

فصلنامه علمی پژوهشی
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار
شماره دوازدهم
زمستان ۱۳۹۰

شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی در عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های جدیدالورود در بورس اوراق بهادار تهران

منصور گرکز^۱

حمیدرضا وکیلی‌فرد^۲

اکتای یمرعلی^۳

تاریخ پذیرش: ۹۰/۴/۱۰

تاریخ دریافت: ۹۰/۲/۱۵

چکیده

در این تحقیق عوامل احتمالی مؤثر بر بازدهی غیرعادی شرکت‌های جدیدالورود به بورس تهران را برای بازه زمانی ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار می‌دهیم؛ برای این منظور تعداد ۷۳ شرکت واجد شرایط را طبق روش حذفی انتخاب و برای دوره‌های ۱۲ و ۲۴ ماه پس از ورود به بورس مورد بررسی قرار دادیم، از میان شش متغیر مستقل اندازه شرکت، نوع مالکیت، خطای پیش‌بینی سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت حاشیه سود خالص و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، متغیرهای نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (به طور مستقیم) و بازده حقوق صاحبان سهام (به طور معکوس) رابطه معناداری با بازدهی غیرعادی را داشتند، اما به طور کلی تحلیل رگرسیون چند متغیره نشان داد که هر شش متغیر مستقل به طور همزمان توانایی توجیه‌کنندگی ۱۳/۷ درصدی بازده غیرعادی را دارند.

واژه‌های کلیدی: بازده غیرعادی سهام، عرضه اولیه سهام، رگرسیون چندگانه.

۱- استادیار مدعو دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران

۲- استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران (مسول مکاتبات) oktayyamrali@gmail.com

مقدمه

بازار عرضه می‌شود و پیش از این، سهام این شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران وجود نداشته است. در این تحقیق به منظور بررسی عوامل احتمالی موثر بر بازدهی غیرعادی ایجاد شده در عرضه اولیه، از متغیرهای عملکرد بلندمدت بازار مثل اندازه شرکت، نوع مالکیت، نسبت اهرمی، خطای پیش‌بینی سود، نسبت - حاشیه سود خالص و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده شده است، در این راستا این پژوهش سعی کرده است با بسط عواملی که می‌تواند توجیه‌کننده بازده‌های غیرعادی ایجاد شده در عرضه اولیه سرمایه‌گذاران باشد، آنان را در انتخاب بهینه سهام یاری رساند.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

اصطلاح عرضه عمومی سهام (IPO) که رواج آن بر بازارهای پروتق ۱۹۹۰ بر می‌گردد عبارت است از اینکه یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام نمایند (هییتی و مرادی، ۱۳۸۹). در این راستا محققان دلایل زیادی را در ایجاد بازده‌های اضافی غیرعادی ارائه کردند. این دلایل در قالب تئوری‌های سنتی قبل از عدم تقاون اطلاعات تا تئوری‌های نوین نظیر تئوری‌های رفتاری، شکل گرفته است (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۹). کریگ-من^۲ (۱۹۹۹) معاملات در روز اول عرضه اولیه سهام را نشانگر عملکرد آینده سهام می‌داند، او سهام را به چهار گروه سرد^۳، خنک^۴، داغ^۵ و خیلی داغ^۶ تقسیم می‌کند، به عرضه سهامی که در عرضه اولیه سهام بازده‌ای بین ۱۰ تا ۶۰ درصد داشته باشد «عرضه‌داغ» گفته می‌شود. این‌گونه

نقش واحدهای تجاری و بازرگانی در ساختار اقتصادی کشور بر کسی پوشیده نیست. امروزه واحدهای تجاری به عنوان پایه‌های اصلی اقتصاد کشورها، حجم زیادی از منابع اقتصادی نظیر نیروی کار، مواد اولیه و سرمایه را مورد بررسی قرار می‌دهند و در مقابل با توجه به حجم تولید و فروش، نقش حائز اهمیتی را در توسعه و پیشرفت اقتصادی کشور ایفا می‌کنند؛ به همین دلیل بحث در خصوص اطلاعات مالی انتشار یافته نظیر فروش شرکت، نسبت بدهی، نسبت حاشیه سود خالص، نسبت بازده سرمایه‌گذاری در تعیین و شناسایی سهام بهینه بسیار تأثیرگذار بوده و اطلاعات مالی درست و به موقع در شناسایی بهینه بسیار مورد توجه می‌باشد. در زمینه عرضه اولیه سهام و اوراق بهادار مطالعات و تحقیقات گوناگونی در سطح جهان صورت گرفته است. یکی از محورهای اصلی تحقیقات در این زمینه بررسی روند تغییرات بازده سهام جدید در مقایسه با بازده شاخص قیمت بورس و اوراق بهادار در طی زمان و همچنین شناسایی عوامل مؤثر بر عملکرد بلند مدت سهام جدید است. علاوه بر آن مطالعات انجام گرفته در کشورهای مختلف حاکی از وجود بازده بلند مدت کمتر سهام جدید در مقایسه با بازده بازار است. مسئله اصلی در تحقیق حاضر شناسایی عوامل احتمالی موثر بر بازده‌های غیرعادی است. لازم به ذکر است که در ایران عرضه اولیه اوراق بهادار با مفهوم رایج در کشورهای دیگر متفاوت است؛ زیرا در کشورها دیگر منظور از عرضه اولیه سهام جدیدی است که برای اولین بار به

بررسی متوالی اطلاعاتی پیش بینی سود شرکت- های جدیدالورود به بورس آتن توسط جرجیا مؤید این است که پیش‌بینی مدیران بسیار بهتر و دقیق‌تر از پیش‌بینی مدل‌های سری زمانی است و از طرف دیگر بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بهادر تهران را مورد بررسی قرار داد. پژوهش وی نشان داد که بین تغییرات غیرمنتظره سود و بازده آتی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (سجادی، ۱۳۷۷). در مطالعه‌ای دیگر عبده تبریزی و دموری عوامل موثر بر بازده بلندمدت شرکت‌های جدیدالورود را مورد بررسی قرار دادند، نتایج پژوهش بیانگر بازده کوتاه مدت بیشتر سهام شرکت‌های جدیدالورود به بازار است. آکسو^۲ (۲۰۰۳) به مطالعه بررسی محتوای تاثیر اندازه شرکت، نسبت به ارزش دفتری به ارزش بازار و اطلاعات گذشته بر بازدهی اضافی پرداخته است که در انجام تحقیق از بورس شانگهای استفاده شده است، نتایج به دست آمده از تحقیق نشان می‌دهد که صورت‌های مالی انتشار یافته توسط شرکت‌ها محتوای اطلاعاتی دارند، یکی از نتایج غیرعادی حاصل شده این می‌باشد که بازده‌های اضافی قابل توجه تحت روش‌های تحقیق مورد استفاده در بازده‌های زمانی ادامه می‌یابد. هاتز^۳ (۲۰۰۵) با استفاده از روش «رویداد پژوهشی سنتی» به بررسی محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های عایدات در بازار کوچک سهام دانمارک می‌پردازد، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در روزهای حول اعلام سود، نوسان‌پذیری غیرعادی وجود دارد که این امر را ناشی از محتوای اطلاعاتی سود می‌داند. مرامور و پاهور^۴ (۲۰۰۱) به بررسی رابطه بین نرخ

سهام دارای تقاضای بیشتری نسبت به عرضه سهام هستند در نتیجه تعدادی از متقاضیان نمی- توانند سهم مذکور را خریداری نمایند در نتیجه خواهان سهم به قیمت بالاتر هستند (عبده تبریزی و دموری، ۱۳۸۲). عرضه عمومی اولیه داغ در آینده دارای عملکرد بالایی خواهد بود در حالی که بازده غیرعادی عرضه سرد کوچک‌تر مساوی صفر خواهند بود که عملکرد آینده این نوع سهام ضعیف خواهد بود (رهنمای رودپشتی، تاجیک نیا، ۱۳۸۹). عرضه عمومی اولیه خیلی داغ زمانی است که بازده اولیه سهام بیش از ۶۰ درصد است که در این حالت عملکرد آینده سهام بسیار وخیم خواهد بود (هیبتی، مرادی، ۱۳۸۹). شواهد تجربی فراوانی در دست است که نشان می‌دهد پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه پدیده ای جهان شمول است و تقریباً در بورس اوراق بهادار همه کشورها عمومیت دارد، البته قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه در بازارهای سرمایه در حال توسعه در مقایسه با بازارهای توسعه یافته بیشتر است (عبده تبریزی، دموری، ۱۳۸۲). فرت^۱ (۱۹۹۸) با مطالعه بر روی ۷۱۶ شرکت جدیدالورود به بورس نیوزلند طی سال‌های ۱۹۷۷ - ۱۹۹۲ ارتباط بین سود پیش- بینی شده و ارزش شرکت و بازده غیرعادی سهام این نوع شرکت‌ها را در مقطع عرضه اولیه بررسی کرد و به این نتیجه رسید که پیش‌بینی- های سود در ارتباط با ارزش شرکت‌هایی که دارای عرضه عمومی اولیه سهام بوده و از سایر ابزارهایی همچون سود انباشته موثر تر هستند و بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (آشتاب، ۱۳۸۶).

سهام، فاکتورهای توضیحی مهمی برای این عملکرد نامتعارف بود. باچتا و همکاران^۹ (۲۰۰۸) به بررسی رابطه بین قابلیت پیش‌بینی بازدهی غیرعادی و خطاهای قابل انتظار در بازارهای مالی متعدد پرداختند (با استفاده از داده‌های تحقیق در مورد شرکت کنندگان در بازار سهام، بازار مبادله، بازار اوراق قرضه و بازارهای پول در کشورهای مختلف). نتایج حاصله از آن به شرح ذیل است و آن اینکه در برخی از بازارها قابلیت پیش‌بینی بازدهی غیرعادی وجود دارد ولی در بازار پول است که پیش‌بینی خطا نیز تقریباً غیر ممکن است. عادل بوباگر و مذهبود^{۱۰} (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط بین عملکرد شرکت‌ها در عرضه - اولیه سهام با ساختار مالکیت پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین عملکرد شرکت‌ها در IPO با تغییرات در ساختار مالکیت ارتباط معکوس وجود دارد. پولت و ویلسون^۲ (۲۰۱۰) به بررسی رابطه همبستگی متوسط و بازدهی بازار سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که هر تغییر در واریانس بازار سهام که بر ریسک تجمعی بی تأثیر باشد، می‌تواند بر ریسک بازار سهام بی تأثیر بوده و یا اثر معکوس داشته باشد و همچنین نشان داده می‌شود که ارتباط متوسط بین بازده روزانه سهام می‌تواند بازده غیرعادی چهار ماهه را پیش‌بینی نماید بعلاوه اینکه تغییر در ریسک بازار سهام می‌تواند توسط تغییرات در واریانس متوسط سهام انفرادی پیش‌بینی شود (یمرعلی، اکتای، ۱۳۹۰).

ارزیابی بازدهی اوراق بهادار تازه منتشر شده
تاکنون در زمینه عرضه اولیه اوراق بهادار مطالعات و تحقیقات متعددی در سطح جهان

بازده اضافی و نسبت‌های مالی پرداختند، محققان در انجام این تحقیق رابطه بین متغیرهای یافت شده را به شکل خطی و غیرخطی بررسی کردند، نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین بازده غیرعادی و تعدادی از نسبت‌های مالی رابطه خطی و غیرخطی وجود دارد که شدت این نوع رابطه از کشوری به کشور دیگر و نیز از صنعتی به صنعت دیگر متفاوت است. مایرینگ^۵ (۲۰۰۶) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط بین بازدهی و درآمدهای غیر منتظره توسط روش‌های حسابداری پرداخت که هدف اصلی آن تعیین واکنش نسبت به درآمدهای غیرمنتظره بوده که توسط تغییر در سود هر سهم و خطای پیش‌بینی سود تحلیل‌گر استفاده می‌کند. یانگ، کو و کیم^۶ (۲۰۰۷) مطالعه‌ای را در مورد ادغام روش‌های پرداخت و بازدهی غیرعادی در شرکت‌های مهمان‌پذیر انجام دادند که یافته‌های تحقیق نشان می‌دهند که مهمان‌پذیران پیش از ادغام، ۱۲ ماهه بازده غیرعادی مثبت دریافت کرده‌اند و یک رابطه منفی بین پرداخت‌های نقدی و بازده - غیرعادی گیرندگان خدمات وجود دارد. کریشنان^۷ (۲۰۰۷) به بررسی این موضوع پرداخته که آیا اعتبار شرکت (شهرت شرکت) تأثیری بر عملکرد بلندمدت غیرعادی شرکت‌های جدیدالورود به بورس آمریکا دارد یا خیر؟ یافته‌های پژوهشی وی رابطه مستقیم بین اعتبار شرکت و بازده غیرعادی بلندمدت را تأیید می‌کند. کای و همکاران^۸ (۲۰۰۸) به بررسی عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه و عوامل موثر بر آن پرداختند. نتایج تحقیق آنها سطوحی از عملکرد نامتعارف را نشان می‌دهد، هم چنین خوش بینی بیش از حد اولیه و اندازه شرکت عرضه کننده

نباید نادیده گرفت، زیرا به احتمال زیاد می‌تواند زمینه‌های شکست برنامه را سبب شود. معمولاً شرکت‌های در حال رشد در این وضعیت قرار می‌گیرند که منابع رایج و متداول وجوه (از قبیل وام های بانکی، سود انباشته و سرمایه مالکان) دیگر جوابگوی نیازهای تأمین مالی این شرکت‌ها در توسعه و گسترش آنان نمی‌باشد. به همین دلیل تأمین مالی از طریق عرضه اولیه اوراق بهادار برای این شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است، چرا که قیمت سهام آنها باید معرف ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های رشد آنها باشد. در این راستا شواهد متعددی حکایت از آن دارد که سرمایه‌گذاران خواهان خرید آنها در هنگام شروع معامله در بازار ثانویه هستند؛ به عبارتی دیگر عرضه اولیه سهام جدید به طور متوسط زیر قیمت صورت می‌پذیرد. شرکت‌هایی که سهام آنها به عموم عرضه می‌شود به دلایل مختلفی از جمله پدیده عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه کنندگان سهام جدید (سهامداران فعلی)، شرکت‌های تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران بالقوه، با مشکلات متعددی مواجه هستند. به طور کلی می‌توان بیان نمود که سرمایه‌گذاران با دو پدیده غیرعادی به شرح زیر مواجه هستند:

- بازده کوتاه مدت بیشتر از بازار: این پدیده به الگوی عرضه اولیه زیر قیمت اوراق بهادار اشاره دارد.
 - بازده بلند مدت کمتر از بازار: این پدیده به الگوی بازده کمتر سهام جدید نسبت به بازار (سایر شرکت‌ها) در سالهای بعد عرضه اشاره نموده است.
- در این خصوص نظریات مختلفی مطرح گردیده و هر یک سعی داشته که به نوعی دلایلی

صورت گرفته است. یکی از محورهای اصلی تحقیقات در این بررسی روند تغییرات بازده سهام جدید در مقایسه با بازده شاخص قیمت بورس در طی زمان، شناسایی عوامل موثر بر عملکرد بلندمدت سهام جدید و همچنین شناسایی روابط بین این عوامل در بورس اوراق بهادار است. تحقیقات انجام گرفته در کشورهای مختلف حاکی از آن است که بازده بلندمدت سهام جدید، کمتر از بازده بازار است که از آن تحت عنوان «معمای عملکرد کمتر سهام جدید» نام برده می‌شود. به منظور بررسی عوامل موثر بر عملکرد بلندمدت سهام جدید باید از متغیرهای عملکرد بلندمدت بازار، حجم انتشار سهام جدید در سال اول، اندازه شرکت، عملکرد کوتاه مدت سهام جدید و نوع صنعت استفاده شود. شناسایی کلیه عوامل موثر بر عملکرد بلندمدت سهام جدید می‌توان راه گشای خوبی باشد تا از این طریق متناسب با شرایط بازار و سایر عوامل موثر، بازار سهام را در جهت تعیین قیمت اولیه، برنامه زمان بندی و حجم انتشار سهام جدید راهنمایی کند. لازم به توضیح است که اگر قیمت سهام جدید عادلانه تعیین شود یعنی قیمت متأثر از واقعیات حاکم بر بازده و متناسب با سودآوری سالهای آتی توأم با در نظر گرفتن میزان اطمینان نسبت به سودهای فوق باشد، سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری سرمایه‌های خود را به بازار سهام هدایت می‌نمایند. قیمت‌گذاری نامناسب سهام جدید می‌تواند به صورت تجربه تلخی برای سرمایه‌گذارانی درآید که در ابتدای راه می‌باشند و موجبات دلسردی آنها را نسبت به حضور فعال در بازار سهام فراهم آورد. تأثیر چنین تجربه تلخی بر روی برنامه خصوصی سازی دولت را

زیرا آنها از این طریق می‌توانند حداقل بخشی از فرمت‌ها را برای خود نگه دارند. در واقع آنها با عرضه زیر قیمت سهام جدید، این‌گونه سهام را برای مشتریان بزرگ خود که به طور منظم خدمات متنوع سرمایه‌گذاری را از آنها خریداری می‌کنند، در نظر گرفته و سهمیه‌بندی می‌کنند.

فرضیه اعتبار و شهرت شرکت تأمین سرمایه

از آنجائیکه ارزش واقعی سهامی که برای اولین بار عرضه می‌شود برای سرمایه‌گذاران بالقوه کاملاً مشخص نیست، لذا شهرت شرکت تأمین سرمایه که پذیره نویسی سهام جدید را بر عهده دارد می‌تواند بر قیمت سهام جدید تأثیر بگذارد. بدین معنا که هر چه پذیره‌نویس سهام جدید از حسن شهرت و اعتبار بیشتری برخوردار باشد، عرضه زیر قیمت سهام کمتر خواهد بود، در نتیجه بازده غیرعادی کوتاه مدت این سهام نیز به مراتب پایین خواهد بود.

فرضیه حباب سفته‌بازی^۱

فرض بر این است که قیمت‌های عرضه اولیه سهام جدید، مطابق ارزش واقعی اقتصادی آنها تعیین شده است. اما امیال سفته‌بازی سرمایه‌گذاران در بازار ثانویه باعث شده است که قیمت سهام به طور موقت بیش از ارزش ذاتی آن شود، در این حالت به بعد از بازده اضافی مثبت اولیه-سهام جدید، حباب قیمتی ترکیده و منجر به بازده اضافی خواهد شد. به عبارت دیگر این فرضیه افزایش بازده سهام اولیه پس از ورود به بازار را نتیجه فاصله بین عرضه و تقاضا برای سهام اولیه می‌داند، وقتی که تقاضای بازار سهام کم می‌شود

را برای وجود پدیده‌های غیرعادی در عملکرد کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید بیان دارند. از آنجایی که هیچ مدلی نمی‌تواند تعریف جامعی از این پدیده‌های غیرعادی بیان نماید، اما نباید از نظر دور داشت که مجموعه‌ای از این تئوری‌ها می‌توانند وضعیت بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام جدید را جوابگو باشند. حال در ادامه به شرح مختصری از این فرضیات مطرح شده اشاره می‌شود:

فرضیه ریسک‌گریزی پذیره‌نویس

بدین معنا که شرکت تأمین سرمایه (پذیره نویس سهام جدید) معمولاً سهام جدید را به منظور کم کردن از مخاطرات و هزینه‌هایش، زیر قیمت به فروش می‌رساند. به عبارت دیگر، عرضه زیر قیمت به عنوان روش کاهش احتمال انتشار ناموفق یک سهم و زیان‌های ناشی از آن عمل می‌کند. شواهد تجربی تهیه شده بوسیله ریتز (۱۹۸۴) عکس این مطلب را نشان می‌دهد.

فرضیه بیمه‌ضمنی در مقابل مسئولیتهای قانونی

بدین مفهوم که شرکت تأمین سرمایه (پذیره نویس سهام جدید) به دلیل ترس از مشکلات قانونی بالقوه ناشی از انتشار سهام جدید به قیمت گران، سهام جدید را به زیر قیمت به فروش می‌رساند.

فرضیه قدرت انحصاری

بدین معنا که پذیره‌نویسان اوراق بهادار به طور عمومی سهام جدید را پایین تر از ارزش آنها در بازار ثانویه و با تخفیف به فروش می‌رسانند،

می‌کنند که انتظار دارند قیمت بازار ثانویه سهام بیشتر از عرضه اولیه آن باشند.

سرمایه‌گذاران ناآگاه

این گروه برای سهام جدید بدون استثناء و تمیز دادن آنها از یکدیگر، پذیره نویسی می‌کنند و اطلاع خاصی درباره این اوراق بهادار تازه عرضه شده ندارند، در این حالت از آنجائیکه همواره نوعی بی‌ثباتی و عدم اطمینان بر قیمت‌های بازار جدید حاکم است اگر انتشاردهندگان و موسسات تأمین سرمایه سعی کنند که اوراق بهادار را در قیمت‌های تعادلی مورد انتظار بازار عرضه کنند این موضوع سبب می‌شود که سرمایه‌گذاران ناآگاه سهام را گرانتر از قیمت واقع آنها خریداری کنند در حالی که سرمایه‌گذاران آگاه سهامی را خریداری می‌کنند که بازده مورد انتظار آنها بیش از بازده بازار باشد. نتیجه تحقیق نشان داد که میانگین بازده سرمایه‌گذاران خریدار سهم در عرضه اولیه آنها بیشتر از بازده عادی بازار بوده است.

در پژوهشی دیگر بتی و ریتر (۱۹۸۶) نظریه راک را مورد تایید و تحقیق بیشتر قرار داده‌اند. آنها دریافتند اگر چه در اغلب اوقات عرضه اولیه دارای بازده غیرعادی را به استمرار فعالیت در بازار بورس نسبت دادند که نتیجه تحقیق آنها تحت عنوان تئوری نفرین برنده مطرح گردیده است.

فرضیه نفرین برنده^۱

در این فرضیه، بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های اولیه سهام محسوب می‌شود، زیرا

بازده عرضه اولیه منفی خواهد شد و قیمت سهام به ارزش ذاتی آن نزدیک خواهد شد. ریتر (۱۹۸۴) این فرضیه را آزمایش کرده و به هیچ‌گونه شواهد تجربی برای اثبات فرضیه است نیافت.

فرضیه عدم تقارن اطلاعات^۲

فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی دلالت بر این دارد که میانگین عرضه زیر قیمت برای سهامی که ابهامات زیادی در خصوص ارزش واقعی آن وجود دارد به مراتب بیشتر است. فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی، سطوح مختلف از اطلاعات را بین گروه‌های مختلف شرح می‌دهد، تحقیقات دانشگاهی سه روش زیر را برای وقوع اطلاعات نامتقارن مطرح می‌کنند:

۱) اطلاعات نامتقارن بین سرمایه‌گذاران آگاه و سرمایه‌گذاران ناآگاه

۲) اطلاعات نامتقارن بین شرکت ناشر و بانک‌های سرمایه‌گذاری

۳) اطلاعات نامتقارن بین شرکت ناشر و سرمایه‌گذاران

راک^۳ (۱۹۸۶) پیرامون موضوع بازده غیر عادی در تحقیق خود به دو گروه سرمایه‌گذار بالقوه در بازار اشاره می‌کند که عبارتند از:

- سرمایه‌گذاران به اصطلاح آگاه
- سرمایه‌گذاران به اصطلاح ناآگاه

سرمایه‌گذاران آگاه

این گروه در تولید اطلاعات شرکت می‌کنند و فقط وقتی برای سهام جدید پذیره‌نویسی

دوره‌ها، بازار سهام از رونق برخوردار بوده و قیمت‌های سهام در حال افزایش است. بعلاوه اینکه سرمایه‌گذاران بیشتری خواهان خرید سهام جدید هستند و عرضه سهام جدید با موفقیت همراه است. اما نایبستی از نظر دور داشت در دوره‌هایی که حجم انتشار سهام در بازار بالاست، سهام جدید در بلند مدت دچار کاهش و نقصان بازده بیشتری می‌شوند. در حالی که شرکت‌های انتشار دهنده سهام جدید طی دوره‌هایی که امکان بالفعل انتشار کم است، در بلند مدت ضعف عملکرد قابل توجهی نخواهند داشت.

فرضیه ابهام آتی^۲

بتی و ریتز (۱۹۹۶) نشان دادند که بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام جدید به عدم اطمینان درباره قیمت‌های عرضه اولیه در آینده ارتباط نزدیک و مستقیم دارند. این تئوری عامل اصلی بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه را به ابهام آتی در خصوص ارزش ذاتی سهم عرضه شده نسبت می‌دهد. طبق این فرضیه هر قدر ابهام آتی درباره ارزش ذاتی سهم شده بیشتر باشد، مزیت اطلاعاتی سرمایه‌گذاران آگاه نسبت به سرمایه‌گذاران ناآگاه بیشتر خواهد بود بنابراین با فرض ثابت بودن سایر شرایط و عوامل عرضه‌هایی که بیشتر در معرض عدم تقارن اطلاعات هستند، بازده کوتاه مدت غیر عادی بیشتری خواهند داشت. برای آزمون تجربی این فرضیه‌ها الزاماً از تعدادی از عوامل به عنوان متغیرهای جایگزین ابهام آتی استفاده شده است که این متغیرها شامل اندازه شرکت، سن شرکت، ناخالص عایدات حاصل از عرضه‌های اولیه، درصد عرضه اولیه

سرمایه‌گذاران با اطلاع در مقایسه با سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع و شرکت عرضه‌کننده سهام و بانک سرمایه‌گذار، اطلاعات و بیشتر و بهتری پیرامون ارزش ذاتی سهام عرضه شده در اختیار دارند. بر همین اساس سرمایه‌گذاران آگاه می‌توانند عرضه‌های اولیه خوب را از عرضه‌های اولیه بد تشخیص دهند. بنابراین سرمایه‌گذاران آگاه تنها متقاضی خرید سهام عرضه‌های اولیه کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده می‌شوند. در حالی که سرمایه‌گذاران ناآگاه به دلیل اینکه، این قدرت تشخیص را ندارند، متقاضی خرید کلیه سهم (چه خوب و چه بد) می‌شوند از اینرو اگر سهام عرضه شده کمتر از واقع قیمت‌گذاری شوند، با توجه به اینکه مقدار سهام عرضه شده ثابت و محدود است با تقاضای بیش از حد سرمایه‌گذاران با اطلاع مواجه شده و این امر سبب می‌شود جیره‌بندی سهام برای سرمایه‌گذاران ناآگاه انجام شود. بر همین اساس، اگر سهام عرضه شده بیش از واقع قیمت‌گذاری شوند، منحصراً عاید سرمایه‌گذاران ناآگاه شده و در نتیجه برای آنها بازده منفی ایجاد می‌کند که این موضوع برای سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع «نفرین برنده» را پدیده می‌آورد. این فرضیه در تحقیقات انجام شده توسط پژوهشگران دیگر نیز به اثبات رسیده است.

فرضیه انتشار سهام جدید طی دوره‌های رونق بازار

بدین صورت که شرکت‌ها به دنبال عرضه اولیه سهام خود در دوره‌هایی هستند که حجم انتشار سهام جدید در بازار بالاست. زیرا طی این

- انحراف معیارهای بزرگ در بازده‌های سهام جدید.

فرضیه علامت دهی¹

از آنجائیکه عدم اطمینان به قیمت واقعی جدید در هنگام عرضه اولیه آن ناشی از کمبود اطلاعات عمومی است، در این صورت قیمت اولیه بازار را می‌توان نشانه‌هایی از کیفیت سهام جدید تلقی نمود. در این حالت فقط شرکت‌های خوب اطمینان دارند که این زیان بعداً جبران خواهد شد. اولویت‌های علامت‌دهی برای شرکت‌هایی که خط‌مشی فروش چند مرحله‌ای سهام را برای افزایش سرمایه‌های بعدی دنبال نمایند، از اهمیت شایانی برخوردار است. در این فرضیه بین شرکت عرضه‌کننده سهم و سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار عدم‌تقارن اطلاعات وجود دارد، فرضیه‌های مختلفی در زمینه اطلاع‌رسانی (علامت‌دهی) ارائه شده است نظیر تأثیر فروشندگان داخلی²، قیمت‌گذاری کمتر از واقع به عنوان علامت کیفیت سرمایه‌گذاران³ و فرضیه بازخور بازار⁴ که در ادامه به طور مختصر با هر یک از آنها می‌شویم:

فرضیه تأثیر فروشندگان داخلی

للان پایل⁵ (۱۹۷۷) نسبت سهام داران داخلی را به عنوان یک پارامتر علامت بر اساس این تئوری که هر چه میزان نسبت سهامداران داخلی بیشتر باشد، عملکرد شرکت مطلوب‌تر بوده و در نتیجه این علامتی برای سهام خوب است می‌دانسته است. در این مدل، قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه با ارزش ذاتی

سهام بازار، شرایط عمومی بازار قبل از تاریخ عرضه اولیه سهام می‌باشد. این تئوری نشان می‌دهد که بازده غیرعادی ارتباط مثبت، با میزان ریسک شرکت منتشرکننده دارد، به عبارت دیگر ریسک بیشتر موجب قیمت‌گذاری کمتر سهام در عرضه اولیه می‌شود.

فرضیه گرایش‌ها به علایق زودگذر و عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران

بدین معنا که بازار سهام جدید در معرض گرایش‌ها و علایق زودگذر سرمایه‌گذاران قرار دارد، به نحوی که سرمایه‌گذاران نسبت به سهام جدید به طور نامعقولی بیش از حد خوش بین هستند و همین امر قیمت سهام جدید را موقتاً افزایش می‌دهند. ولی پس از آگاهی سرمایه‌گذاران از نادرستی این خوش‌بینی، قیمت سهام جدید در بلند مدت کاهش یافته و به ارزش واقعی‌اش نزدیک می‌شود.

فرضیه بازارهای سهام جدید داغ

سهم داغ سهامی است که تقاضا برای خرید آن بیش از عرضه آن سهام است این امر باعث می‌شود که بعضی اشخاص به خرید چنین سهامی به قیمت‌های بیشتر از بازار اقدام نمایند، در نتیجه قیمت این سهام به طور موقت افزایش می‌یابد. از دلایل ایجاد سهام داغ می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- عرضه زیر قیمت بیش از حد معمول
- عرضه سهام جدید، بیش از حد معمول
- وجود شکاف بین بازده‌های اولیه دوره‌های انتشار داغ و دوران بی‌رونی سهام جدید

پرداخت قیمت بالا برای به دست آوردن اطلاعات به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعات خواهند شد. بنابراین قیمت‌گذاری کمتر از واقع هزینه‌های کسب اطلاعات در بازار ثانویه را پوشش می‌دهد، هرچه هزینه کسب اطلاعات بالاتر باشد قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیشتر خواهد بود.

فرضیه بازخور بازار

جادیش، وینستین وولچ^۹ (۱۹۹۳) نشان دادند که قیمت‌گذاری کمتر از واقع نتیجه ارزیابی کمتر از واقع بازده پروژه توسط منتشر کنندگان سهام است درحالی‌که بازده مورد انتظار بازار بیش از بازده منتشر کنندگان است، در نتیجه افزایش تقاضا قیمت را بالا می‌برد. بازده مثبت سهام عرضه اولیه به انتشاردهندگان بازخور می‌گردد، تا بتوانند از افزایش ارزش پروژه‌ها منفعت کسب کنند.

فرضیه بانک‌های سرمایه‌گذاری به عنوان

تأییدکننده^۱

تینیک^۲ (۱۹۸۸) اولین کسی بود که تئوری اطمینان از طرح دعاوی را مطرح کرد، او بیان می‌دارد بانک‌های سرمایه‌گذاری مهم‌ترین منابعی هستند که به اطلاعات تعیین‌کننده ارزش ذاتی سهام دسترسی دارند. برای سرمایه‌گذاری‌های کوچک هزینه دستیابی به این اطلاعات از منافع حاصل از خرید یک سهم اولیه بسیار بیشتر خواهد بود. بنابراین بانک‌های سرمایه‌گذاری به اطلاعات دسترسی دارند و بهترین منبع برای سرمایه‌گذاران در دستیابی به اطلاعات هستند به

شرکت رابطه مثبت دارد. بدین معنی که شرکت عرضه‌کننده سهم برای فایق آمدن بر مشکل عدم تقارن اطلاعاتی و افشاء اطلاعات برتر خود در خصوص ارزش ذاتی شرکت، ارزش واقعی خود را با دو علامت عرضه سهم به قیمتی کمتر از قیمت ذاتی و حفظ درصد عمده سهم توسط سهامداران اولیه به اطلاع بازار می‌رساند.

قیمت‌گذاری کمتر از واقع به عنوان علامت

کیفیت به سرمایه‌گذاران

ولچ^۶ (۱۹۸۹) اعتقاد داشته شرکت منتشرکننده سهام، اطلاعات بیشتری در زمینه ارزش خود دارد و به این ترتیب هر چه شرکت مذکور با ارزش‌تر باشد، از ارزش‌گذاری زیر قیمت به عنوان علامتی به بازار استفاده می‌نماید؛ و در ادامه شرکت‌هایی با کیفیت بالا زیان ناشی از فروش سهام با قیمت پایین‌تر را از طریق عرضه سهام با قیمت بالاتر پس از ورود به بازار جبران می‌کنند. شرکت‌های با کیفیت پایین قادر به اجرای این استراتژی نیستند، زیرا سرمایه‌گذاران پس از ورود شرکت به بازار، متقاضی خرید سهام آنها با قیمت بالاتر نخواهند بود. گرین‌بلات و هوانگ^۷ (۱۹۸۹) بیان کردند که ارزش ذاتی شرکت ارتباط مستقیم با میزان قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه اولیه آن شرکت دارد. آنها نظریه للان‌وپایل را توسعه داده و میزان قیمت‌گذاری کمتر از واقع را به ارزش ذاتی شرکت نسبت می‌دهد. چمانتر^۸ (۱۹۹۳) مکانیسم قیمت-گذاری افراد خارج از شرکت را به کشف ارزش شرکت ترغیب می‌کند، اما از آنجائیکه اطلاعات پرهزینه است افراد خارج از شرکت مجبور به

فرضیه‌های تحقیق

- (۱) بین خطای پیش‌بینی سود هر سهم و بازده غیرعادی سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس رابطه معناداری وجود دارد.
- (۲) بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و بازده غیرعادی سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس رابطه معناداری وجود دارد.
- (۳) بین نسبت حاشیه سود خالص و بازده غیرعادی سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس رابطه معناداری وجود دارد.
- (۴) بین بازده حقوق صاحبان سهام و بازده غیرعادی سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس رابطه معناداری وجود دارد.
- (۵) بین اندازه شرکت و بازده غیرعادی سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس رابطه معناداری وجود دارد.
- (۶) بین دولتی بودن شرکتها و بازده غیرعادی سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

روش مورد استفاده در این پژوهش، روش توصیفی پیمایشی از نوع همبستگی با استفاده از اطلاعات تاریخی بصورت پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) است. هدف این پژوهش بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل (خطای پیش بینی سود، اندازه شرکت و...) و بازده غیرعادی سهام جدید (متغیر وابسته) است؛ و از مدل رگرسیون خطی چند متغیره که به صورت قطعی برآورد شده برای بررسی رابطه بین این دو متغیر

عبارت دیگر بانک‌های سرمایه گذاری نقش تأییدکننده را ایفا می‌کنند و باعث کاهش عدم اطمینان می‌شوند.

فرضیه جلوگیری از دعاوی^۳

تحقیق تینیک هم چنین عنوان می‌کند که شرکت‌ها سهام عرضه اولیه خود را کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌کنند تا احتمال طرح دعاوی بوسیله سرمایه‌گذاران را کاهش دهند. به عبارت دیگر شرکت‌ها با قیمت‌گذاری کمتر از واقع خود را در مقابل بدهی‌های قانونی احتمالی بیمه می‌کنند. هنسلر^۴ (۱۹۹۵) در پژوهشی ارتباط بین هزینه‌ها، دعاوی و قیمت‌گذاری کمتر از واقع را گسترش داده است، او بیان می‌دارد منتشرکنندگان سهام و بانک‌های سرمایه‌گذاری سهام اولیه را کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌کنند تا ریسک هزینه طرح دعاوی را کاهش دهند.

فرضیه منافع در بلندمدت^۵

این فرضیه بر اساس شواهدی از عملکرد طولانی مدت عرضه‌های اولیه سهام در بازار، بازده غیرعادی سهام در عرضه اولیه را ناشی از قیمت‌گذاری کمتر از واقع نمی‌داند، بلکه ارزیابی بالای سهام عرضه اولیه توسط سرمایه‌گذاران را عامل اصلی می‌داند. به عبارت دیگر بر اساس این تئوری سرمایه‌گذاران سهام جدید را پس از ورود به بازار بالا ارزشیابی می‌کنند. بنابراین تحت مفروضات فوق بازارکارا قیمت سهام در عرضه اولیه براساس همبستگی منفی بین عملکرد سهام و بازده اولیه در طولانی مدت به یک قیمت تعادلی می‌رسند.

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt} \quad (2)$$

r_{it} = بازده سهام شرکت i در ماه t .

r_{mt} = بازده شاخص قیمت و بازده نقدی بورس

تهران در ماه t .

ar_{it} = بازده غیرعادی (تعدیل شده نسبت به

بازده بورس) سهام i در ماه t .

بازدهی سهام به صورت زیر محاسبه خواهد

شد:

$$R = \frac{(\text{درصد حق تقدم} \times 1000 - \text{DPS}) - (P_t - P_{t-1}) + \text{درصد سهام جایزه} + \text{درصد حق تقدم} + 1}{P_{t-1}}$$

(3)

و بازده بازار صورت زیر محاسبه می شود:

$$r_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{m0}}{I_{m0}} \quad (4)$$

I_{mt} = شاخص قیمت و بازده نقدی در پایان ماه

م.ا

I_{m0} = شاخص قیمت و بازده نقدی در آغاز ماه t

م.ا

بعد از محاسبه بازده غیرعادی ماهانه، به

منظور محاسبه متوسط بازده غیرعادی n سهم

نمونه در ماه t از رابطه زیر استفاده می شود:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n ar_{it} \quad (5)$$

در رابطه بالا داریم:

AR_t = متوسط نرخ بازده غیرعادی n سهم در ماه

م.ا

N = تعداد سهام در ماه t .

بعد از محاسبه متوسط نرخ بازده غیرعادی n

سهم در ماه t ، به منظور محاسبه نرخ بازده

غیرعادی تجمعی از رابطه زیر استفاده شده است:

$$CAR_{q-s} = \sum_{t=q}^s ar_{it}$$

(6)

استفاده شده است. لازم به ذکر است که فرضیه-

های پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد بررسی شده است.

گردآوری داده‌ها، مدل‌های آزمون فرضیه‌ها و

تعریف متغیرها

اطلاعات مورد نیاز شرکت‌های جدیدالورود

از طریق بانک‌های اطلاعاتی تدبیر پردازو ره‌آورد

نویسن و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران

گردآوری شده است. تجزیه و تحلیل نهایی نیز

به کمک نرم افزار SPSS صورت گرفته است. در

این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از مدل زیر

استفاده شده است.

$$CAR_{g-s} = a_0 + b_1 FE_{ie} + b_2 LEVERAGE_{it} + b_3 PROFIT_{it} + b_4 ROE_{it} + b_5 SIZE + b_6 D_GOV_{it} + e_{it}$$

$$CAR_{g-s} = FE_{ie} + LEVERAGE_{it} + b_3 PROFIT_{it} + ROE_{it} + SIZE + D_GOV_{it} + e_{it}$$

SIZE: اندازه شرکت: لگاریتم حجم فروش.

FE: خطای پیش بینی سود هر سهم.

LEVERAGE: نسبت بدهی به خالص دارایی-

های شرکت.

PROFIT: نسبت حاشیه سود خالص = نسبت

سود خالص به فروش شرکت.

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام = نسبت سود

شرکت به حقوق صاحبان سهام.

D_GOV: متغیر مجازی است، در صورتی که بر

مبنای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی وارد

بورس شده باشد ۱ و در غیر اینصورت صفر.

در رابطه فوق داریم:

CAR_{q-s} : بازده غیرعادی تجمعی سهام جدید و

به صورت زیر محاسبه خواهد شد:

سهامشان را برای اولین بار مورد معامله قرار گرفته است. در نمایه ۱ توزیع سالیانه تعداد شرکت‌هایی که سهام آنها برای اولین بار طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده و تعداد شرکت‌هایی که در نمونه مورد آزمون وارد شده نمایش داده می‌شود. بانک اطلاعاتی جامع شامل ۴ گروه اطلاعات به شرح زیر را برای اثبات فرضیه‌های مختلف طی ۹ سال از ابتدای ۱۳۷۸ تا پایان سال ۱۳۸۶ تهیه گردید:

- اطلاعات مالی شرکت‌ها از صورت‌های مالی آنها استخراج خواهد شد.
- اطلاعات مربوط به عرضه سهام که با استفاده از نرم افزار تدبیرپرداز جمع آوری خواهد شد.
- اطلاعات مربوط به بازدهی روزانه سهام شرکت‌های جامعه آماری و بازده بازار که با استفاده از نرم افزار ره آوران نوین و تدبیرپرداز استخراج خواهد شد
- همچنین در برخی از موارد خاص به سایت اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و اعلامیه پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران تحت عنوان امیدنامه پذیرش و درج همچنین سایت سازمان خصوصی سازی کشور www.IPO.ir استفاده شده است.

برای محاسبه خطای پیش بینی سود هر سهم از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$FE_{it} = \frac{AP_{it} - FP_{it}}{|FP_{it}|} \quad (7)$$

FE_{it} = خطای برآورد سود هر سهم.

AP_{it} = سود واقعی هر سهم شرکت i در زمان t .

FP_{it} = سود هر سهم پیش بینی شده توسط

مدیران برای شرکت i در زمان t .

بدین صورت تاثیر عوامل مختلف مطرح شده بصورت توأم بر بازده‌های غیرعادی IPO سنجیده شود و می‌توان میزان تاثیر این عوامل را بصورت یکجا مشاهده نمود.

جامعه آماری و قلمرو تحقیق

جامعه آماری عبارتست از آن دسته از شرکت‌هایی که از ابتدای سال ۱۳۷۸ تا پایان سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند و برای اولین بار سهام آنها به عموم عرضه گردیده است، جامعه آماری این تحقیق را شامل می‌شود ضمناً با توجه به اینکه بازده بلندمدت سهام جدید شرکت‌ها با توجه به تغییرات قیمت ۱۲ و ۲۴ ماه پس از ورود مورد بررسی قرار می‌گیرد برای همین داده‌های آماری مورد نیاز، محدوده زمانی سالهای ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ را شامل نمی‌شود. طی دوره ۹ ساله ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۱۵۲ شرکت جدید

نگاره ۱- توزیع شرکتهای جدیدالورود به بورس و نمونه تحقیق

سال	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	نمره کل
جامعه	۱۳	۱۰	۹	۱۷	۴۹	۳۹	۶	۴	۵	۱۵۲
نمونه	۸	۶	۶	۹	۲۲	۱۳	۲	۳	۴	۷۳

آزمون فرضیات تحقیق

چنین از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسون بین ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد، یکی از مفروضات اصلی مدل رگرسیون یعنی عدم همبستگی میان خطاها پذیرفته می‌شود و نیز برای بررسی عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل از آماره VIF استفاده شده است، مقادیر کوچک‌تر از ۱۰ برای آماره VIF نشان دهنده عدم وجود همخطی می‌باشد که در مدل مورد بررسی مقادیر VIF همگی کوچک‌تر از ۱۰ بوده و مؤید عدم وجود همخطی در مدل رگرسیون می‌باشد (نگاره شماره ۳).

همانطور که در نگاره شماره ۳ مشاهده می‌شود، معناداری هر یک از متغیرها در مدل با استفاده از مقدار آماره T و مقدار P- مربوط مورد بررسی قرار می‌گیرد، همانطور که مشاهده می‌شود، مقدار P- متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام در سطح ۰.۰۵ و متغیر نسبت بدهی به خالص دارایی‌ها در سطح ۰.۰۱ معنا دار است، یعنی تنها وجود آنها در مدل رگرسیونی ضروری می‌باشد پس می‌توان نتایج حاصل از پژوهش را بصورت بیان کرد:

$$CAR = -0.044ROE + 0.013 LEVERAG$$

نگاره شماره ۳. میزان معناداری هر یک از متغیرهای مدل

ضرایب رگرسیون	مقادیر B_1	آماره آزمون t	مقدار-p	آماره VIF
B_0	-0.018	-0.006	0.999	-----
B_1	-0.305	-1.138	0.257	1.026
B_2	-0.044	-1.953	0.044	1.680
B_3	0.015	0.635	0.526	1.644
B_4	0.013	3.115	0.002	1.497
B_5	0.029	0.151	0.880	1.206
B_6	-0.463	-0.599	0.550	1.225

بنابراین در مطالعه حاضر، افزایش متغیر ROE باعث کاهش بازده غیرعادی سهام

در فرضیه های اول تا ششم تحقیق عوامل احتمالی مؤثر بر بازدهی غیرعادی سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس ایران بررسی شده است. فرضیات مذکور بیان می‌دارد که بین خطای پیش بینی سود هر سهم، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت حاشیه سود خالص، بازده حقوق صاحبان سهام، اندازه شرکت و نوع مالکیت شرکت‌ها با بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به اینکه در فرضیات مذکور رابطه بین متغیرهای توضیحی و متغیر وابسته در یک مقطع زمانی خاص بررسی می‌شود، برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چند متغیره و آزمون‌های آماری متناسب با آن استفاده شده است. برای سنجش معناداری ضریب هر یک از متغیرهای توضیحی مدل از آماره F استفاده شده است، هم چنین به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است که در نگاره شماره ۲ نشان داده شده است.

نگاره ۲. نتایج آزمون معناداری کل مدل رگرسیون

ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری مدل	دوربین واتسون
۰.۱۳۷	۰.۰۹۶	۳.۳۵۳	۰.۰۰۴	۱.۵۷۵

با توجه به مقادیر آماره F و سطح معناداری که در نگاره ۲ نشان داده شده است به ترتیب برابر ۳.۳۵۳ و ۰.۰۰۴ می‌باشد، کل مدل رگرسیون در سطح ۰.۰۹۹ تایید می‌گردد. هم

است، لذا اگر از سایر مدل‌های مربوط به برآورد مثل بازده نقدی کل و همچنین شاخص ۵۰ شرکت فعال‌تر استفاده می‌شد، شاید نتایج متفاوت می‌بود. طی مراحل مختلف این تحقیق، به تدریج نکات مبهم جدیدی یافت شد و بررسی آنها نیازمند تحقیقات بیشتری می‌باشد که به صورت زیر پیشنهاد می‌شود:

(۱) بررسی اینکه آیا عملکرد سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس پس از دومین سال معامله در بورس چگونه می‌تواند باشد.

(۲) پیشنهاد می‌شود برای محاسبه بازده غیرعادی سهام جدید، علاوه بر شاخص قیمت کل بورس از سایر معیارها مانند شاخص قیمت و بازده نقدی کل و همچنین شاخص شرکت‌های فعال‌تر استفاده شود.

(۳) پیشنهاد می‌شود که در انجام تحقیقات بعدی متغیرهای تحقیق را براساس داده‌های فصلی مورد بررسی قرار دهند.

(۴) بررسی تاثیر نرخ تورم و سایر شاخص‌های کلان اقتصادی بر رابطه بین متغیرهای تحقیقی و بازده غیرعادی سهام

(۵) شناسایی و بررسی متغیرهای حسابداری موثر بر بازده غیرعادی انباشته سهام جدید که در این تحقیق بررسی نشده‌اند مثل اقلام تعهدی، نرخ بازده سرمایه گذاری، رشد دارایی‌های ثابت، وجه نقد عملیاتی، هزینه بهره و توزیع سود نقدی.

یادداشت‌ها

1. initial public offering
2. creegman

شرکت‌های جدیدالورود به بورس و افزایش LEVERAG باعث افزایش بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس می‌شود و افزایش و یا کاهش در سایر متغیرها تأثیری بر روی بازده غیر عادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس نخواهد داشت.

نتیجه‌گیری، بحث و پیشنهادات

در این تحقیق برای یافتن عوامل احتمالی مؤثر بر بازدهی غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس شش متغیر با توجه به ادبیات و پیشینه موضوع و نیز با توجه به شرایط اقتصادی ایران انتخاب شده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها نشان داد که مدل رگرسیون چند متغیر ساخته شده با این شش متغیر، در سطح اطمینان ۰.۰۹۹ معنا دار است و تمامی متغیرهای توضیحی به طور همزمان توانایی توجیه‌کنندگی تقریباً ۱۴ درصدی بازده غیر عادی را دارند، لازم به ذکر است نتایج حاصل پیرامون خطای پیش بینی سود با تحقیقات لوکانی و فرت (۲۰۰۵) همخوانی دارد؛ و نیز نتیجه بدست آمده از اندازه شرکت با تحقیقات متعددی از جمله تحقیقات ریتر (۱۹۹۱)، لیواس (۱۹۹۳)، لوفران و ریتر (۱۹۹۵)، کولی و سورت (۲۰۰۳) و کای و همکاران (۲۰۰۸) همخوانی دارد. از محدودیت‌های پژوهش حاضر می‌توان به ثابت فرض کردن عوامل اساسی اقتصادی از قبیل نرخ تورم اشاره کرد که در صورت دخالت این عامل می‌توانست باعث تغییر نتایج شود در این مطالعه برای برآورد بازده غیرعادی از شاخص قیمت بورس اوراق بهادار استفاده شده

- (۳) رهنمای رودپشتی، فریدون، تاجیک نیا، الهام (۱۳۸۸)، تبیین عوامل مالی و غیر مالی بر عملکرد کوتاه مدت ipo در بورس اوراق بهادار تهران، دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد
- (۴) مدرس، احمد؛ عسگری، محمد رضا (۱۳۸۸)، شناسایی عوامل موثر بر بازده غیر عادی بلند مدت سهام عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۵
- (۵) نیکومرام، هاشم، هیبیتی، فرشاد، رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۸)، بازارها و نهادهای مالی، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران، چاپ اول
- (۶) هیبیتی، فرشاد، مرادی، زهرا (۱۳۸۹)، قیمت گذاری سهام در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مالی، شماره ۶
- (۷) یمرعلی، اکتای (۱۳۹۰)، عوامل موثر بر بازده های غیر عادی عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران
- 8) Banz, R.W, 1981. The relation Between Return and Market Value Of Common Stocks. Journal of Finance. 37pp. 955-976.
- 9) Bhagat, S., Rangan, (2003), ipo valuation in the new and old economies, working paper, university of Colorado.
- 10) Cay, Xiaoqiong, Liu, S., Guy. Mase, Brayan (2008), the long run performance of initial public offering and its determinant: the case of china, review
3. cold
4. cool
5. hot
6. very hot
7. firth
8. aksu
9. hotz
10. meramor&pahour
11. myringe
12. Yong, ko&kim
13. krishnan
14. cai et al
15. bachta et al
16. adelbobaker&mezhud
17. polt&wilson
18. Speculative Bubble Hypothesis
19. information assemtry
20. rock
21. Winer Curse Hypothesis
22. Ex-ante Uncertainty
23. Signaling Hypothesis
24. Effect of Insider sales
25. Under Pricing as Signal of Quality to Investors
26. Market Feedback Hypothesis
27. Leland and Pyle
28. Welch
29. Grinblatt and Hwang
30. chemmanur
31. Jegadeesh , Weinstein and Welch
32. Certification Hypothesis
33. Tinic
34. Lawsuite Avoidance Hypothesis
35. Hensler (1996)
36. Fads Hypothesis
- فهرست منابع**
- (۱) آشتاب، علی (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین پیش بینی سود و بازده غیر عادی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه بین المللی امام خمینی
- (۲) تهرانی، رضا و دموری، داریوش (۱۳۸۲)؛ شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مالی شماره ۱۵

- of Quantitative finance and accounting(30):419-433.
- 11) Firth,M.(1998).ipo profit forecasts and their role in signaling firm value and explaining post-listing returns,applied Financial economics,pp:29-39.
 - 12) Guo.re-jin,lev.b and zhou.n,(2004),the valuation of science-based IPOs, working paper, university of illinois at Chicago, newyork university and suny-binghamton.
 - 13) Kelin.A,(1996),the association between the information contained in prospectus and the IPOs, journal of financial statement analysis 2:23-40.
 - 14) jagadeesh, narasimhan,market Weinstein and Ivo,Welch.1993.An Expirical Investigation of IPO Return and Subsequent Equity offerings.journal of financial of Economics.34.pp153-175.
 - 15) Levis,Mario,1993.the long-run performance of initial public offering :the UK Experience 1980-1988.financial management. VOL.22,NO,1.PP:28-41.
 - 16) Loughran,T.J.Ritter and K,Rydqvist.(1994).initial public offering:International Insights pacific-basin financial journal 2,pp:165-199.
 - 17) Ritter,J,R,1984,the hot issue market of 1980 .journal of business.VOL.57,NO,2,pp:215-240.
 - 18) Tian,Lihui,(2007),Regulatory underpricing:Determinant of Chinese Extreme IPO Returns.
 - 19) Welch.Ivo.1989. seasond offerings, Imitation Costs,and the Underpricing of Initial public offerings.journal of finance.VOL.xlv,No2,pp:421-446.
 - 20) Yetman,M.H,(2003),accounting-based value metrics and information Efficiency of IPO Early Market price,unpublished PH.D Dissertation, University of Iowa