



ارائه شده توسط:

سایت ترجمه فا

مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده

از نشریات معتبر

عدم متقارن اطلاعات و نظارت بر سرمایه گذاری های خصوصی

چکیده

این مقاله به بررسی رابطه بین عوامل تعیین کننده و مؤثر بر تخفیف قیمتی و اثرات اعلان انتقال و جابه جایی سهام خصوصی توسط شرکت ها در کشور تایوان طی دوره زمانی 2002-2008 می پردازد. در این مطالعه کل نمونه مورد بررسی به دو گروه تقسیم شده است، دسته اول شرکت های قابل انتقال و دسته دوم شرکت های OTC می باشد. نتایج مربوط به شرکت های OTC فرضیه مربوط به اطلاعات را تأیید می کند. این فرضیه بدین صورت است که وجود تخفیف های قیمتی به عنوان ابزاری برای جبران غرامت سرمایه گذاران مفید و ضروری است در حالی که بازده های غیر عادی منعکس کننده اطلاعاتی در رابطه با کیفیت شرکت ها می باشد. به عبارت دیگر، یافته های تجربی نشان می دهد که در مورد شرکت های OTC، برخی از مشاهدات توضیحات مربوط به اطلاعات را مورد حمایت قرار می دهد و برخی از مشاهدات نیز توضیحات مربوط به نظارت را مورد تأیید قرار می دهد. بنابراین به نظر می رسد در مورد شرکت های OTC حالت های متفاوتی در رابطه با انتقال مالکیت سهام خصوصی وجود دارد.

کلید واژه ها: قراردادهای خصوصی - تخفیف - اثر اعلان - عدم تقارن اطلاعاتی - ساختار مالکیت

1. مقدمه

بازار انتقال سهام های خصوصی طی سال های اخیر رشد چشمگیری داشته است. برای مثال، میزان انتقال سهام خصوصی در کشور آمریکا از 1/87 بیلیون دلار در سال 1995 به 51/9 بیلیون دلار در سال 2009 رسیده است. بازار انتقال سهام خصوصی در کشور تایوان بعد از سال 2002 رشد روزافزونی را تجربه کرده است. در این کشور در سال 2009، 181 مورد انتقال سهام خصوصی صورت گرفته است که ارزش آن معادل با 5/46 بیلیون دلار بوده که حدوداً 25/36 درصد از کل انتقال سهام های عمومی و خصوصی در کشور تایوان را تشکیل می دهد. این موارد نشان می دهد که انتقال سهام خصوصی یک راه جایگزین مالی مهم برای شرکت ها جهت تأمین سرمایه شده است.

انتقال سهام خصوصی ایجاب می کند که سهام پیشنهادی به تعدادی از مؤسسات با سرمایه بالا پیشنهاد گردد. شرکت ها انتقال سهام خصوصی اولیه را انتخاب می کنند زیرا انتشار سهام جدید را ساده تر می سازد و مخارج مربوط به سهام شناور را نیز کاهش می دهد (آندرسون، روس و کاهان^۱، 2006؛ فن^۲، 2000؛ کریشنامارتی، اسپیندات، سوبرمانیام و وودیتک^۳، 2005). با این حال، این راه می تواند مالکیت سهامداران غیر فعال را کم رنگ تر کند. برای محافظت از حقوق اینگونه سهامداران، بازار سهام قوانین خاصی برای انتقال و تغییر مالکیت سهام خصوصی وضع نموده است که شامل محدودیت های مربوط به کیفیت سرمایه گذاران محدودیت های مربوط به تعداد سهم سهامدارن می باشد (آندرسون و همکاران^۴، 2006). همچنین این امر می تواند مشکل مربوط به تقارن اطلاعات را نیز رفع نماید که بیشتر در مورد شرکت هایی که کوچک و یا تازه تأسیس هستند وجود دارد (لی و وو^۵، 2009؛ مارکیوکاتی، اسزوکوی و وارما^۶، 2005؛ وو^۷، 2004). زمانی که مالکیت سهام خصوصی انتقال پیدا می کند این امر منجر به کم شدن محدودیت های مربوط به قیمت سهام می گردد. زمانی که حجم زیادی از سهام های غیر فعال در بازار مورد معامله قرار گیرد (بارکلی و هولدرنس^۸، 1989؛ بارکلی، هولدرنس و شیهان^۹، 2007؛ واین و هایلو^{۱۰}، 1991)، قیمت سهام همیشه با تخفیف ارائه می گردد. این تخفیف می تواند به نوعی هزینه های انتقال بالا توسط سرمایه گذاران را جبران کند (اسلیبر^{۱۱}، 1991)؛ بنابراین، سهامدارن می توانند به سادگی وبه طور رایگان سهام خصوصی را بعد از دو یا سه سال نگه داری به فرد دیگری منتقل کنند. به دلیل اینکه سرمایه گذاران نمیتوانند در زمان مشخص مالکیت سهام خصوصی را منتقل سازند، آن ها باید متحمل ریسک اقتصادی شوند. بنابراین باید آن ها باید انگیزه کافی برای این کار را داشته باشند (کافی^{۱۲}، 1995). این امر مؤید فرضیه ساختار مالکیت است که بیان

¹ Anderson, Rose, & Cahan

² Fenn

³ Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam, & Woidtke

⁴ Anderson et al

⁵ Lee & Wu

⁶ Marciukaityte, Szewczyk, & Varma,

⁷ Wu

⁸ Barclay & Holderness

⁹ Barclay, Holderness, & Sheehan

¹⁰ Wayne & Hailu

¹¹ Silber

¹² Coffee

می کند سهامداران خارجی توسط انتقال سهام خصوصی، خدمات نظارتی را افزایش دهند و از این طریق منجر به افزایش ارزش شرکت گردند.

در حالت کلی، تئوری های اقتصادی به بررسی اثرات اعلان های عمومی و قیمت گذاری در رابطه با انتقال سهام خصوصی پرداخته اند و شواهد تجربی نیز در این رابطه وجود دارد. با این حال، شواهد تجربی از کشورهای مختلف یا بازارهای مختلف سهام تئوری های مختلف را مورد حمایت قرار می دهد. جای بحث است که چرا نمونه های مختلف منجر به نتایج مختلفی می گردد و کدام عوامل بر این امر اثرگذار می باشد. برای پی بردن به این موضوع، از دیدگاه ارائه شده توسط هرتزل و اسمیث^{۱۳} (1993) کمک گرفته می شود و این دیدگاه مورد بررسی قرار می گیرد. آن ها بیان می کنند که اهمیت نسبی رابطه بین فرضیه اطلاعات و فرضیه ساختار مالکیت بازار برای انتقال سهام خصوصی به اندازه بنگاه بستگی دارد. در حالت کلی، بنگاه ها و یا شرکت های کوچکتر تمایل دارند رشد سریع تری داشته باشند، نقد شوندگی کمتری داشته باشند و مالکیت توسط مدیران آن بالا می باشد، بنابراین در این حالت مسئله تقارن اطلاعات نیز یک امر مهم به حساب می آید. در مقابل، شرکت های بزرگ تر نقد شوندگی بیشتری دارند و مالکیت مدیران در این گونه شرکت ها پایین تر می باشد. بنابراین بحث نظارت در این گونه شرکت ها اهمیت بیشتری پیدا می کند.

در کشور تایوان، دو نوع بازار عمده سهام وجود دارد: بازارهای متمرکز (بازار سهام تایوان^{۱۴} TSE) و بازارهای با وسعت بیشتر^{۱۵} OTC. به دلیل اینکه پذیرش در هر کدام از این بازارها شرایط خاص خود را دارد و با یکدیگر متفاوت می باشد؛ قوانین دولتی و ویژگی های این دو نوع بازار نیز کاملاً متفاوت است. لازم به ذکر است که بیان شود اندازه بنگاه در هر دو بازار یکسان می باشد. بنابراین در این مطالعه به منظور تفاوت قائل شدن بین دو بازار OTC و TSE از ارزش بازار استفاده می شود. یافته های حاصل از این مطالعه نیز می تواند برای تصمیم گیری مدیران مالی در شرکت ها مفید و تأثیر گذار باشد. با بررسی ادبیات مربوط به این موضوع مشخص می شود که شواهد تجربی برای حمایت از فرضیه های مختلف انتقال سهام خصوصی وجود دارد و لی تاکنون هیچ مطالعه جدی برای بررسی این رابطه در مورد

¹³ Hertz and Smith

¹⁴ Taiwan Stock Exchange, TSE

¹⁵ over-the-counter market (GreTai Securities Market, OTC)

شرکت های OTC و TSE صورت نگرفته است. از یک طرف انتقال مالکیت سهام خصوصی می تواند به تقارن اطلاعات کمک کند؛ و از طرف دیگر می توان بررسی نمود که آیا این نوع ابزار مالی بر شرکت های OTC بیشتر اثر گذار می باشد و یا بازارهای متمرکز. در ادبیات مربوط به این موضوع، تنها می توان به مطالعه آلی و تامپسون^{۱۶} (1993) اشاره نمود. اما مشکل این مطالعه نیز این است که تعداد شرکت های کم و همچنین تعداد متغیرهای کمی مورد مطالعه و تحقیق قرار گرفته است.

علاوه بر این، قوانین متفاوت حاکم بر کشورهای مختلف می تواند بر نتایج تجربی مربوط به انتقال مالکیت سهام خصوصی اثرگذار باشد. قوانین حاکم بر انتقال سهام خصوصی به جز محدودیت ها می تواند بر سرمایه گذاران خصوصی سهام، مقدار و یا میزان تخفیف قیمتی هم اثر داشته باشد. برای مثال، برای دو کشور آمریکا و تایوان؛ هیچ گونه محدودتی در رابطه با میزان انتقال خصوصی سهام و میزان تخفیف وجود ندارد. شواهد تجربی نیز نشان می دهد که حداکثر نوسانی که در رابطه با انتقال خصوصی سهام، میانگین تخفیف ها و بازده غیر عادی در این دو کشور اتفاق می افتد با کشور سنگاپور متفاوت می باشد (چن، هو و لی و یئو^{۱۷}، 2002؛ هرتزل و اسمیت^{۱۸}، 1993؛ جانگ، تاسی و کائو^{۱۹}، 2010؛ وراک^{۲۰}، 1989). در این مطالعه نمونه مورد بررسی به دو زیر نمونه شامل شرکت های OTC و شرکت های TSE تقسیم می شود و در این نمونه شرکت ها بررسی می شود که کدامیک از عوامل بر میزان تخفیف در انتقال مالکیت سهام خصوصی اثر گذار است و در کدامیک از این نمونه ها سرمایه گذاران به اعلان های عمومی در مورد انتقال مالکیت خصوصی سهام واکنش نشان می دهند.

در قسمت نتیجه گیری نیز نشان داده می شود که در مورد شرکت های OTC، فرضیه اطلاعات مورد حمایت قرار می گیرد. تخفیف ها نیز به عنوان عاملی برای جبران هزینه های سرمایه گذاران در نظر گرفته می شود در حالی که بازده غیر عادی منعکس کننده اطلاعات در رابطه با کیفیت شرکت ها می باشد. به عبارت دیگر، یافته های تجربی

¹⁶ Alli and Thompson

¹⁷ Chen, Ho, Lee, & Yeo

¹⁸ Hertzl & Smith

¹⁹ Jang, Tsai, & Kuo

²⁰ Wruck

نشان می دهد که برخی از یافته ها توضیحات مربوط به اطلاعات را مورد تأیید قرار می دهد و برخی دیگر از یافته ها توضیحات مربوط به نظارت را مورد تأیید قرار می دهد.

2. محیط قانونی و ویژگی های بازار در کشور تایوان

1-2. محیط قانونی برای انتقال سهام خصوصی

قوانین مربوط به انتقال مالکیت سهام خصوصی در کشور تایوان از الگوی انتقال مالکیت خصوصی سهام در کشور ایالات متحده آمریکا پیروی می کند. در مقابل قوانین غیر انحصاری مربوط به انتقال سهام خصوصی در کشور آمریکا، این قوانین در کشور تایوان به صورت انحصاری می باشد. انتقال مالکیت سهام خصوصی در بسیاری از کشورها بر اساس تخفیف صورت می گیرد، با این حال، این نوع سهام در کشور سنگاپور اغلب در حداقل قیمت مورد معامله قرار می گیرد (تان، چنگ و تونگ^{۲۱}، 2002). در ادامه، به مقایسه مقررات مربوط به انتقال سهام خصوصی در این کشورها پرداخته می شود.

در کشور تایوان، یک شرکت عمومی ممکن است انتقال مالکیت خصوصی را از طریق سرمایه گذارهای معتبر انجام دهد. بعد از تاریخ تصمیم گیری سهامداران، فرآیند انتقال مالکیت سهام خصوصی ممکن است حدود یک سال طول بکشد. سرمایه گذاران معتبر شامل موسسات مالی (بانک ها، صندوق های تأمین مالی و مؤسسات بیمه) سرمایه گذاران با ثروت بالا (افراد حقیقی، افراد حقوقی یا موسساتی که استانداردهای خاصی را رعایت کنند) و افراد داخلی (مدیران، رهبران و مدیران اجرایی) باشند. هیچ گونه محدودیت مالی در رابطه با تعداد مؤسسات مالی وجود ندارد اما تعداد سایر سرمایه گذاران حداکثر می تواند برابر 35 سرمایه گذار ماهر باشد. با این حال، این گونه محدودیت ها در کشور سنگاپور بیشتر می باشد (آندرسون و همکاران^{۲۲}، 2006؛ چن و همکاران^{۲۳}، 2002).

به منظور قیمت گذاری سهام برای انتقال مالکیت خصوصی، در کشور ایالات متحده آمریکا هیچ نوه محدودیتی برای میزان تخفیف ارائه شده وجود ندارد. در کشور تایوان قبل از سال 2005 نیز این گونه رفتار می شد، اما بعد از سال 2005، اگر قیمت انتخاب شده برای انتقال مالکیت خصوصی سهام کمتر از 80 درصد قیمت واقعی سهام باشد،

²¹ Tan, Chng, & Tong

²² Anderson et al

²³ Chenetal

مجدداً یک کارشناس مقرر می گردد تا میزان تخفیف بهینه را انتخاب کند. علاوه بر این در کشور ایالات متحده آمریکا و کشور تایوان هیچ گونه محدودیتی برای حجم سهام برای انتقال مالکیت خصوصی وجود ندارد. در کشور سنگاپور، به جز در برخی موارد خاص، حجم قابل انتقال سهام از مالکیت خصوصی در حدود 10 درصد از سهام های معوق می باشد (آندرسون و همکاران، 2006؛ چن و همکاران، 2002).

در کشور تایوان، بعد از انتقال و فروش مالکیت سهام خصوصی، شرکت پیشنهاد دهنده این انتقال باید باید اطلاعات مورد نیاز از مشاهدات بازار¹ را ظرف مدت 15 روز تهیه و ارائه کند. این اطلاعات شامل تعداد سهام پیشنهاد شده، قیمت پیشنهادی، سرمایه گذاران پیشنهادی و هدف از واگذاری می باشد. در کشور ایالات متحده آمریکا نیز قوانین مشابهی برای این امر وجود دارد. انتشار دهنده سهام باید اطلاعاتی شامل موارد انتقال و مواد مورد نیاز برای اجرای این انتقال مالکیت را ظرف 15 روز بعد از اولین فروش سهام منتشر کند. در کشور سنگاپور، قوانین و مقررات افراد انتشار دهنده سهام را ملزم می نماید در مدت زمان کمتری نسبت به افشای اطلاعات مربوطه اقدام نمایند که این اطلاعات نیز شامل حجم سهام و قیمت پیشنهادی سهام می باشد.

علاوه بر این، در مورد حجم سهام قابل انتقال نیز در کشور تایوان و کشور ایالات متحده آمریکا محدودیت وجود دارد، در حالی که هیچ گونه محدودیتی برای این امر در کشور سنگاپور وجود ندارد. در کشور تایوان، طبق قانون، سرمایه گذاران نمی توانند سهامی که انتقال مالکیت پیدا کرده است را تا ظرف مدت سه سال منتقل کنند. اگر یک سرمایه گذار بخواهد در زمانی کمتر از سه سال اقدام به فروش و یا انتقال سهم بنماید هم در مورد فروشنده سهام و هم در مورد تعداد سهام با محدودیت های روبه رو می باشد. بعد از سپری شدن مدت زمان مورد نظر (سه سال)، شرکت بخواهد سهام انتقال یافته را ثبت کند، هیچ گونه مدرکی دال بر انتشار دهنده اولیه سهام در اختیار خریدار قرار نمی دهد. در کشور ایالات متحده آمریکا، دو نوع انتقال مالکیت خصوصی سهام وجود دارد، انتقال مالکیت ثبت شده و انتقال مالکیت ثبت نشده (وو²، 2004). سرمایه گذاران به هیچ وجه نمی توانند اوراق بهادار محدود را در مدت زمانی کمتر از شش ماه و یا یک سال به فروش برسانند. با این حال، این گونه اوراق بهادار می توانند به موسسات

¹ Market Observation Post System (MOPS)

² Wu

خاصی یا تحت شرایط خاصی به فروش برسد بدون اینکه به مدت زمان یاد شده مقید باشند. در مورد حالت یاد شده، خریدار می تواند در مقام یک تعهد کننده عمل نماید و این عملیات را انجام دهد.

به طور خلاصه، انتقال مالکیت خصوصی سهام در کشور تایوان تنها می تواند به سرمایه گذاران معتبر صورت گیرد و مقدار تخفیف نیز محدود می باشد و مدت زمان نگهداری سهام نیز طولانی تر می باشد. بنابراین، توسعه فرآیند انتقال مالکیت خصوصی سهام در کشور تایوان نسبت به کشور ایالات متحده آمریکا محدودتر بوده و دارای سرعت رشد پایین تری می باشد.

2-2. ویژگی های بازار در کشور تایوان

برخی از ویژگی های بازار در کشور تایوان باعث شده است تا تحقیقاتی در رابطه با انتقال مالکیت خصوصی سهام در این کشور انجام گیرد و این امر به عنوان یک موضوع مهم در کشور تایوان تلقی شود. اول، مقایسه آن با کشورهای توسعه یافته می باشد. بیشتر شرکت ها در کشور تایوان کوچک هستند. مطابق با آمارهای موجود، تعداد 1/23 میلیون بنگاه کوچک و متوسط در سال 2009 در کشور تایوان وجود داشته است که مجموعاً 97/91 درصد از کل بنگاه های این کشور را تشکیل می دهد. بنابراین انتقال مالکیت سهام خصوصی برای بنگاه های کوچک و متوسط در این کشور امری حیاتی به شما می آید (کارپنتر، لی هر و سورنت¹، 2008).

دوم،

دوم، نرخ فعالیت های تجاری خانوادگی و فامیلی نیز در کشور تایوان بالا می باشد. مطابق به مطالعه لین و چانگ² (2009)، طی سال های 1998 تا سال 2006، 57 درصد از مجموع شرکت های موجود در کشور تایوان به صورت خانوادگی اداره می شده اند. کرونکوویست و نیلسون³ (2005) نیز نشان دادند که بنگاه های دارای مدیریت خانوادگی از انتقال مالکیت خصوصی سهام استقبال نمی نمایند، دلیل این امر آن است که معرفی سهامداران جدید می تواند کنترل خانوادگی آن ها را دچار مشکل نماید. لی و چنگ⁴ (2009) نیز نشان دادند که شرکت ها با مالکیت

¹ Carpentier, L'Her, & Suret

² Lin and Chang

³ Cronqvist and Nilsson

⁴ Lin and Chang

خانوادگی در کشور تایوان کمتر متمایل به حيله گری هستند زیرا علاقه به کنترل های خانوادگی و شرکت های خانوادگی شدید می باشد. در حالت کلی، تیم مدیریت شرکت های خانوادگی توسط اعضای خانواده تشکیل می شود (به، لی و ودکت^۱، 2001). علاوه بر این، بر اساس این تمایلات خانوادگی، کنترل خانوادگی نقش مهمی در نظارت بر شرکت ها و در نتیجه کاهش فساد دارد.

سوم، در مقابل بازارهای کشور ایالات متحده آمریکا، که اغلب شامل سرمایه گذاران نهادی می باشد؛ بیشتر سرمایه گذاران در کشور تایوان سرمایه گذاران فردی می باشند (66 درصد کل سهامداران در سال 2011). بنابراین، بسیاری از انتقال مالکیت های سهام خصوصی اغلب به منظور کنترل سهامداران و گروه های خاص پیشنهاد می شوند. این امر منجر به کاهش احتمال معرفی سهامداران جهت نظارت بر گروه مدیریت می باشد که می تواند از طریق انتقال مالکیت خصوصی صورت گیرد (هسیه و وو^۲، 2010).

3. ادبیات موضوع

3-1. تخفیف های انتقال مالکیت خصوصی

در بیشتر مطالعات انتقال مالکیت خصوصی سهام از طریق ابزار تخفیف قیمتی انجام می شود (آلی و وتامپسون^۳، 1993؛ بارکلی و همکاران^۴، 2007؛ هرتزل، لمون، لینک و ریس^۵، 2002؛ هرتزل و اسمیت^۶، 1993؛ کریشنامورتی و همکاران^۷؛ 2005، وروک^۸، 1989؛ وروک و وو^۹، 2009؛ وو^{۱۰}، 2004). در حالت کلی پذیرفته شده است که بر اساس فرضیه اطلاعات، تخفیف منعکس کننده نوعی غرامت به سرمایه گذاران می باشد. زیرا وقتی سرمایه گذاران تلاش بیشتری انجام می دهند با مشکلات بیشتری در ارزیابی ارزش شرکت ها مواجه می شوند، بنابراین آن ها نیازند تخفیف بیشتری هستند. برای مثال، هرتزل و اسمیت (1993) نشان می دهد که تخفیف می تواند هزینه بدست

¹ Yeh, Lee, & Woidtke

² Hsieh & Wu

³ Alli & Thompson

⁴ Barclay et al.,

⁵ Hertzal, Lemmon, Linck, & Rees

⁶ Hertzal & Smith

⁷ Krishnamurthy et al

⁸ Wruck

⁹ Wruck & Wu

¹⁰ Wu

آوردن اطلاعات را جبران کند. وروک و وو (2009) بیان می کنند که تخفیف ها می تواند به عنوان عاملی برای جبران خسارت، سرمایه گذاران وادار به پذیرش ریسک نیز بنماید. علاوه بر این، از آن جا که سهام های خصوصی اغلب به افراد ثروتمند و یا موسسات پیشنهاد می شود، زمانی که این سرمایه گذاران موافق با خرید سهام به صورت بلوکی باشند (هرتزل و اسمیت، 1993) و یا موافق با خرید سهام در حداقل قیمت باشند (تن و همکاران¹، 2002)، این امر ایجاب می کند که انتشار دهندگان سهام این کار را انجام دهند. بنابراین، تخفیف ها نشان دهنده هزینه تأیید این امر می باشد. با این حال، هرتزل و همکاران (2002) توضیح دیگری را ارائه می دهند که بیان می کند تخفیفات منعکس کننده ارزیابی صحیح سرمایه گذاران از ارزش بنگاه می باشد. مارکیویت و همکاران² (2005) بیان کرده اند که تخفیف ارائه شده توسط بنگاه ها نشان دهنده و بیان کننده غرامت ناشی از خرید سهام به قیمت بالاتر می باشد که به سرمایه گذاران فروخته شده است. بنابراین، تخفیف ها دارای رابطه منفی با واکنش بازار می باشند. کریشنامورتی و همکاران (2005) بیان می کنند که زمانی که سرمایه گذاران خصوصی در مورد ارزش شرکت خوش بین هستند، اقدام به خرید سهام شرکت در قیمتی می کنند که شامل ارزش بازاری است و دارای تخفیف نیز می باشد.

علاوه بر این، فرضیه مربوط به ساختار مالکیت دیدگاه متفاوت تری را ارائه می کند. در مطالعات مربوط به انتقال مالکیت سهام خصوصی، بحث انتقال بیشتر با بحث نظارت مرتبط بوده است و پیشنهاد می نمایند که سهامداران بلوکی خارج از شرکت از طریق انتقال مالکیت خصوصی سهام می توانند بر کیفیت خدمات نظارتی و همچنین ارزش بنگاه اضافه نمایند. وروک (1989)، هرتزل و اسمیت (1993) و وروک و وو (2009) بیان می کنند که تخفیفات مربوط به انتقال مالکیت خصوصی سهام منعکس کننده خسارت در نظر گرفته شده برای سرمایه گذاران در راستای کیفیت خدمات نظارتی و همچنین توصیه های متخصصانه می باشد.

در حالت کلی، زمانی که یک بنگاه از طریق انتقال مالکیت خصوصی سهام دارای رابطه قوی تری با سرمایه گذاران می شود، تخفیف قیمتی آن ها بالاتر می باشد. بارکلی و همکاران (2007)، نشان دادند که تخفیف ها منعکس

¹ Tan et al

² Marciukaityte et al.

دهنده غرامت پرداخت شده به خریداران می باشد. این امر منجر به کاهش فرصت ها برای سرمایه گذاران برای بدست آوردن منفعت خصوصی می گردد. دلیل قابل قبول برای این امر آن است که خریداران به منفعتی دسترسی پیدا می کنند که سایر سهامداران نمی توانند به آن دست یابند (بارکلی و هولدرسون^۱، 1989).

در نهایت، در تئوری نمایندگی، داد و ستد های مدیریتی یک امر رایج می باشد. فرضیه مربوط به مدیریت داد و ستدهای بدین معنی است که مدیران از طریق خرید سهام در قیمت های پایین منافع ناشی از آن را به خود اختصاص دهند (وو، 2004). وو و وانگ (2005) نشان داده اند که مدیران ممکن است ثروت خود را علاوه بر کنترل سهامداران از طریق منافع ناشی از اوراق بهادار و منافع شخصی بدست آورند. وقتی که بین حقوق کنترل و نقدینگی شکاف بوجود آید؛ منافع شخصی ناشی از کنترل افزایش می یابد. در بسیاری از کشورها، تعداد سهم کمی از شرکت ها را نگه داری می کنند اما از طریق رابطه با دوستان هم پیمان خود می توانند قدرت بیشتر از یک سهامدار عادی را بدست آورند. علاوه بر این، کنترل سهامداران می تواند منجر به شناسایی سهامداران عمده خارجی گردد. در این مورد، علایق سهامداران کوچک مورد حمایت قرار نمی گیرد و منافع شخصی زیادی قابل حصول می باشد (لاپورتا، لویز دی سایلنس و اشلیفر^۲، 1999؛ اشلیفر و ویشنی^۳، 1997). وو (2004) نشان داد که اگر مدیران دست به معاملات خودی بزنند می توانند سهام را در پایین ترین قیمت خریداری کنند و در بالاترین قیمت به فروش برسانند و از این طریق ثروت سهامداران را به خود منتقل سازند. این امر نیز می تواند یکی از دلایل مربوط به تخفیف قیمتی در مسائل مربوط به انتقال مالکیت سهام خصوصی باشد.

3-2. اثرات مربوط به اعلان های عمومی انتقال سهام خصوصی

3-2-1. اثرات مربوط به اطلاعات

وقتی در بازار عدم تقارن اطلاعات وجود داشته باشد؛ سرمایه گذاران به اعلان های عمومی به عنوان یک تبلیغات منفی نگاه می کنند و اعتقاد دارند مدیران زمانی این کار را انجام می دهند که به طور نسبی شرکت دارای ارزشی

¹ Barclay & Holderness

² La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer

³ Shleifer & Vishny

بیش از حد مجاز داشته باشد (میلر و روک^۱، 1985). انتقال مالکیت سهام خصوصی می تواند مسئله عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد و بنابراین سیگنال های مثبت به بازار انتقال دهد. تحت فرضیه سیگنال دهی، مدیران ارزش شرکت به سرمایه گذاران خارجی را از طریق ساختار مالکیت منتقل می سازند. وقتی مدیران انتظار افزایش جریان نقدی شرکت در آینده را داشته باشند ممکن است آن ها ساختار مالکیت را حفظ کنند (لیند و پیل^۲، 1977). هرتزل و اسمیت (1993) کشف کردند که انتقال مالکیت خصوصی سهام دارای یک اثر اعلانی مثبت است که می تواند تحت عنوان اثر اطلاعات شناخته می شود. در این مورد یک رابطه مثبت بین اثرات اطلاعات و شدت ارزش گذاری پایین دارد. وو و وانگ (2005) بیان می کند که با افزایش میزان رشد انتظاری، بازده اعلامی بنگاه افزایش می یابد. زمانی که عدم تقارن اطلاعات افزایش می یابد؛ مسئله سهام اثر مثبت پیدا می کند. علاوه بر این، اگر خریدار مربوط به سهام خصوصی، سرمایه گذاران داخلی و یا سرمایه گذاران خودی باشد (مدیران، سرپرستان، سهامداران بلوکی)، عملکرد کوتاه مدت و عملکرد بلند مدت انتشار دهندگان سهام بهبود می یابد. دلیل این امر آن است که این نوع سهامداران دارای مزیت اطلاعاتی در مورد ارزش دارایی های شرکت دارند و در نتیجه اقدام به خرید سهام شرکت در پایین ترین سطح قیمتی می نمایند (کریشنامورتی و همکاران، 2005؛ وروک و وو، 2009). هرتزل و ریس^۳ (1998) نشان داد که تغییر در درآمد شرکت ها بعد از انتشار سهام خصوصی به طور مثبت با اعلان های مربوط به بازده شرکت رابطه دارد.

در مقابله با کمبود سرمایه گذاری ایجاد شده به دلیل عدم تقارن اطلاعات، میرز و ماجلیوف^۴ (1984) بیان می کنند که توقف مالی به کم شدن مسئله کمبود سرمایه گذاری کمک می کند. با این حال، جنسن و مکلینگ^۵ (1976) بیان می کنند که مدیران با بکارگیری علایق شخصی می توانند بیش از حد سرمایه گذاری انجام دهند و در نتیجه آن شرکت بیشتر از اندازه بهینه خود رشد کند. این امر مربوط به جریان نقدینگی مازاد می باشد زیرا نقدینگی زیاد ممکن است در پروژه های غیر سودآور سرمایه گذاری گردد (جنسن، 1986). جنسن (1986)، میرز و ماجلیوف

¹ Miller & Rock

² Leland & Pyle

³ Hertz and Rees

⁴ Myers and Majluf

⁵ Jensen & Meckling

(1984) و استولز^۱ (1990) بیان می کنند که در نتیجه افزایش نقدینگی، در ابتدا ارزش شرکت افزایش می یابد و سپس شروع به کاهش می کند. این عملکرد می تواند متفاوت نیز باشد. حتی با مراجعه با ادبیات مربوط به این موضوع نیز می توان متوجه شد که بازار نیز با انباشت نقدینگی مخالف است. هرتزل و اسمیت (1993) بیان می کنند در این زمینه وقتی شرکت ها از نظر مالی دچار مشکل شوند اعلان آمادگی برای انتقال مالکیت سهام خصوصی می نمایند و واکنش بازار سهام مثبت می باشد. اگر چه بازار سرمایه با نقدینگی زیاد مقابله می کند، افزایش نقدینگی برای شرکت های غیر مالی می تواند یک واکنش مثبت از بازار سرمایه به دنبال داشته باشد. علاوه بر این، لی روی و گراهام^۲ (2005) یک رابطه بالقوه بین بهبود درآمدی حاصل از بخش خصوصی و افزایش نقدینگی پیدا کرده اند. آن ها مشاهده کردند که وقتی نقدینگی توسط شرکت های کوچک افزایش می یابد، بازده اعلامی نیز مثبت می باشد.

3-2-2. نظارت، همگرایی خواسته ها و علایق

در تئوری، سهامداران بلوکی توسط انتقال سهام خصوصی، خدمات نظارتی را پیشنهاد می دهند و سپس از این طریق منجر به افزایش ارزش شرکت می گردند (دسمیتز، لهن^۳، 1985؛ شلیفر و ویشنی^۴، 1986). هرتزل و اسمیت (1993) و وروک (1989) نیز بیان کرده اند که بازده غیر عادی ناشی از انتقال مالکیت سهام خصوصی منعکس کننده منافع ناشی از نظارت می باشد. با این حال، هنوز به طور قطع مشخص نمی باشد که ساختار متمرکز مالکیت منجر به این بهبود می شود و مدیریت. مطابق با فرضیه همگرایی سلاقی و خواسته ها، از آن جا که مدیران باید اثرات ثروتی ناشی از تصمیمات خود را به عهده بگیرند؛ هر گونه افزایش در مالکیت مدیران می تواند به نزدیک شدن خواسته های آن ها با سهامداران خارجی کمک بنماید و از این طریق منجر به کاهش هزینه ها گردند. بنابراین، ارزش شرکت به واسطه مالکیت مدیران افزایش می یابد (جنسن و مک لینگ، 1976). کریشنامورتی و همکاران (2005) نیز نشان داده اند که اگر کارمندان داخلی شرکت و یا سرمایه گذاران خودی در انتقال مالکیت سهام خصوصی نقش داشته باشند، بازده اعلام شده بالاتر خواهد بود. زیرا مشارکت در این کار، می تواند به مدیران در

¹ Stulz

² LeRoy and Graham

³ Demsetz & Lehn

⁴ Shleifer & Vishny

افزایش مالکیت آن ها در شرکت کمک نماید. بارکلی و همکاران (2007) بیان می کنند که تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه، مسئله نمایندگی را افزایش می دهد زیرا معمولاً مدیران بیشتر سهام های خود را با سهم داران غیر فعال مشترک می نمایند تا از این طریق مالکیت و نفوذ خود را افزایش دهند. یافته های مربوط به مطالعه برکلی و همکاران (2007) نیز مؤید این امر می باشد.

5. تجزیه و تحلیل تجربی

5-1. ترکیب نمونه ای

در این مطالعه نمونه ای از انتقال مالکیت سهام خصوصی طی دوره زمانی ژانویه 2002 تا دسامبر 2008 از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان TSE و شرکت های OTC جمع آوری گردیده است. در همین راستا مشاهداتی که دربرگیرنده سایر حوادث بوده (به جز انتقال مالکیت سهام خصوصی) از مشاهدات حذف شده اند. نمونه اولیه شامل 439 مشاهده بوده که از این بین 113 مشاهده حذف شده اند و در نهایت 326 مشاهده مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. این تعداد داده ها از 193 شرکت استخراج شده اند.

5-2. آمار توصیفی

جدول شماره (1) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای به کار رفته در پژوهش و ویژگی های آن ها را ارائه نموده است. پانل A نشان دهنده متغیرهای پیوسته می باشد. پانل B، نشان دهنده نتایج مربوط به متغیرهای دامی می باشد که نشان می دهد 69 درصد (81 درصد) از انتقال مالکیت سهام خصوصی توسط مدیران (سرمایه گذاران خودی) صورت گرفته است که این امر مشابه یافته های وروک و وو (2009) می باشد. علاوه بر این، نمونه مورد بررسی در این مطالعه نشان می دهد که حدود 20 درصد از سهام خصوصی به سرمایه گذاران فردی و 32 درصد آن نیز به کمتر از 6 سرمایه گذار فروخته شده است. ادبیات گذشته مربوط به این موضوع نیز نشان می داد که بیشتر سهام های خصوصی به افراد منتخب واگذار شده اند (وروک، 1989؛ وروک و وو، 2009). شرکت های OTC در انتقال مالکیت سهام خصوصی نقش بیشتری داشته اند (حدود 60 درصد) که 9 درصد از انتقال ها با نیت استراتژیک صورت گرفته است. اگرچه هم پوشانی دوره ای بین دوره زمانی مورد مطالعه ما و بحران مالی جهانی 17 ماه بوده

است، ولی 34 درصد از این انتقال مالکیت سهام خصوصی در طول دوره بحران صورت گرفته است. پانل C، نشان دهنده توزیع زمانی در نمونه مورد بررسی می باشد. از آن جا که مجوز انتقال مالکیت سهام خصوصی از سال 2001 در کشور تایوان صادر شد؛ تعداد مشاهدات در دوره زمانی مورد بررسی خیلی زیاد نمی باشد ولی این تعداد هر ساله رشد داشته است. چو، گومبولا و لیو¹ (2009) و متیو² (2002) نشان دادند که زمانی که قیمت سهام در کشورهای ایالات متحده آمریکا و هونگ کونگ به اوج خود رسیده بود؛ تعداد معاملات مربوط به انتقال مالکیت سهام خصوصی افزایش یافته بود. در کشور تایوان، قیمت سهام بعد از افتری که در نیمه دوم سال 2007 داشت هر ساله رشد را تجربه کرده است. علاوه بر این، از آن جا که انتقال مالکیت سهام خصوصی یک ابزار جدید تأمین مالی در کشور تایوان می باشد؛ حدس زده می شود با افزایش آشنایی مردم این کشور با این نوع ابزار مالی، این گونه انتقال مالکیت ها نیز روند افزایشی پیدا کرده است. در نهایت، تعداد معاملات مربوط به انتقال مالکیت خصوصی سهام در سال 2008 کاهش یافته است که می توان از بحران مالی جهانی به عنوان یکی از عوامل اثرگذار در این زمینه نام برد.

بازده غیر عادی حدود 3/170 درصد بوده است که در مورد هر دو شرکت در سطح اماری 5 درصد معنادار بوده و این آماره برای شرکت های TSE مقدار بیشتری داشته است. در جدول شماره (2) مقدار آماره CAR (29/10-) به طور معناداری مثبت می باشد اما مقدار آن برای شرکت های OTC بیشتر می باشد. در حالت کلی، بازده غیر عادی بالا و مثبت پیش از روزهای اعلان عمومی می تواند توضیح دهنده مسئله مربوط به انتقال مالکیت سهام خصوصی باشد (تان و همکاران³، 2002؛ وو و همکاران⁴، 2005).

4-5. قیمت گذاری در رابطه با انتقال مالکیت سهام خصوصی

1-4-5. برآورد رگرسیونی مربوط به تخفیف های انتقال مالکیت سهام خصوصی

در این مطالعه به منظور شناسایی عوامل اثر گذار بر تخفیف در معاملات انتقال مالکیت خصوصی سهام از رهیافت اقتصاد سنجی رگرسیون های چندگانه بهره گیری شده است. جدول شماره (3) نتایج حاصل از برآورد را نشان می

¹ Chou, Gombola, & Liu

² Mathew

³ Tan et al.

⁴ Wu et al

دهد که بیانگر رابطه بین متغیر وابسته با متغیرهای مستقل می باشد. در تمامی مدل های مورد بررسی، ضریب متغیر نوسان در سطح 1 درصد معنادار و مثبت می باشد. این امر نشان می دهد که تخفیف منعکس کننده هزینه های جست و جوی اطلاعات می باشد. وقتی نوسان مربوط به معاملات انتقال مالکیت سهام خصوصی بالاتر باشد؛ شناسایی فرشته های رشد شرکت ها به نسبت دشوارتر می شود که این امر نیز به نوبه خود منجر به افزایش هزینه ها می گردد. ضریب متغیر LnMV به طور معناداری مثبت می باشد که مخالف این دیدگاه می باشد که عدم تقارن اطلاعات برای شرکت های کوچک شدید تر می باشد و بنابراین ممکن است سرمایه گذاران تخفیف های بالاتری را برای جبران هزینه های خود انتظار داشته باشند. مطابق با مطالعه هرتزل و اسمیت (1993)، شرکت های بزرگ نیاز دارند با دقت بیشتری مورد نظارت قرار گیرند و تخفیف های بزرگتر آن ها نیز نشان دهنده جبران هزینه های مربوط به نظارت می باشد. ضریب متغیر مبادله نیز از لحاظ آماری مثبت و معنادار می باشد که ممکن است در نتیجه افشای بهتر اطلاعات با نقدینگی توسط شرکت های TSE باشد که منجر به تخفیف کمتری می شود که مطابق با فرضیه تقارن اطلاعات می باشد.

ضریب مربوط به متغیر (-2, -59) CAR در کل نمونه مورد بررسی و همچنین شرکت های OTC از لحاظ آماری منفی و معنادار می باشد در حالی که برای شرکت های TSE غیر معنادار می باشد. طبق مطالعه ای که در کشور تایوان صورت گرفته است، هی (2009) نشان داد که شرکت های OTC طی دوره اعلان های عمومی جهت انتقال مالکیت سهام خصوصی سیگنال های مثبت بیشتری را منتشر می سازند. اما شرکت های TSE هم سیگنال مثبت و هم سیگنال منفی از خود انتشار می دهند.

وقتی که در مدل دوم مالکیت فردی با $\Delta Ownership$ جایگزین می شود، متغیر Purpose در کل نمونه مورد بررسی و شرکت های TSE معنادار می شود که بیان می کند که هدف از انتقال مالکیت خصوصی یک تصمیم استراتژیک باشد، میزان تخفیف کمتر از حالتی است که یک ملاحظه مالی در نظر گرفته شده باشد. ضریب متغیر مالکیت از لحاظ آماری در کل نمونه مورد بررسی و شرکت های TSE منفی و معنادار می باشد که ایجاب می کند که زمانی که سهامداران داخلی تمایل با این کار داشته باشند؛ میزان تخفیف کمتر می باشد تا ثروتی که به

سهامداران جدید منتقل می شود کاهش یابد که این امر مطابق با یافته هرترزل و اسمیت (1993) می باشد. علاوه بر این، ضریب منفی و معنادار $\Delta Ownership$ نشان می دهد که سهامداران سهام خصوصی را در بالاترین قیمت خریداری می کنند تا منافع بیشتری را بدست آورند.

به عبارت دیگر، بعضی از متغیرها می توانند به کار برده شوند که هم می توانند اثرات مربوط به اطلاعات و هم اثرات مربوط به نظارت را در بر داشته باشند. بنابراین رابطه متقابل بین متغیر *Single* و متغیرهای مرتبط با فرضیه اطلاعات بررسی می شود تا تفاوت بین آن ها مشخص گردد. هرترزل و اسمیت (1993) بیان می کند که آماره لایکلیهود مربوط به نظارت، زمانی که انتقال مالکیت سهام خصوصی متمرکزتر باشد، می تواند افزایش پیدا کند. بنابراین، اگر نظریه اطلاعات در نظر گرفته شود، می توان بررسی نمود چه میزان از تخفیف در نظر گرفته شده مربوط به رابطه متقابل متغیرها می باشد. نتایج مربوط به تمامی متغیرها در جدول شماره (3) نشان داده شده است. در ابتدا، ضریب متغیر مربوط به *Single* به طور معناداری در کل نمونه مورد بررسی و همچنین نمونه مربوط به شرکت های TSE منفی می باشد. اگر این امر مطابق با نظریه اطلاعات باشد، ضریب منفی بدین معنی است که تخفیف های پایین تر به سهامداران فردی نشان دهنده ذخیره سازی هزینه اطلاعات می باشد. اگر بر اساس فرضیه نظارت در نظر گرفته شود؛ تخفیف های کمتر ایجاب می کند که توسط سهامداران در برگیرنده مربوط به هزینه های نظارت نیز باشد که مطابق با یافته های هرترزل و اسمیت (1993) می باشد. واین و هایلو⁵ (1991) همچنین نشان دادند که سرمایه گذاران مبلغی را پرداخت می کنند تا حق رأی خود در معاملات را حفظ کنند. ضریب مربوط به جزء متقابل *Single* و *Distress* از لحاظ آماری مثبت و معنادار می باشد که نشان می دهد زمانی که شرکت انتشار دهنده سهام با مشکل مالی مواجه می شود، مجبور هستند تا از طریق تخفیف سرمایه گذاران را ملزم به نظارت بیشتری نمایند.

2-4-5. خرید و فروش خودی مدیران

⁵ Wayne and Hailu

وو (2004) نشان می دهد که مدیران تمایل دارند سهام های خصوصی را با تخفیف های بالا خریداری نمایند، بنابراین این مطالعه از دستورالعمل وو (2004) استفاده خواهد کرد تا فرضیه معاملات خودی توسط مدیران را آزمایش نماید. در ابتدا، داده های مورد مطالعه در جدول شماره (4) نشان داده شده است. ردیف اول و دوم نشان دهنده میزان تخفیف برای مدیران و میزان تخفیف برای غیر مدیران می باشد. تخفیف های مربوط به مدیران در انتقال مالکیت سهام خصوصی در کل نمونه مورد بررسی و شرکت های OTC پایین تر ولی در شرکت های TSE بالاتر می باشد. در ردیف شماره 4 و 5، مدیران خریدار به دو دسته خریداران خرد و خریداران کلان تقسیم بندی می شوند.

پانل B نشان دهنده تفاوت بین درصد مالکیت مدیران در شرکت هایی با ساختار مالکیت کوچکتر و ساختار مالکیت بزرگتر می باشد. در ادامه متغیر سهم مدیران و رابطه متقابل بین متغیرهای مدیران و سهم مدیران نیز وارد مدل شده که نتایج حاصل از آن در پانل C نشان داده شده است. ضریب مربوط به متغیر رابطه متقابل بین مدیران و سهم مدیران در شرکت های TSE منفی می باشد اما از لحاظ آماری غیر معنادار می باشد.

5-5. تجزیه و تحلیل رگرسیون مربوط به بازده غیر عادی

جدول شماره (5) نشان دهنده برآورد مربوط به متغیر بازده غیر عادی می باشد. در کل نمونه مورد بررسی، ضریب متغیر مربوط به نوسان مثبت و معنادار می باشد که با یافته های مطالعه هر تزل و اسمیت (1993) مطابقت می کند. ضریب مثبت و معنادار متغیر LnMV نشان می دهد که متناسب با اندازه شرکت، بازده اعلانی توسط شرکت نیز بزرگتر می باشد. مطابق با مطالعه وو و وانگ (2005)، اگر فرضیه مربوط به تقارن اطلاعات در باره شرکت ها در نتیجه فرصت های سرمایه گذاری آن ها باشد؛ اگر بازار در مورد میزان رشد شرکت قطعیت نداشته باشد، بازده اعلامی بزرگتر می باشد. علاوه بر این، مالیکل⁶ (2003) نشان می دهد که در بازارهای جهانی، سهام توسط شرکت های بزرگ با بازده بالا اعلام می شود زیرا مدیران پرتفوی شرکت های بزرگتر با نقدینگی بیشتر را ترجیح می دهند. ضریب مثبت و معنادار متغیر BM، که شاخص دیگری از رشد می باشد نشان می دهد که اثرات مربوط به اعلان

⁶ Malkiel

های عمومی، هر چه مقدار BM بزرگتر شود افزایش می یابد. علاوه بر این ضریب متغیر مربوط به Purpose از لحاظ آماری منفی و معنادار می باشد. این امر نشان می دهد که میزان سهام خصوصی در یک شرکت افزایش یابد احتمالاً بازار واکنش مثبتی به این امر نشان می دهد که مطابق با یافته هی (2009) می باشد. علاوه بر این، ضریب مربوط به متغیر year از لحاظ آماری مثبت و معنادار می باشد که نشان می دهد که در طول دوره بحران مالی جهانی، مسئله سهام خصوصی و اعلان های مربوط به آن ایجاب می کند که شرکت ها قابلیت افزایش منابع خود را داشته باشند. علاوه بر این، بسلی، کوهرس و استیگنر⁷ (2007) نیز بیان کرده اند که شرکت هایی که قابلیت جذب سهامدار برای خرید سهام خصوصی را دارند، سیگنال های مثبتی در این زمینه از خود نشان می دهند.

مدل شماره (3) مربوط به نمونه کلی و زیر نمونه ها می باشد که می تواند نتایج بعد از اضافه نمودن اثرات متقابل را ارائه کند. ضریب متغیر Single از لحاظ آماری منفی و معنادار می باشد. در نتیجه سرمایه گذاران فردی که در انتقال مالکیت سهام خصوصی جهت حفظ و بدست آوردن منافع مشارکت دارند باید قادر باشند تا عکس العمل منفی بازار را توضیح دهند. گذشته از این، رابطه مثبت بین متغیرهای Single و Fraction نشان می دهد که فروش به سهامداران فردی دارای نوسانات زیادی می باشد و بازار نیز به این امر واکنش مثبت نشان می دهد.

در ادامه می تواند در رابطه با زیر نمونه های مربوط به شرکت های TSE و شرکت های OTC بحث نمود. ضریب مربوط به متغیر Fraction، LnProceeds و BM تنها در مدل مربوط به شرکت های OTC معنادار می باشد که نشان می دهد تعداد متغیرهایی که بر عدم تقارن اطلاعات در شرکت های OTC اثر می گذارند بیشتر از متغیرهای TSE می باشد.

ضریب متغیر مربوط به متغیر Distress نشان می دهد که زمانی که شرکت های TSE درگیر مشکل مالی می شوند، بازار به این امر واکنش مثبت نشان می دهد. به عبارت دیگر، در نمونه مربوط به شرکت های OTC، اعلان های عمومی واکنش مثبتی تنها در دوره بحران مالی دریافت می کنند. متغیرهای year و Distress دارای واکنش مشابهی می باشند، با این تفاوت که متغیر Distress با توجه به ملاحظات خرد می باشد ولی متغیر Year با توجه

⁷ Besley, Kohers, & Steigner

به ملاحظات کلان می باشد. وقتی که بازار سرمایه در شرایط ناپایدار قرار داشته باشد، اعلان عمومی توسط شرکت های OTC سیگنال مثبت به بازار می دهد و نشان می دهد شرکت ها از طریق جذب سرمایه گذاران خصوصی قابلیت رشد را دارند. اما وقتی که بازار در شرایط پایدار و با ثبات قرار داشته باشد، انتقال مالکیت سهام خصوصی انجام شده توسط شرکت های OTC ممکن است ضعیف باشد و بنابراین بازار واکنش منفی به این موضوع نشان دهد. با این حال، اگر شرکت های TSE با بحران مالی مواجه شوند ایجاب می کند که بازار این تفاوت را لحاظ نماید. علاوه بر این، زمانی که مدیران سهام خصوصی مربوط به شرکت های OTC را خریداری نمایند، بازار با این موضوع واکنش منفی نشان می دهد که این نتایج با یافته های هرتزل و اسمیت (1993) سازگار می باشد.

6. نتیجه گیری

در این مطالعه به بررسی تخفیف های قیمتی و اثرات اعلان های عمومی بر انتقال مالکیت سهام خصوصی در کشور تایوان پرداخته شده است. یافته های اصلی این مطالعه نشان داد که فرضیه اطلاعات و فرضیه ساختار بازار در شرایط مختلف سازگار می باشد. همچنین عواملی که بر شرکت های TSE اثر می گذارند از عواملی که بر شرکت های OTC اثر می گذارند متفاوت می باشد. بنابراین در نهیات اعتقاد کلی بر این است که مطابق با محیط، ارزش شرکت به خوبی از طریق مکانیسم بازار منعکس می شود که بدین طریق انتقال مالکیت سهام خصوصی فی نفسه معنادار می باشد. بعد از بیان تمامی این موارد، می توان این گونه نتیجه گیری کرد که انتقال مالکیت سهام خصوصی منجر به بهبود تأمین مالی در شرکت ها می گردد.



این مقاله، از سری مقالات ترجمه شده رایگان سایت ترجمه فا میباشد که با فرمت PDF در اختیار شما عزیزان قرار گرفته است. در صورت تمایل میتوانید با کلیک بر روی دکمه های زیر از سایر مقالات نیز استفاده نمایید:

لیست مقالات ترجمه شده ✓

لیست مقالات ترجمه شده رایگان ✓

لیست جدیدترین مقالات انگلیسی ISI ✓

سایت ترجمه فا ؛ مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده از نشریات معتبر خارجی