۸۲	۱۸	۲۹	۴۷
۱۳۸۳	۱۱	۲۰	۳۱
۱۳۸۴	۶	۷	۱۳
۱۳۸۵	۳	۰	۳
۱۳۸۶	۶	۳	۹
۱۳۸۷	۴	۱	۵
۱۳۸۸	۵	۱	۶
کل	۵۵	۷۷	۱۳۲

میانگین بازده‌های غیرتعدیل‌شده و نیز بازده‌های تعدیل‌شده بازار برای شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران به تفکیک دولتی و غیردولتی در جدول ۲، آمده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود بازده‌های غیرتعدیل‌شده در تمام سرسیدها و در هر دو نوع شرکت دولتی و غیردولتی، بیشتر از بازده‌های تعدیل‌شده بازار است.

جدول ۲. میانگین بازده‌های غیر تعدیل شده و تعدیل شده بازار، برای سرسیدهای یک هفته‌ای، یک ماهه و سه ماهه (ارقام بر حسب درصد) (شرکت بورس اوراق بهادار تهران، اداره آمار و اطلاعات مدیریت بازار تهران، ۱۳۸۹)

	کل		دولتی		غیردولتی	
	غیر تعدیل شده	تعدیل شده	غیر تعدیل شده	تعدیل شده	غیر تعدیل شده	تعدیل شده
یک هفته‌ای	۷/۸۲	۶/۸۷	۸/۳۵	۷/۵۳	۷/۴۳	۶/۳۹
یک ماهه	۱۷/۷۹	۱۳/۶۳	۱۹/۳۷	۱۵/۳۱	۱۶/۶۵	۱۲/۴۳
سه ماهه	۳۴/۷۰	۲۵/۶۹	۴۲/۲۳	۳۲/۲۹	۲۹/۳۲	۲۰/۹۸

جدول ۳ نیز تعداد و میانگین بازده سهام شرکت‌هایی را که زیر ارزش ذاتی و بالای ارزش ذاتی عرضه شده است درباره تمام شرکت‌ها، شرکت‌های دولتی و غیردولتی در سرسیدهای یک هفته‌ای، یک ماهه و سه ماهه نمایش می‌دهد. همان طور که مشاهده می‌شود، تعداد شرکت‌هایی که سهام آن‌ها زیر قیمت، عرضه شده است - در تمام سرسیدها و در هر دو نوع شرکت دولتی و غیردولتی و نیز در هر دو طبقه بازده تعدیل شده و غیرتعدیل شده - بیشتر از شرکت‌هایی است که سهام آن‌ها بیشتر از قیمت عرضه شده است.

آزمون فرضیه‌ها:

فرضیه اول: ابتدا فرضیه را به صورت دو فرض آماری صورت بندی می‌کنیم:

$$H_0: \mu_{PIPO} \leq 0$$

$$H_1: \mu_{PIPO} > 0$$

پس از آزمون فرض آماری، نتایج جدول ۴ حاصل می‌شود. همان طور که ملاحظه می‌شود، مشاهدات حاصل از نمونه‌ها، دلالت بر تأیید H_0 ندارد. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت فرضیه اول تحقیق درباره هر یک از سرسیدهای یک هفته‌ای، یک ماهه و سه ماهه تأیید می‌شود.

فرضیه دوم: در فرضیه دوم نیز دو فرض آماری به شرح زیر داریم:

$$H_0: \mu_{IPO} \leq 0$$

$$H_1: \mu_{IPO} > 0$$

نتایج حاصل از آزمون فرض آماری در جدول ۵ آمده است. در این جدول نیز، مشاهدات حاصل از نمونه‌ها دلالت بر تأیید H_0 ندارد. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه دوم تحقیق نیز درباره سرسیدهای یک هفته‌ای، یک ماهه و سه ماهه تأیید می‌شود.

جدول ۳. میانگین بازده سهام شرکت‌هایی که زیر ارزش ذاتی و بالای ارزش ذاتی عرضه شده است (ارقام بر حسب درصد) (شرکت بورس اوراق بهادار تهران، اداره آمار و اطلاعات مدیریت بازار تهران، ۱۳۸۹)

کل	غیر دولتی						دولتی					
	تعدیل شده		زیر قیمت		تعدیل شده		زیر قیمت		تعدیل شده		زیر قیمت	
	بالای قیمت	زیر قیمت	بالای قیمت	زیر قیمت	بالای قیمت	زیر قیمت	بالای قیمت	زیر قیمت	بالای قیمت	زیر قیمت	بالای قیمت	زیر قیمت
۴/۲۹-	۱۰/۱۵	-۵/۶۲	۱۰/۵۷	-۶/۸۸	۱۰/۳۹	-۳/۰۶	۱۰/۴۹	-۴/۰۰	۱۰/۸۳	یک هفته‌ای		
۳۰	۱۰۲	۶۱	۶۵	۱۶	۹	۴۳	۴۳	۷	۴۵	تعداد		
۶۶/۹-	۲۵/۸۵	-۳/۸۷	۲۵/۸۹	-۹/۲۴	۲۴/۴۰	-۱۰/۱۱	۲۷/۹۰	-۷/۰۲	۲۷/۳۸	یک ماهه		
۴۳	۸۷	۶۲	۱۵	۷۱	۱۵	۶۳	۲۷/۹۰	۲۱	۴۲	تعداد		
۱۳۸/۱-	۴۳/۳۵	-۱۱/۱۱	۳۴/۸۰	-۱۱/۲۸	۵۱/۲۵	-۱۱/۲۱	۵۶/۵۰	-۱۱/۲۱	۶۴/۲۱	سه ماهه		
۵۲	۸۰	۴۴	۴۲	۲۷	۴۲	۳۸	۳۸	۱۵	۳۹	تعداد		

جدول ۴. نتایج آزمون تی استیودنت^{۱۹} - فرضیه اول

ارزش آزمون = ۰				بازده اولیه تعدیل شده بازار در سررسید
سطح اطمینان ۹۵٪		معناداری	t	
کرانه بالا	کرانه پایین			
۱۰/۰۵	۵/۰۱۱۸	۰	۵/۹۹۴	یک هفته‌ای
۲۳/۴۲۵۱	۷/۲۰۵۱	۰	۳/۷۸۶	یک ماهه
۵۲/۱۴۰۵	۱۲/۴۳۸۴	۰/۰۰۲	۳/۲۶۱	سه ماهه

جدول ۵. نتایج آزمون تی استیودنت - فرضیه دوم

ارزش آزمون = ۰				بازده اولیه تعدیل شده بازار در سررسید
سطح اطمینان ۹۵٪		معناداری	t	
کرانه بالا	کرانه پایین			
۸/۹۶۷۲	۳/۸۱۸	۰	۴/۹۴۵	یک هفته‌ای
۱۸/۸۸۸۷	۵/۹۷۲۳	۰	۳/۸۳۳	یک ماهه
۳۵/۴۹۰۹	۶/۴۷۳۷	۰/۰۰۵	۲/۸۸	سه ماهه

فرضیه سوم: فروض آماری فرضیه سوم تحقیق به صورت زیر است:

$$H_0: \mu_{PIPO} \leq \mu_{IPO}$$

$$H_1: \mu_{PIPO} > \mu_{IPO}$$

جدول ۶، نتایج حاصل از آزمون فروض آماری را در سررسیدهای یک هفته‌ای، یک ماهه و سه ماهه نشان می‌دهد. همان طور که مشاهده می‌شود در سطح اطمینان ۹۵٪، فرضیه H_0 درباره تمام سررسیدها پذیرفته می‌شود و با توجه به اینکه فاصله اطمینان به دست آمده، دربرگیرنده صفر است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان مورد نظر، اختلاف معناداری بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و غیردولتی مشاهده نمی‌شود.

جدول ۶. آزمون مقایسه میانگین‌های بازده اولیه تعدیل‌شده شرکت‌های دولتی و

غیردولتی

سطح اطمینان ۹۵٪		آزمون تی استیودنت برای برابری میانگین‌ها		آزمون برابری واریانس‌ها		سررسید
		معناداری	t	معناداری	F	
کرانه بالا	کرانه پایین					
۴/۸۲۳۰۲	-۲/۵۴۶۶۰	۰/۵۴۲	۰/۶۱۱	۰/۶۵۵	۰/۲۰۱	یک‌هفته‌ای
۴/۷۰۵۴۸	-۲/۴۲۸۸۵	۰/۵۲۹	۰/۶۳۱			
۱۳/۰۵۰۵۸	-۷/۲۸۱۴۳	۰/۵۷۶	۰/۵۶۱	۰/۸۵۶	۰/۰۳۳	یک‌ماهه
۱۳/۱۵۶۰۹	-۷/۳۸۶۹۵	۰/۵۷۹	۰/۵۵۶			
۳۵/۰۶۹۶۲	-۱۲/۴۵۵۳۹	۰/۳۴۸	۰/۹۴۱	۰/۳۳۵	۰/۹۳۵	سه‌ماهه
۱۳/۶۷۷۵	-۱۳/۰۶۳۲۶	۰/۳۶	۰/۹۲			

فرضیه چهارم: برای آزمون فرضیه چهارم و پنجم از تحلیل رگرسیون چندمتغیره استفاده می‌شود. اما قبل از آن، با آزمون همبستگی، ابتدا روابط معنادار بین بازده اولیه و متغیرهای مستقل، بررسی می‌شود. بر اساس نتایج آزمون همبستگی، بین بازده اولیه شرکت‌های غیردولتی و هیچ‌یک از متغیرها، در سررسید یک‌هفته‌ای، همبستگی معنادار مشاهده نمی‌شود، اما در سررسیدهای یک‌ماهه و سه‌ماهه تنها بین تعداد کارکنان و بازده اولیه، همبستگی معنادار وجود دارد. پس از تحلیل رگرسیون، این نتیجه حاصل می‌شود که در سطح اطمینان ۹۵٪، تعداد کارکنان برای پیش‌بینی قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در سررسیدهای یک‌ماهه و سه‌ماهه مفید است. رابطه ۵، معادله خط رگرسیون برای پیش‌بینی قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌های غیردولتی در سررسید یک‌ماهه و رابطه ۶، معادله مزبور را برای سررسید سه‌ماهه نشان می‌دهد.

$$\hat{y} = 20.358 - 0.019 x_4 \quad \text{رابطه ۵:}$$

$$\hat{y} = 39.360 - 0.044 x_4 \quad \text{رابطه ۶:}$$

در این دو رابطه، x_4 بیانگر تعداد کارکنان شرکت در روز عرضه عمومی اولیه سهام شرکت غیردولتی است. همان طور که ملاحظه می‌شود، بین بازده اولیه تعدیل شده بازار شرکت‌های غیردولتی و تعداد کارکنان در سررسیدهای یک‌ماهه و سه‌ماهه، رابطه معنادار معکوس وجود دارد.

فرضیه پنجم: برای فرضیه پنجم نیز همچون فرضیه چهارم، ابتدا همبستگی بین بازده اولیه شرکت‌های دولتی و متغیرهای وابسته را می‌سنجیم. بر اساس نتایج آزمون همبستگی، از میان سررسیدهای یک‌هفته‌ای، یک‌ماهه و سه‌ماهه، تنها بین درصد عرضه سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام و بازده اولیه شرکت‌های دولتی در سررسید یک‌هفته‌ای، همبستگی معنادار وجود دارد. پس از تحلیل رگرسیون، این نتیجه حاصل می‌شود که در سطح اطمینان ۹۵٪، روند گذشته درصد عرضه سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام، برای پیش‌بینی قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌های دولتی در سررسید یک‌هفته‌ای مفید است. رابطه ۷، معادله خط رگرسیون حاصله را نشان می‌دهد.

$$\hat{y} = 10.625 - 0.799 x_2 \quad \text{رابطه ۷:}$$

x_2 نیز مبین درصد عرضه از سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، در این مورد نیز بین بازده اولیه تعدیل شده بازار شرکت‌های دولتی و درصد عرضه از سرمایه در عرضه عمومی اولیه سهام در سررسید یک‌هفته‌ای، رابطه معنادار معکوس وجود دارد. جدول ۷، نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق را در سررسیدهای مختلف نشان می‌دهد.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

شماره فرضیه	شرح	تأیید / رد فرضیه در سررسید			
		یک هفته‌ای	دوماهه	سه ماهه	
فرضیه ۱	قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌های دولتی در عرضه عمومی اولیه	✓	✓	✓	
فرضیه ۲	قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌های غیردولتی در عرضه عمومی اولیه	✓	✓	✓	
فرضیه ۳	قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی بیشتر شرکت‌های دولتی نسبت به شرکت‌های غیردولتی	✗	✗	✗	
فرضیه ۴	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و سرمایه	✗	✗	✗	
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و درصد عرضه سرمایه	✗	✗	✗	
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و عمر شرکت	✗	✗	✗	
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و تعداد کارکنان	✓	✓	✗	
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و جمع دارایی‌ها	✗	✗	✗	
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و فروش	✗	✗	✗	
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و سود هر سهم	✗	✗	✗	
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و بازده دارایی‌ها	✗	✗	✗	
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و بازده حقوق صاحبان سهام	✗	✗	✗	
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی و نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها	✗	✗	✗	
	فرضیه ۵	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و سرمایه	✗	✗	✗
		ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و درصد عرضه سرمایه	✗	✗	✓

شماره فرضیه	شرح	تأیید / رد فرضیه در سررسید		
		یک هفته‌ای	دوماه	سه‌ماه
ادامه فرضیه ۵	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و عمر شرکت	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و تعداد کارکنان	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و جمع دارایی‌ها	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و فروش	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و سود هر سهم	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و بازده دارایی‌ها	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و بازده حقوق صاحبان سهام	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و میزان سهام واگذار شده شرکت‌های دولتی به اشخاص حقیقی	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و نابرابری درآمد افراد جامعه	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و کسری بودجه دولت	x	x	x
	ارتباط معنادار بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و درصد سهام باقیمانده در تملک دولت	x	x	x
	ملاحظات: ✓ تأیید فرضیه / ✗ رد فرضیه			

جمع‌بندی

خصوصی‌سازی به عنوان بخشی از سیاست گسترده تعدیل ساختار اقتصادی، اقدامی است که بیشتر کشورها، آن را سرلوحه برنامه‌های کوچک‌سازی دولت خود قرار داده‌اند. با توجه به الزام خصوصی‌سازی در ایران پس از ابلاغ سیاست‌های کلی بند ج

اصل ۴۴ قانون اساسی، مطالعه و تدقیق در اثربخش نمودن خصوصی‌سازی، اهمیت دوچندانی پیدا کرده است. واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی، روش‌های متعددی دارد که در این میان، خصوصی‌سازی از طریق بورس، برترین و پرکاربردترین روش محسوب می‌شود. از آنجا که مهم‌ترین بحث در واگذاری شرکت‌ها از طریق بورس، قیمت‌گذاری سهام آن‌ها است، مطالعه بر روی رفتار قیمتی سهام پس از عرضه اولیه، توجه دانشمندان مالی را به خود معطوف داشته است. مطالعات این حوزه از قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌ها در عرضه اولیه و بیشتر بودن این متغیر برای شرکت‌های دولتی نسبت به شرکت‌های غیردولتی خبر می‌دهد. لذا در این تحقیق با بررسی ۱۳۲ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۸۸-۱۳۸۰ به مقایسه قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و غیردولتی و عوامل مؤثر در هر یک پرداخته شد. در این تحقیق از متغیرهایی همچون سرمایه، درصد عرضه از سرمایه، عمر شرکت، تعداد کارکنان، جمع دارایی‌ها، فروش، سود هر سهم، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، و نسبت بدهی به دارایی‌ها به عنوان عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی برای کلیه شرکت‌ها اعم از دولتی و غیردولتی و از متغیرهای میزان سهام واگذار شده شرکت‌های دولتی به اشخاص حقیقی، نابرابری درآمد افراد جامعه، کسری بودجه دولت، و درصد سهام باقی‌مانده در تملک دولت، به عنوان عواملی که تنها در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی مؤثر است، استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تمام شرکت‌های عرضه‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اعم از دولتی و غیردولتی به زیر ارزش ذاتی عرضه می‌شوند اما اختلاف معناداری بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و غیردولتی در عرضه عمومی اولیه سهام آن‌ها وجود ندارد. این نتیجه با یافته‌های تحقیق آسنگ (Aussenegg, 2000) و دیونتر و مالاتستا (Dewenter & Malatesta, 1997) سازگار، اما با یافته‌های تحقیق ساچارد و سینق (Suchard & Singh, 2007)، شیندل و پروتی (Schindele & Perotti, 2002)، ژلیک و بریستون (Jelic & Briston, 1999)، پادیال و دیگران (Paudyal et al., 1998) و منیاه و دیگران (Menyah et al., 1990) ناسازگار است. بنابراین، بورس اوراق بهادار ایران را در حوزه قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های

دولتی و غیردولتی، می‌توان همچون بورس اوراق بهادار لهستان دانست. همچنین، تنها عامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی در سررسیدهای یک‌ماهه و سه‌ماهه، تعداد کارکنان شرکت است. جالب آن که رابطه معنادار بین تعداد کارکنان و بازده غیرعادی شرکت‌های غیردولتی در سررسیدهای یک‌ماهه و سه‌ماهه، رابطه‌ای معکوس است؛ یعنی فرضیه علامت‌دهی، درباره شرکت‌های غیردولتی پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، صادق نیست. در این باره، یافته‌های این تحقیق، نتایج پژوهش نیکبخت و دیگران (۱۳۸۷) را تأیید می‌کند. تنها عامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی نیز در سررسید یک‌هفته‌ای، درصد عرضه سرمایه در روز عرضه عمومی اولیه سهام است. نکته جالب در آزمون این فرضیه نیز، رابطه معنادار معکوس بین درصد عرضه از سرمایه و قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی است. بدین ترتیب هیچکدام از دلایل این تحقیق درباره قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی از جمله گسترش پایه‌های مالکیت، توزیع عادلانه ثروت، ناتوانی دولت در نگهداری شرکت‌های دولتی و تأثیر منفی میزان تملک دولت پس از عرضه سهام شرکت دولتی درباره شرکت‌های دولتی پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، صادق نیست. بنابراین، باید قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌های دولتی در ایران را در دلایل دیگری همچون انگیزه‌های سیاسی و غیر آن جست‌وجو کرد.

بدین ترتیب، پیشنهاد می‌شود برای اثربخش‌سازی فرآیند عرضه عمومی اولیه و نحوه قیمت‌گذاری و کشف قیمت سهام، روش ثبت سفارش که در دنیا نیز رایج است، جایگزین روش کنونی حراج شود. این روش با ایجاد توازن بهتر بین تهیه اطلاعات و حداکثرسازی عایدات، از پتانسیل لازم برای غالب آمدن بر دو روش حراج و قیمت ثابت، برخوردار است. همچنین، روش ثبت دفتری می‌تواند سرمایه‌گذاران را برای عرضه‌ای کامل و موفق گرد آورد و با توجه به فعالیت‌های تبلیغاتی، این تضمین وجود دارد که تعدادی کافی از سرمایه‌گذاران در عرضه و بازاریابی شرکت کنند. علاوه بر این، از آنجا که در فرآیند خصوصی‌سازی، غالباً سهام شرکت‌های بزرگ دولتی از طریق بورس واگذار می‌شود و تعیین قیمت این نوع سهام، پیچیدگی‌های زیادی دارد، ضروری است قبل از عرضه، بررسی‌های گسترده‌ای درباره وضعیت بازار آینده آن‌ها،

پیدا کردن مشتری و همین‌طور اعمال کنترل‌های لازم بر نوع شرکت‌کنندگان در خرید سهام صورت پذیرد. بر اساس این، برای تأمین این نیازها و اهداف نامبرده، روش ثبت دفتری برای کاربرد در بورس اوراق بهادار تهران، مناسب‌تر از دیگر روش‌ها به نظر می‌رسد. کاربرد این روش، علاوه بر گسترش فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه (بانک‌های سرمایه‌گذاری) در عملیات ریزکاوی^{۲۰} شرکت‌ها، بستر را برای نزدیک‌تر شدن هر چه بیشتر به قیمت‌گذاری مبتنی بر روش‌های علمی، فراهم می‌سازد.

یادداشت‌ها

۱. مقاله حاضر، مستخرج از پایان‌نامه دوره کارشناسی ارشد رشته معارف اسلامی و مدیریت مالی، اثر نویسنده مسئول، با همین عنوان و با راهنمایی دکتر عادل آذر و مشاوره دکتر محمدرضا رستمی است.

2. privatization
3. OECD countries
4. pricing
5. underpricing IPO
6. asymmetric information models
7. institutional explanations
8. behavioral explanations
9. the winner's curse
10. signaling theory
11. theory of seller risk aversion
12. theory of investment bank monopoly
13. theory of investment bank conservatism
14. anomalies
15. theory of transient interests
16. theory of investor's radical reaction
17. takeover
18. initial market-adjusted return
19. T-student
20. due diligence

کتاب‌نامه

آذر، عادل؛ مؤمنی، منصور (۱۳۸۸)، *آمار و کاربرد آن در مدیریت (تحلیل آماری)*، تهران: سمت.
ایمانی، حمیدرضا (۱۳۸۵)، «بررسی قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران»، *بورس*، سال پنجم، شماره ۵۶، صص ۱۴-۲۳.

- باقرزاده، سعید (۱۳۸۴)، «عملکرد کوتاه و بلندمدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار»، سومین سمینار مدیریت مالی.
- جبارزاده کنگرلویی، سعید؛ عسگری، محمدرضا (۱۳۸۹)، «شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی سهام در زمان عرضه اولیه به عموم در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران»، حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۵، صص ۹۴-۱۱۹.
- حیدری کرد زنگنه، غلامرضا؛ عالی پور، زهرا (۱۳۸۶)، مهندسی فرهنگ خصوصی‌سازی، تهران: پندار پارس.
- رضوی، روح‌الله (۱۳۸۷)، بورس اوراق بهادار و تحقق بند ج سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی: چالش‌ها و موانع، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق (ع).
- سازمان خصوصی‌سازی، معاونت مطالعات و ارزیابی (۱۳۸۵)، معرفی طرح توزیع سهام عدالت، تهران: سازمان خصوصی‌سازی.
- شرکت بورس اوراق بهادار تهران، اداره آمار و اطلاعات مدیریت بازار (۱۳۸۹)، بانک اطلاعاتی آمار معاملات روزانه شرکت‌ها، در دسترس در www.iranbourse.com (آخرین مشاهده: ۱۳۸۹/۱۰/۱۲).
- صفازاده پاریزی، غلامرضا (۱۳۸۱)، «مروری بر سیاست خصوصی‌سازی و بررسی عملکرد آن در فاصله سال‌های ۸۰-۱۳۶۸ در کشور»، پژوهشنامه اقتصادی، سال دوم، شماره ۲، صص ۱۱۵-۱۳۴.
- ظریف‌فرد، احمد؛ مهرجو، حامد (۱۳۸۳)، «بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران»، مطالعات حسابداری، سال سوم، شماره ۸، صص ۱-۲۸.
- عباسی، منصوره (۱۳۸۸)، چالش‌ها و الزامات خصوصی‌سازی و اجرای سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، تهران: مؤسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصاد.
- قورچیان، نادرقلی؛ حیدری کرد زنگنه، غلامرضا (۱۳۸۷)، «ارائه مدلی جهت ارتقا و توسعه خصوصی‌سازی در ایران»، پژوهشنامه اقتصادی، سال هشتم، شماره ۳، صص ۲۱۹-۲۵۷.

کریمی پتانلار، سعید (۱۳۸۳)، «خصوصی‌سازی، اندازه دولت و اشتغال در جمهوری اسلامی ایران»، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۱۰۵-۱۲۸.

مهرانی، ساسان؛ عسگری، محمدرضا؛ تحریری، آرش و گنجی، حمیدرضا (۱۳۸۸)، «بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود و نبود حباب قیمتی و تعیین عوامل مؤثر بر آن»، بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۱۵-۱۳۲.

نانسی، بیردزال؛ جان، نلیس (۱۳۸۹)، بررسی واقعیت آثار توزیعی خصوصی‌سازی در کشورهای در حال توسعه، ترجمه فرهاد مشتاق‌صفت، تهران: سازمان خصوصی‌سازی.

نصراللهی، خدیجه؛ آقایی، کیومرث و باقری زمانی، نوشین (۱۳۸۸)، «ارزیابی روند بازدهی سهام شرکت‌های خصوصی‌سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار»، حسابداری مالی، سال اول، شماره ۲، صص ۳۲-۵۹.

نیکبخت، محمدرضا؛ عسگری، محمدرضا؛ گنجی، حمیدرضا و تحریری، آرش (۱۳۸۷)، «تبیین عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران»، مطالعات حسابداری، سال ششم، شماره ۱۷، صص ۱۲۹-۱۸۰.

- Akerlof, G. (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500.
- Allen, F. & Faulhaber, G. R. (1989), "Signaling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, No. 2, pp. 303-323.
- Aussenegg, W. (2000), "Privatization versus Private Sector Initial Public Offerings in Poland", *Multinational Finance Journal*, Vol. 4, No. 1&2, pp. 69-99.
- Boabang, F. (2003), "The IPOs of Canadian firms via installment receipts: The opening performance and implications for the short-run efficiency of the Canadian Market", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Vol. 20, No. 3, pp. 224-233.
- Bundoo, S. K. (2007), "AN ANALYSIS OF IPOs UNDERPRICING IN MAURITIUS", *African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research*, Vol. 1, No. 1, pp. 1-12.
- Chi, J. & Padget, C. (2002), "Short-run Underpricing and its Characteristics in Chinese IPO Markets", *The University of Reading: ISMA Discussion papers in Finance 2001-2012*, pp. 2-38.
- Chong, A. & Riano, A. (2006), *Political Environment and Privatization Prices*, Washington D.C: Inter-American Development Bank.
- Dempere, J. M. (2008), "SELF-UNDERWRITTEN IPOs", *Journal of Global Business and Technology*, Vol. 4, No. 1, pp. 1-18.

- Dewenter, K. L., & Malatesta, P. H. (1997), "Public offerings of state-owned and privately-owned enterprises: An international comparison", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4, pp. 1659-1679.
- Drake, P. D., & Vetsuypens, M. R. (1993), "IPO Underpricing and Insurance against Legal Liability", *Financial Management*, Vol. 22, No. 1, pp. 64-73.
- Eckbo, B. E. (2008), *Handbook of corporate finance: empirical corporate finance*, USA: Elsevier.
- Gratton-Lavoie, C. (2000), *Essays on Privatization*, Dissertation submitted to the Faculty of Virginia Polytechnic Institute and State University in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy in Economics.
- Grinblatt, M. & Hwang, C. Y. (1989), "Signaling and the Pricing of New Issues", *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, pp. 393-420.
- Habib, M. A. & Ljungqvist, A. (2001), "Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence", *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 2, pp. 433-458.
- Huang, Q. (1998), "Underpricing of New Equity Offerings by Privatized Firms: An International Test" *NYU Working Paper*, No. FIN-99-075, pp.1-52, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1299443>.
- Hughes, P. J. & Thakor, A. V. (1992), "Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 4, pp. 709-742.
- Ibbotson, R. G. (1975), "Price Performance of Common Stock New Issues", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 2, pp. 235-272.
- Jelic, R. & Briston, R. (1999), "Hungarian privatization strategy and financial performance of privatized companies", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 26, No. 9 & 10, pp. 1319-1357.
- Kerr, J., Qiu, M. & Rose, L. C. (2008), "Privatisation in New Zealand and Australia: an empirical analysis", *Managerial Finance*, Vol. 34, No. 1, pp. 41-52.
- Lee, C. (2008), *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, USA: World Scientific.
- Ljungqvist, A., Nanda, V. & Singh, R. (2006), "Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing", *Journal of Business*, Vol. 79, No. 4, pp. 1667-1702.
- Logue, D. (1973), "Premia on Unseasoned Equity Issues, 1965-69", *Journal of Economics and Business*, Vol. 25, pp. 133-141.
- Meggison, W. L. & Boutchkova, M. K. (2000), "The Impact of Privatization on Capital Market Development and Individual Share Ownership", *The Third FIBV Global Emerging Markets Conference & Exhibition*, Istanbul, Turkey, pp. 4-52.
- Menyah, K., Paudyal, K. N. & Inyangete, C. G. (1990), "The Pricing of Initial Offerings of Privatised Companies on The London Stock Exchange", *Accounting and Business Research*, Vol. 21, No 81, pp. 51-56.
- Paudyal, K., Saadouni, B. & Briston, R. J. (1998), "Privatization initial public offerings in Malaysia: Initial premium and long-term performance", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 6, No. 5, pp. 427-451.

- Pons-Sanz, V. (2005), Who Benefits From IPO Underpricing? Evidence From Hybrid Book building Offerings, European central bank, ECB Working Paper No. 428, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=634023>
- Rock, K. (1986), "Why New Issues Are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 1-2, pp. 187-212.
- Schindele, I. & Perotti, E. C. (2002), *Pricing Initial Public Offerings in Premature Capital Markets: The Case of Hungary*, London: University of Amsterdam, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=363921> or doi:10.2139/ssrn.363921.
- Stevenson, S. (2006), "The abnormal performance of UK utility privatisations", *Studies in Economics and Finance*, Vol. 23 No, 3. pp. 164-184.
- Suchard, J. & Singh, M. (2007), "Determinants of the pricing of privatization IPOs in the UK and Australia", *International journal of Business*, Vol. 12, No. 3, pp. 361-384.
- Tinic, S. M. (1988), "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 4, pp. 789-822.
- Vickers, J. & Yarrow, G. (1988), *Privatization: An Economic Analysis*, Cambridge: MIT Press.
- Vieira, C. & Serra, A. P. (2006), "Abnormal Returns in Privatization Public Offerings: The Case of Portuguese Firms", *Notas Económicas*, Vol. 22, pp. 1-35, Available at: <http://ssrn.com/abstract=692027>.
- Welch, I. (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, pp. 421-449.
- Id. (1992), "Sequential Sales, Learning and Cascades", *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, pp. 695-732.