

بررسی عملکرد مالی شرکت‌های دولتی مشمول واگذاری در بورس اوراق  
بهادار تهران

سعید میرزا محمدی<sup>۱</sup>

استادیار دانشگاه علم و صنعت

سیدعلی سیدخسروشاهی

دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه تهران

علیرضا دلیری<sup>۲</sup>

دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبائی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۲/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۰۲/۳۱

**چکیده:**

خصوصی‌سازی به عنوان یک سیاست اقتصادی بر این عقیده استوار است که مالکیت و کنترل خصوصی از نظر تخصیص منابع نسبت به مالکیت عمومی کارآتر می‌باشد. با توجه به این که خصوصی‌سازی شرکت‌های معظم دولتی مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی در سال‌های اخیر در بورس اوراق بهادار رشد قابل ملاحظه‌ای داشته است، بررسی آن‌ها به عنوان نوعی از عرضه اولیه چرایی این پژوهش می‌باشد.

مدل رگرسیونی فاما و فرنچ نشان می‌دهد که عرض از مبدا مدل تفاوت معناداری با صفر ندارد؛ بدین ترتیب می‌توان نتیجه گرفت بازده عرضه‌های اولیه معادل بازده شاخص بازار می‌باشد و تفاوت معناداری را نشان نمی‌دهد.

**واژگان کلیدی:** شرکت‌های مشمول واگذاری، خصوصی‌سازی، عرضه اولیه، عملکرد مالی، طبقه‌بندی موضوعی: G18

---

1. mirzamohammadi@iust.ir

2. daliri@isti.ir

## Evaluating Governmental Corporations Financial Performance after Privatization in Tehran Stock Exchange

### Abstract

Privatization as a economic policy bases on private ownership and control is more efficient than public ownership. According to rapid growth of large scale governmental corporations (norm44), evaluating their IPO can explain importance of this paper.

The Fama and French regression model shows the intercept has no significant different from zero. So we can conclude IPO return equals to market index return.

**Keywords:** governmental corporations, privatization, initial offering, financial performance

**JEL Classification:** G18

### مقدمه

خصوصی‌سازی به عنوان یک سیاست اقتصادی، بر این عقیده استوار است که مالکیت و کنترل خصوصی از نظر تخصیص منابع نسبت به مالکیت عمومی کارآتر می‌باشد. نظریه سنتی از این قرار است که وقتی بخش‌های دولتی و خصوصی برحسب هزینه‌های تولید کالاهای مشابه مقایسه شوند، بخش خصوصی عملکرد بهتری نسبت به بخش دولتی خواهد داشت. به هر حال چنین نتایجی باید با احتیاط مورد بحث و بررسی قرار گیرند.

یکی از محورهای اصلی تحقیقات در زمینه عرضه اولیه اوراق بهادار، بررسی روند تغییرات بازده عرضه‌های اولیه در مقایسه با بازده شاخص قیمت بورس در طی زمان و همچنین شناسایی عوامل مؤثر بر عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه است. مطالعات صورت گرفته در بازارهای مختلف، نشان می‌دهد بازده بلندمدت عرضه‌های اولیه، کمتر از بازده بازار است که از آن تحت عنوان معمای عملکرد منفی عرضه‌های اولیه یاد شده است. بررسی عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه می‌تواند شواهدی را فراهم کند که بتوان از طریق آنها در مورد کارایی بازار بورس به نتایجی رسید. با بررسی بازده بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ و محاسبه عملکرد، می‌توان در مورد کارایی بورس اوراق بهادار تهران به نتایج مهمی دست یافت. با توجه به موارد یاد شده، بررسی نتایج عملکرد عرضه‌های سهام شرکت‌های مشمول اصل ۴۴، می‌تواند معیار مناسبی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فراهم آورد.

### چارچوب نظری

انتشار و عرضه سهام جدید ممکن است به دو حالت خصوصی یا عمومی انجام شود. معمولاً بیشتر شرکت‌ها از عرضه عمومی برای جمع‌آوری سرمایه بیشتر بهره می‌برند. عرضه اولیه سهام، به عرضه عمومی سهام شرکتی به عموم برای اولیه بار گفته می‌شود که برای اولین بار وارد بازار سرمایه می‌شود و شرکت مزبور قبلاً در بورس لیست نشده بود و سهامش معامله نمی‌شده است و بدون سابقه قبلی قیمت‌گذاری شده است یا به عبارتی اولین فروش سهام توسط ناشر به عموم در بازار اولیه، عرضه اولیه نام دارد. در بازارهای مالی دنیا مطالعات در مورد عرضه‌های اولیه که از طریق عرضه در بورس اوراق بهادار به عموم مردم فروخته می‌شوند، از اهمیت بالایی برخوردار است. عرضه اولیه سهام حالتی است که در آن یک بنگاه اقتصادی که تاکنون در بازار بورس معامله نشده است، سهام خود را به عموم مردم عرضه می‌کند. حجم مطالعات انجام شده در مورد عرضه‌های اولیه در سطح دنیا در مقایسه با اندازه بازار آن بالا به نظر می‌آید. از دلایل توجه

زیاد به پدیده عرضه اولیه سهام، وجود بازده غیرعادی و چرایی عرضه سهام در بورس اوراق بهادار می‌باشد [۳].

اصطلاح خصوصی‌سازی به هرگونه نقل و انتقال فعالیت از بخش عمومی به بخش خصوصی اطلاق می‌شود. خصوصی‌سازی به عنوان یک موضوع سیاسی، بسیار تناقض‌آمیز جلوه می‌کند، چرا که نشان‌دهنده اصطلاحی است که توزیع مجددی در درآمدها و معمولاً تغییری در الگوهای اشتغال را الزامی می‌کند. خصوصی‌سازی لزوماً سودهای انحصاری را از بین نمی‌برد، اما برای سودهایی که قبلاً در بازار غیرقابل مبادله بودند حق مطالبه ایجاد می‌کند [۱].

عرضه‌های اولیه در ایران طی سال‌های اخیر، رشد قابل توجهی را داشته است؛ به طوری که در سال‌های ۸۲ و ۸۳ تعداد عرضه‌های اولیه به ترتیب ۴۲ و ۴۰ شرکت بود. بررسی سال‌های ۸۴ تا ۸۹ هم مؤید همین موضوع است [۵]. حال در چه شرایطی خصوصی‌سازی موفق‌تر عمل خواهد کرد؟

تصویب قانون بازار اوراق بهادار در آذرماه ۱۳۸۴ و تصویب دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار در دی ماه ۱۳۸۵ توسط شورای عالی بورس، بیانگر ایجاد انسجام و نظام‌مندی در بازار اولیه اوراق بهادار، وجود ابزارها، نهادها و رویه‌های خاصی برای تحقق این مهم، ضروری گردید. همچنین اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و به دنبال آن خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی از طریق بورس، حجم عرضه‌های اولیه را تحت تأثیر قرار داده و می‌تواند حجم عرضه‌های اولیه را طی سال‌های پیش‌رو افزایش دهد.

در راستای اجرای سیاست‌های خصوصی‌سازی که با هدف کاهش تصدی‌گری دولت انجام می‌گیرد، فراهم کردن شرایط مناسب برای استقبال مردم از سهام از اهمیت زیادی برخوردار است یکی از این شرایط مناسب، تشویق مردم و سرمایه‌گذاران حقوقی، به خرید و نگهداری بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه می‌باشد. برای تحقق این مهم، از بین بردن نگرانی‌ها در مورد میزان عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه، ضروری می‌باشد.

با توجه به موارد یاد شده، نتایج بررسی عملکرد بلندمدت سهام شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی، می‌تواند در بهبود تصمیم‌گیری و ارزیابی فعالان بازار سرمایه شامل

سرمایه‌گذاران، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها، مدیران شرکت، مؤسسات سبدگردان و مشاوره و سایر علاقمندان دارای اهمیت باشد.

### پیشینه‌ی پژوهش

گام‌پرز در پژوهشی در زمینه خصوصی‌سازی ۱۱۸ شرکت از ۲۹ کشور (در حال توسعه و توسعه یافته) و ۲۸ صنعت از نظر عملکرد مالی و عملیاتی را مورد بررسی قرار داد. در این پژوهش شاخص‌های سودآوری (درآمد عملیاتی به فروش، بازده فروش، بازده دارایی‌ها و بازده سرمایه)، شاخص‌های کارایی (نسبت فروش واقعی هر کارمند) و شاخص‌های سرمایه (مخارج سرمایه‌ای به فروش و مصارف سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها) در سه سال قبل و بعد از خصوصی‌سازی را مورد بررسی قرار داد. نتایج این پژوهش حاکی از بهبود معنادار تمامی شاخص‌ها در تمام صنایع و کشورها بود [۱۴].

چی و پاگت عملکرد سه ساله ۷۴۹ عرضه اولیه را در چین بین سال‌های ۱۹۹۶ تا ۱۹۹۷ بررسی کردند. آنها ۳۴۰ عرضه اولیه در بازار بورس شانگهای و ۴۰۹ عرضه اولیه در بازار بورس شینزن را انتخاب کردند. متغیرها شامل قیمت عرضه، نوع مالکیت و اندازه شرکت در هنگام عرضه و میانگین سود هر سهم و نوع صنعت بود. برای محاسبه عملکرد از روش عملکرد تعدیل شده با بازدهی بازار استفاده شد. برای محاسبه بازده بلندمدت سه ساله نیز از عملکرد خرید و نگهداری تعدیل شده با بازده بازار استفاده شد. نتایج حاصل از تحقیق آنها به صورت خلاصه در قالب چهار مورد زیر بیان شد [۱۱]:

(۱) هرچه میزان مالکیت دولتی سهام عرضه شده کمتر باشد، امکان رشد شرکت بیشتر است، ریسک سیاسی آن کاهش یافته و در نتیجه بازده بلندمدت آن بیشتر خواهد شد. بنابراین یکی از راه‌های پیشرفت شرکتی، خصوصی‌سازی است که باید توسط دولت گسترش یابد.

(۲) ارتباطی بین اندازه شرکت هنگام عرضه و بازده بلندمدت آن و همچنین بین صنعت و بازده بلندمدت عرضه اولیه در کشور چین وجود ندارد.

۳) بین میانگین سود هر سهم سه ساله شرکت قبل از عرضه آن و بازده ۳۶ ماهه سهام عرضه شده نیز هیچ گونه رابطه معناداری وجود ندارد.

۴) بین بازده اولیه و بازده بلندمدت تعدیل شده سهام عرضه شده ارتباط منفی وجود دارد. یعنی هرچه بازده اولیه سهامی بالاتر باشد، عملکرد بلندمدت آن بدتر می شود.

ریتر و ولچ به بررسی عملکرد بلندمدت ماهانه عرضه‌های اولیه طی دوره ۱۹۷۳ تا ۲۰۰۱ پرداختند. متغیر وابسته در این تحقیق، بازدهی میانگین پرتفوی ماهیانه عرضه‌های اولیه بود. ضریب این متغیر بیانگر بازده ۳۲-٪ به ازای هر ماه یا حدود ۴-٪ سالانه بود. آنها از شش متغیر مستقل برای توضیح بازده بلندمدت عرضه‌های اولیه استفاده کردند. سه متغیر مستقل این تحقیق بازده مازاد بازار بر نرخ بدون ریسک، تفاوت بازده پرتفوی شرکت‌های کوچک و بزرگ و تفاوت بین بازده شرکت‌های ارزشی و شرکت‌های رشدی بود. علاوه بر متغیرهای بالا از داده‌های ماه قبل هر یک از متغیرهای بالا به عنوان سه متغیر مستقل دیگر استفاده کردند. نتایج بیانگر معناداری ضعیف رابطه ارزان‌فروشی و بازده بلندمدت بود [۱۶].

سیلواری، رابطه بین نوع مالکیت و عملکرد مالی را بررسی کرد. در این تحقیق نمونه‌ای مشتمل بر ۶۲ شرکت از بین شش صنعت خودروسازی، سرمایه‌گذاری، مالی، کانی غیرفلزی، غذایی، شیمیایی و لاستیک و پلاستیک انتخاب شد. هدف پژوهش این بود که آیا تغییرات درصد مالکیت، موجب بهبود شاخص‌های عملکرد مالی شده است یا خیر؟ در این راستا نسبت‌های مالی سال‌های ۷۷ و ۷۸ این شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است، نتیجه کلی بدست آمده حاکی از آن است که تغییرات در نسبت مالکیت (دولتی یا خصوصی) رابطه‌ای با تغییرات در نسبت‌های مالی ندارد [۶].

خشنودی رابطه بین عرضه سهام در بورس اوراق بهادار در تهران با سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران در فاصله سال‌های ۱۳۶۸ تا ۱۳۸۰ را مورد بررسی قرار داد. با توجه به این که برآورد الگوی رگرسیون با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی مستلزم پایداری متغیرهای به کار رفته در الگوهای مورد نظر می‌باشد، در این بررسی، ابتدا با

استفاده از آزمون ریشه واحد (آزمون دیکی فولد تعمیم یافته) پایداری متغیرها را مورد بررسی قرار داده و سپس آزمون‌های مربوط به الگوها به منظور بررسی قابلیت اطمینان و روایی الگوها انجام گرفته است.

نتایج این بررسی حکایت از آن دارد که اولاً رابطه معناداری بین عرضه سهام و سرمایه‌گذاری خصوصی در ایران وجود دارد. ثانیاً، میزان تاثیرپذیری سرمایه‌گذاری خصوصی در دوره جاری از عرضه سهام دوره قبل بیشتر می‌باشد و ثالثاً میزان تاثیرپذیری سرمایه‌گذاری خصوصی در دوره جاری از سرمایه‌گذاری خصوصی دوره قبل بیشتر از عرضه سهام در دوره جاری می‌باشد [۲].

در تحقیقی که توسط عبده و دموری در بازار بورس اوراق بهادار تهران انجام شد، ۱۰۴ عرضه اولیه طی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ مورد بررسی قرار گرفته است و بازده عرضه‌های اولیه در مقایسه با بازده شاخص قیمت محاسبه گردید. همچنین شواهد مبتنی بر وجود دوره‌های بازار داغ، عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران و گرایش‌ات و علایق زودگذر و یا خوش‌بینی زیاد سرمایه‌گذاران نیز بررسی شد. عوامل موثر بر بازده بلندمدت این شرکتها بطور خاص آزمون شده‌اند و شامل عملکرد بلند مدت بازار، حجم انتشار سهام جدید در سال اول، اندازه شرکت، عملکرد کوتاه مدت تعدیل شده عرضه‌های اولیه نسبت به شاخص بورس و نوع صنعت هستند.

نتیجه حاصل از این تحقیق، نشان دهنده وجود بازده کوتاه مدت بیشتر و بلندمدت کمتر عرضه‌های اولیه در بورس تهران نسبت به بازده بازار (شاخص) می‌باشد و شواهدی دال بر تاثیر نوع صنایع بر عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه به دست نیامد. از این منظر می‌توان عملکرد قیمت‌گذاری سهام عرضه اولیه در بورس تهران را مشابه دیگر بازارهای سرمایه کشورهای مختلف دانست. همچنین نتایج حاکی از عدم وجود بازار داغ سرمایه در طی سال‌های مورد مطالعه بود و سهام جدید در معرض عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران قرار نداشت. با این حال در بعضی از صنایع، فرضیه عکس‌العمل بیش از اندازه و فرضیه و گرایش‌ات و علایق زودگذر سرمایه‌گذاران دیده شد [۷].

در تحقیقی با عنوان «بررسی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس تهران با استفاده از مدل شارپ» توسط فدایی‌نژاد و همکاران سعی شد تا با طبقه‌بندی این شرکت‌ها، ساختار زمانی، فرآیند تشکیل و نقش آنان و همچنین ریسک و بازده پرتفوی آنها مورد مذاقه قرار گیرد و به این دو سؤال مهم پاسخ دهد که: اولاً عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مورد نظر چگونه بوده است، و دوم آنکه آیا عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری مناسب بوده است یا خیر؟ در ادامه با استفاده از شاخص شارپ، عملکرد پرتفوی نمونه انتخابی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در قالب فرضیات تحقیق مورد ارزیابی قرار گرفت [۸].

دموری و شیخ‌پور در تحقیق خود رابطه میان عرضه زیر قیمت سهام جدید و عرضه‌های ثانویه را بررسی کردند. نمونه تحقیق شامل ۸۵ شرکت تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ می‌باشد. تجزیه و تحلیل نتایج از طریق رگرسیون خطی چندگانه، رگرسیون لجیت و رگرسیون توییت صورت گرفته گرفت. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که فرضیه علامت دهی و فرضیه بازخور بازار تایید نمی‌شوند. هم‌چنین در آزمون تئوری گزینش نامطلوب این نتیجه حاصل شد که تنها عامل موثر بر عرضه زیر قیمت سهام جدید، انحراف معیار بازده هفتگی دوره کوتاه مدت می‌باشد [۴].

محمدی در پژوهش خود به بررسی عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام پرداخت. وی در تحقیق خود پیشنهاد می‌دهد سازمان خصوصی‌سازی به عنوان یکی از بزرگترین عرضه‌کنندگان سهام اولیه در راستای واگذاری سهام دولتی به عموم، می‌تواند استراتژی‌هایی برای تشویق مردم و سرمایه‌گذاران حقوقی، برای خرید و نگهداری بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه اتخاذ کند. چرا که نگرانی‌هایی میان سرمایه‌گذاران در مورد خطرات سرمایه‌گذاری بلندمدت در نگهداری سهام عرضه‌های اولیه ایجاد کرده و اکثراً تمایل دارند تنها موفقیت خرید کوتاه‌مدت، وارد معامله شوند و خود این مسأله باعث عرضه شدید سهام در زمان کوتاهی پس از عرضه، توسط خریداران می‌گردد [۹].

نصرالهی و همکاران، در تحقیق خود با عنوان ارزیابی روند بازدهی سهام شرکت‌های خصوصی‌سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار، نشان دادند بین بازده سهام



شرکت‌های واگذار شده، قبل و بعد از خصوصی سازی تفاوت معنی داری وجود دارد. بین بازده سهام شرکت‌های خصوصی در پنج زیر دوره، تفاوت وجود دارد. بیشترین افزایش در ۳ سال اول و بیشترین کاهش در ۳ سال چهارم بعد از خصوصی سازی اتفاق افتاده است [۱۰].

### فرضیه‌ی پژوهش

هدف اصلی از انجام این تحقیق، ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های واگذار شده اصل ۴۴ بر اساس شاخص‌های تعیین شده به منظور شناسایی تأثیرات خصوصی سازی بر آن می باشد. تحقق این هدف مستلزم دستیابی به اهداف فرعی این تحقیق است که به صورت زیر تعریف می شوند:

- شناخت کلی وضعیت مالی شرکت‌های مشمول واگذاری
- مقایسه وضعیت مالی بعد از واگذاری و شناسایی تأثیرات خصوصی سازی بر عملکرد مالی شرکت‌ها

لذا فرضیه تحقیق به صورت زیر تعریف می شود:

"بین بازده بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام مشمول خصوصی سازی اصل ۴۴ قانون اساسی با بازده شاخص کل بورس، تفاوت معناداری وجود ندارد."

در این فرضیه سوال اساسی که وجود دارد آن است که عملکرد سهام شرکت مشمول واگذاری در بورس اوراق بهادار چگونه سنجیده می شود؟ در ادبیات مالی اعتقاد بر آن است که هر رویداد مالی و غیرمالی که در شرکت‌ها رخ دهد، در قیمت منعکس می شود. حال زمانی که تغییرات قیمت را در قالب بازده می سنجیم، عملکرد مالی آن شرکت را هم مورد آزمون قرار داده ایم. در این تحقیق زمانی تغییرات قیمت شرکت‌ها را طی یک دوره ۳۶ ماهه پس از عرضه بررسی می نمایم، در واقع عملکرد مالی آن‌ها را هم مورد سنجش قرار داده ایم.

### جامعه و نمونه

جامعه‌ی مورد مطالعه در این پژوهش کلیه‌ی شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی که در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۸۶ سهام آن‌ها در بورس معامله شده است. در واقع سهام شرکت‌های دولتی که سهام آن‌ها از طریق عرضه در بورس خصوصی شده است. جامعه آماری مورد استفاده متشکل از ۱۷ شرکت می‌باشد که در جدول (۱) نشان داده شده است.

#### جدول ۱- شرکت‌های مورد استفاده در تحقیق

ردیف	شرکت
۱	مخابرات ایران
۲	پالایش نفت اصفهان
۳	پالایش نفت تبریز
۴	کشیرانی جمهوری اسلامی ایران
۵	بانک ملت
۶	صنایع ملی مس ایران
۷	فولاد مبارکه اصفهان
۸	فولاد خوزستان
۹	بیمه آسیا
۱۰	بیمه البرز
۱۱	بیمه دانا
۱۲	حفاری شمال
۱۳	بانک صادرات ایران
۱۴	بانک تجارت
۱۵	پتروشیمی فن آوران

۱۶	فولاد خراسان
۱۷	مپنا

### متغیرهای تحقیق

الف) میانگین بازدهی تعدیل شده عرضه های اولیه **(Rprivatet-Rf)**: میانگین بازدهی ماهانه پرتفوی های سهام خصوصی سازی شده منهای نرخ بهره بدون ریسک ماهانه (نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت دولتی)

ب) صرف بازده بازار **(Rm-Rf)**: بازده ماهانه شاخص بازار منهای نرخ بهره بدون ریسک ماهانه (نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت دولتی)

ج) تفاوت بازده شرکت های بورسی کوچک و بزرگ **(SMB)**: تفاوت میانگین ماهانه بازده پرتفوی شرکت های کوچک و بزرگ. معیار اندازه، ارزش بازار شرکت می باشد.

د) تفاوت بازده شرکت های بورسی دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پایین **(HML)**: تفاوت میانگین ماهانه بازده پرتفوی شرکت های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و میانگین ماهانه بازده پرتفوی شرکت های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین.

برای آزمون فرضیه های تحقیق در اندازه گیری عملکرد سه ساله عرضه های اولیه خصوصی سازی، از روش هایی استفاده شده است که در ذیل به تفصیل توضیح داده شده و روش آزمون آن بیان می شود.

### تجزیه و تحلیل داده ها

برای آزمون فرضیه تحقیق، به دنبال تعیین میزان عرض از مبدا در مدل سه عاملی دیویس، فاما و فرنچ به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد عرضه های اولیه هستیم. اگر عرضه های اولیه نسبت به معیاری عملکرد منفی نشان دهند، پس سری زمانی بازده پرتفوی

های عرضه اولیه نیز باید از بازده محاسبه شده طبق مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای کمتر باشد تا همان عملکرد منفی را تایید کند. تحقیقات فاما و فرنچ نشان داد که یک مدل می تواند بازده سری زمانی میانگین سهام را توضیح دهد [۱۱] [۱۲]؛ اگر چه برخی از محققان معیارهای اندازه و نسبت ارزش دفتری به بازار را تنها توضیح دهنده انتظارات و احساسات سرمایه گذاران می دانند. مدل رگرسیونی سه عاملی فاما و فرنچ به صورت زیر است:

$$R_{\text{private}} - R_f = a_0 + a_1(R_m - R_f) + a_2 \text{SMB} + a_3 \text{HML} + \varepsilon$$

فرضیه تحقیق بیان می کرد بین بازدهی بلندمدت عرضه های اولیه سهام با بازده شاخص کل بورس، بر اساس مدل فاما و فرنچ تفاوت معناداری وجود ندارد. در اینجا ما به دنبال آن هستیم که آیا عرض از مبدا در مدل فاما و فرنچ اختلاف معناداری از صفر دارد یا خیر. اگر مقدار عرض از مبدا در مدل مثبت و از لحاظ آماری معنی دار باشد بدین معناست که بازده عرضه های اولیه در بلندمدت، عملکرد بالاتری نسبت به شاخص داشته اند. به طریق مشابه اگر مقدار عرض از مبدا در مدل، منفی و از لحاظ آماری معنی دار باشد، بدین معناست که بازده عرضه های اولیه در بلندمدت، عملکرد ضعیف تری نسبت به شاخص انتخابی داشته اند و در غیر این صورت، بازده عرضه های اولیه معادل بازده شاخص انتخابی می باشد. جدول (۲) نتایج رگرسیونی مدل فاما و فرنچ را نشان می دهد.

## جدول ۲ - نتایج رگرسیون مدل فاما و فرنچ در فرضیه دوم

رگرسیون با استفاده از مدل حداقل مربعات				
نمونه در دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۶ و شامل ۱۷ شرکت				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	میزان

۰/۰۰۰	۵/۸۰۶	۰/۰۸۵	۰/۴۹۴	Rm -Rf
۰/۰۶۰	۱/۹۰۶	۰/۰۹۰	۰/۱۷۲	SMB
۰/۰۴۸	-۲/۰۰۲	۰/۰۶۵	-۰/۱۳۰	HML
۰/۹۴۹	-۰/۰۶۵	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۰۲	a

اثرات ثابت مقطعی با متغیر مجازی			
۰/۰۱۴	میانگین متغیر وابسته	۰/۷۶۸	مجذور R
۰/۰۴۱	انحراف معیار متغیر وابسته	۰/۷۴۷	مجذور R تعدیل شده
-۴/۴۰۶	معیار اطلاعاتی آکاتیک	۰/۰۳۶	انحراف استاندارد رگرسیون
-۴/۹۳۴	معیار شوارتز	۰/۰۶۶	مجموع مجذورات پسماندها
-۹/۸۸۰	معیار اطلاعاتی هنان کوئین	۲۴۳/۱۱۹	لگاریتم لایکلی هود
۲/۰۷۵	آماره دوربین-واتسون	۲۱/۳۰۶	آماره F
		۰/۰۰۰۰	F آماره P-value

جدول (۲) نشان می‌دهد که عرض از مبدا مدل تفاوت معناداری با صفر ندارد؛ بدین ترتیب می‌توان نتیجه گرفت بازده عرضه‌های اولیه معادل بازده شاخص بازار می‌باشد و تفاوت معناداری را نشان نمی‌دهد.  $R_2$  مدل نشان می‌دهد که توضیح دهنده‌گی مدل در حدود ۷۷٪ می‌باشد که مقدار آن با تفاوت اندکی برای  $R_2$  تعدیل شده ۷۴٪ می‌باشد. آماره F مدل با مقدار ۲۰ درصد و میزان احتمال (P-Value) صفر، توضیح دهنده‌گی کل مدل را تأیید می‌کند. مقدار آماره دوربین واتسون مدل هم با مقدار ۲/۰۷۵ موید عدم خود همبستگی سریالی می‌باشد.

### نتیجه‌گیری

خصوصی‌سازی به عنوان یک سیاست اقتصادی بر این عقیده استوار است که مالکیت و کنترل خصوصی از نظر تخصیص منابع نسبت به مالکیت عمومی کارآتر می‌باشد. با توجه به این که خصوصی‌سازی شرکت‌های معظم دولتی مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی در سال‌های اخیر در بورس اوراق بهادار رشد قابل ملاحظه‌ای داشته است، بررسی آن‌ها به عنوان نوعی از عرضه اولیه چرایی این پژوهش می‌باشد.

در راستای اجرای سیاست‌های خصوصی‌سازی که با هدف کاهش تصدی‌گری دولت انجام می‌گیرد، فراهم کردن شرایط مناسب برای استقبال مردم از سهام از اهمیت زیادی برخوردار است یکی از این شرایط مناسب، تشویق مردم و سرمایه‌گذاران حقوقی، به خرید و نگهداری بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه می‌باشد. برای تحقق این مهم، از بین بردن نگرانی‌ها در مورد میزان عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه، ضروری می‌باشد. با توجه به موارد یاد شده، نتایج بررسی عملکرد بلندمدت سهام شرکت‌های مشمول خصوصی‌سازی، می‌تواند در بهبود تصمیم‌گیری و ارزیابی فعالان بازار سرمایه دارای اهمیت باشد.

بررسی عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه می‌تواند شواهدی را فراهم کند که بتوان از طریق آنها در مورد کارایی بازار بورس به نتایجی رسید. عملکرد و بازده بلندمدت گزارش شده در بسیاری از کشورها در خصوص عرضه‌های اولیه، کارآیی اطلاعاتی این بازارها را به چالش کشیده است؛ بدین صورت که با کمتر بودن بازده عرضه‌های اولیه نسبت به سایر شرکت‌ها، به طور ضمنی این نتیجه حاصل می‌شود که به غیر از عوامل بنیادی، موارد دیگری نیز بر قیمت سهام شرکت‌ها در بورس اثر دارد. با بررسی بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ و محاسبه عملکرد، می‌توان در مورد کارایی بورس اوراق بهادار تهران به نتایج مهمی دست یافت. با توجه به موارد یاد شده، بررسی نتایج عملکرد عرضه‌های سهام شرکت‌های مشمول اصل ۴۴، می‌تواند معیار مناسبی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و مدیران فراهم آورد.

با استفاده از نرم افزارهای اکسل و ای ویوز به بررسی عملکرد بلندمدت سهام شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ که از طریق بورس خصوصی سازی شده‌اند، پرداخته شد. مدل رگرسیونی فاما و فرنچ نشان می‌دهد که عرض از مبدا مدل تفاوت معناداری با صفر ندارد؛ بدین

ترتیب

می توان نتیجه گرفت بازده عرضه های اولیه معادل بازده شاخص بازار می باشد و تفاوت معناداری را نشان نمی دهد.

## منابع و مأخذ

۱. احمدیان، مجید، (۱۳۷۸)، "اقتصاد نظری و کاربردی نفت"، دانشگاه تربیت مدرس، پژوهشگاه اقتصاد تهران.
۲. خشنودی، سمیرا، (۱۳۸۰)، "بررسی رابطه بین عرضه سهام در بورس اوراق بهادار تهران با سرمایه گذاری خصوصی در ایران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران
۳. دوانی، غلامحسین، (۱۳۸۴)، **بورس، سهام و نحوه قیمت گذاری**، انتشارات نخستین، تهران.
۴. دموری، داریوش و شیخ پور، لیلا، (۱۳۹۲)، "تجزیه و تحلیل بازده کوتاه مدت سهام شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و عرضه های ثانویه بر مبنای فرضیه ی علامت دهی"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۸
۵. سایت سازمان خصوصی سازی، [www.ipo.ir](http://www.ipo.ir)
۶. سیلواری، محمدرضا، (۱۳۷۹)، "بررسی رابطه نوع مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.



۷. عبده تبریزی، حسین و دموری، داریوش، (۱۳۸۲)، "شناسایی عوامل مؤثر بر بازده

بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات**

**مالی**، شماره ۱۵، صص ۲۳-۵۰.

۸. فدایی نژاد، اسماعیل، (۱۳۸۲)، مجموعه مقالات، دانشگاه امام صادق، تهران.

۹. محمدی، سعید، (۱۳۸۷)، "بررسی عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام"،

پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه شهید بهشتی.

۱۰. نصرالهی، خدیجه، آقای، کیومرث و باقری، نوشین، (۱۳۸۸)، "ارزیابی روند

بازدهی سهام شرکت‌های خصوصی‌سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار"،

**فصلنامه حسابداری مالی**، سال اول، شماره ۲.

11. Chi Jin and Padgett Carol, (2008), "The Performance and Long-run charestritic of the chines IPO Market", ISMA Center, Working Paper.

12. Fama, E. and K. French, (1992), "The cross-section of expected stock returns", **Journal of finance**, No. 47, PP. 427-465.

13. Fama, Eugent F., (1998), "Market Efficiency, long-term return and behavioral finance", **Journal of Financial Economics**, Vol. 49, PP. 283-306.

14. Gompers, Pauls A. and Josh Lerner, (2009), "The really Long -run performance of initial public offerings", **Journal of Finance**, Vol. 8, No. 4.
15. Ritter, Jay, (2010), "The long-run performance of initial public offerings", **Journal of Finance**, Vol. 62, PP. 365-394.
16. Ritter, J. and Welch, I., (2009), "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", **Journal of Finance**, Vol. 57, No. 4, PP. 1795-1828