

قیمت گذاری سهام در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر فرشاد هیبتی^۱

زهرا مرادی^۲

تاریخ پذیرش: ۸۹/۰۴/۱۷

تاریخ دریافت: ۸۹/۰۱/۲۰

چکیده

تحقیق حاضر با هدف کمک به توسعه کمی و کیفی روش های قیمت گذاری سهام در عرضه اولیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. عرضه اولیه سهام^۱ به اولین عرضه سهام شرکت در طول دوران فعالیت آن به عموم اطلاق می گردد. روش پژوهش حاضر زمینه یابی، همبستگی و علی-مقایسه ای است. جامعه آماری، تعداد ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۸۷-۱۳۸۰ می باشد. یافته های تحقیق عبارتند از:

- ۱) قیمت عرضه اولیه طی دو مرحله به قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه می رسد.
- ۲) قیمت تثبیت شده سهام در بازار ثانویه بزرگتر از قیمت عرضه اولیه است.
- ۳) قیمت گذاری عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران کمتر از واقع می باشد.
- ۴) بین متغیرهای حساسیت سرمایه گذار(اندازه شرکت، حجم معامله سهام در اولین عرضه، تعداد خریداران در اولین عرضه، نرخ تورم، نسبت P/E و نسبت های جاری، بدهی، بازده حقوق صاحبان سهام و خالص ارزش رشد شرکت) تنها نسبت P/E با انحراف قیمت رابطه معناداری دارد.

۱- عضو هیات علمی پژوهشکده امور اقتصادی.

۲- دانش آموخته مقطع دکتری تخصصی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات- نویسنده اصلی و مسئول مکاتبه

za5mo@yahoo.com

۵) سرمایه گذار از اولین روز عرضه اولیه تا تثبیت قیمت در بازار ثانویه، دارای عکس العمل بیش از حد می‌باشد.

۶) بررسی متغیرهای احتمالی مرتبط با قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه نشان می‌دهد که از بین متغیرهای مورد مطالعه در تحقیق تنها سه متغیر نرخ تورم، نسبت P/E و نسبت بدهی بر قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه تاثیرگذار بودند.

واژه‌های کلیدی: عرضه عمومی اولیه (IPO)، قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه (AP)^۲، انحراف قیمت (MP)^۳، عکس العمل سرمایه گذار، بورس اوراق بهادار.

مقدمه

بورس اوراق بهادار و سازوکار عملیاتی آن می‌تواند، جایگاه مناسبی در ساختار مالی و اقتصادی کشور به منظور توسعه و گسترش منابع نقدینگی کسب نماید. یکی از مقدمات توسعه اقتصادی، موفقیت در جذب و تامین منابع عظیمی است که در صورت عدم جمع آوری، از مسیر تولید ارزش افزوده خارج و موجب کاستی در سلامت اقتصاد می‌گردد. چنانچه بازار سرمایه در راستای جلب اعتماد سرمایه‌گذاری بتواند سیاستگذاری نموده و قدم موثری بردارد قطعاً در جهت متمرکز نمودن سرمایه‌های پراکنده و قراردادن این سرمایه‌ها در خدمت اهداف توسعه شرکت‌ها و در نهایت افزایش تولید ملی حرکت نموده است. نظر به اهمیت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار و نیز اهمیت قیمت گذاری در جذب سرمایه‌گذاران و موفقیت ناشران این تحقیق به بررسی نحوه قیمت گذاری سهام عرضه اولیه و عوامل موثر بر آن می‌پردازد تا شواهد لازم جهت پاسخ به سوالات زیر را فراهم آورد:

۱) آیا قیمت عرضه‌های اولیه به ارزش ذاتی سهام شرکت نزدیک است؟ در غیر اینصورت انحراف قیمت چقدر است؟

- ۲) دوره زمانی برای رسیدن سهام عرضه اولیه به قیمت تثبیت شده^۴ (تعادلی) در بورس ایران چقدر است؟
- ۳) متغیرهای مرتبط با قیمت‌گذاری سهام در عرضه اولیه کدامند؟
- ۴) آیا ارتباطی بین متغیرهای حسابداری و اقتصادی و قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه وجود دارد؟

ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

محققان دلایل متعددی را برای قیمت‌گذاری کمتر از واقع ارائه کرده اند. این دلایل در قالب تئوریهای سنتی مثل عدم تقارن اطلاعات تا تئوریهای نوین نظیر تئوریهای رفتاری، شکل گرفته و ارائه شده است. که شاخص ترین این تئوریها عبارتند از: تئوری مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات، تئوریهای مبتنی بر ملاحظات کنترل و ساختار مالکیت، تئوریهای مبتنی بر علل نهادی و تئوریهای مالی رفتاری [۴] که در ادامه به تفصیل بحث می‌گردد.

۱- تعریف عرضه عمومی اولیه:

اصطلاح عرضه عمومی اولیه که رواج آن به بازارهای پررونق ۱۹۹۰ بر می‌گردد، عبارت است از این که یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می‌نماید. [۱۵]

از سوی دیگر، عرضه عمومی اولیه سهام و ورود به بورس اوراق بهادار، دارای مخارج و محدودیت‌هایی نیز می‌باشد که از مهمترین هزینه‌ها، می‌توان به هزینه تهیه اطلاعات طبق قوانین بورس اوراق بهادار، هزینه حسابرسی بنگاه و ارایه صورت‌های مالی حسابرسی شده، هزینه‌های پذیره نویسی و صدور سهام و نیز برخی هزینه‌های کیفی نظیر مدت زمانی که مدیران ارشد بنگاه‌ها برای انجام امور مربوط به IPO صرف می‌نمایند، اشاره نمود که البته مقدار این هزینه‌ها بسته به حجم عرضه و توان بازاریابی شرکت‌ها متفاوت است.

[۵]



۲- روش‌های انجام عرضه عمومی اولیه

عرضه اولیه عمومی، به روش‌های مختلفی صورت می‌پذیرد که مهم‌ترین آنها «ثبت دفتری»^۵، عرضه عمومی به روش حراج^۶، عرضه عمومی به قیمت ثابت^۷ و روش‌های نوین اینترنتی^۸ می‌باشند که انتخاب هر کدام از آنها، بسته به قوانین، در کشورهای مختلف، متفاوت است اما به طور کلی روش ثبت دفتری نسبت به بقیه رواج بیشتری دارد.

۳- مفاهیم مرتبط با عرضه اولیه سهام

کریگ من^۹ (۱۹۹۹) معاملات در روز اول عرضه اولیه را نشانگر عملکرد آینده سهام می‌داند و سهام را به چهار گروه (۱) سرد^۹ (۲) خنک^{۱۰} (۳) داغ^{۱۱} و (۴) خیلی داغ^{۱۲} تقسیم می‌کند. سهامی که در عرضه اولیه بازدهی بین ۱۰ تا ۶۰٪ داشته باشد عرضه داغ گفته می‌شود، اینگونه سهام دارای تقاضای بیشتر از عرضه است در نتیجه تعدادی از متقاضیان نمی‌توانند سهم مذکور را خریداری نمایند در نتیجه خواهان سهم به قیمت بالاتر هستند. عرضه عمومی اولیه داغ در آینده دارای عملکرد بالایی^{۱۳} (افزایش قیمت) است، در حالی که بازده غیرعادی عرضه سرد مساوی یا کمتر از صفر است عملکرد آینده این نوع سهام ضعیف (کاهش قیمت خواهند داشت)^{۱۴} می‌باشد. عرضه بسیار داغ زمانی است که بازده اولیه سهام بیش از ۶۰٪ است که عملکرد آینده سهام بسیار وخیم خواهد بود. در تحقیقات زیادی که بر روی عرضه اولیه سهام صورت گرفته، پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع^{۱۵} و افت قیمت در بلند مدت یا عملکرد بلند مدت عرضه اولیه سهام در اکثر کشورها مشاهده شده است. در ذیل به تشریح هر کدام از موارد فوق می‌پردازیم:

۳-۱- عملکرد بلند مدت سهام عرضه اولیه^{۱۶}

در طولانی مدت عملکرد قیمت سهام عرضه اولیه در مقایسه با شرکت‌های مشابه که قبلاً وارد بورس شده اند بسیار ضعیف است. بنگاه‌های اقتصادی در هنگام ورود به بورس

اوراق بهادار با مشکلات و ناطمینانی‌های متعددی مواجه هستند که همه‌ی این عوامل باعث شده است فرایند عرضه عمومی اولیه از سوی آنها فرایندی پرمخاطره تلقی گردد.

۲-۳- بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های اولیه^{۱۷}

شواهد تجربی فراوانی نشان می‌دهد، سرمایه‌گذارانی که سهام عرضه‌های اولیه را در روز اول عرضه خریداری کرده و پس از مدت کوتاهی آن را به فروش می‌رسانند، به بازدهی غیرعادی قابل توجهی دست می‌یابند. در ادبیات مالی بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه را به قیمت‌گذاری کمتر از واقع نسبت می‌دهند.

۳-۳- قیمت‌گذاری کمتر از واقع

قیمت‌گذاری کمتر از واقع یعنی شرکت منتشرکننده سهام قیمت عرضه اولیه را بسیار پایین‌تر از ارزش ذاتی آن تعیین می‌کند به طوری که در اولین روز معامله خریداران سهام بازده قابل توجهی بدست می‌آورند. تحقیقات انجام شده بر روی قیمت‌گذاری کمتر از واقع را می‌توان به دو دسته تقسیم نمود:

الف) تئوریهای مرتبط با قیمت‌گذاری کمتر از واقع

محققان دلایل متعددی را برای قیمت‌گذاری کمتر از واقع ارائه کرده‌اند. این دلایل در قالب تئوریهای سنتی مثل عدم تقارن اطلاعات تا تئوری‌های نوین همچون تئوری‌های رفتاری، شکل گرفته و ارائه شده است. که در زیر به تشریح مهم‌ترین این تئوری‌ها می‌پردازیم:

تئوری عدم تقارن اطلاعات، سطوح مختلفی از اطلاعات را در بین گروه‌های مختلف شرح می‌دهد، تحقیقات آکادمیک سه روش زیر را برای وقوع اطلاعات نامتقارن مطرح می‌کند:

- (۱) اطلاعات نامتقارن بین سرمایه‌گذاران مطلع و سرمایه‌گذاران غیرمطلع.
- (۲) اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشرکننده و بانکهای سرمایه‌گذاری.



۳) اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشر کننده سهام و سرمایه گذاران.

۱-۳-۳- اطلاعات نامتقارن بین سرمایه گذاران مطلع و سرمایه گذاران غیرمطلع

راک^{۱۸} (۱۹۸۶) پیرامون موضوع قیمت گذاری کمتر از واقع در تحقیق خود به دو گروه سرمایه گذار بالقوه در بازار اشاره می‌کند:
اول) سرمایه گذاران مطلع
دوم) سرمایه گذاران غیرمطلع یا ناآگاه

فرضیه نفرین برنده^{۱۹}

سرمایه گذاران با اطلاع در مقایسه با سرمایه گذاران بی اطلاع و شرکت عرضه کننده سهم و بانک سرمایه گذار، اطلاعات بیشتر و بهتری درباره ارزش ذاتی سهم عرضه شده در اختیار دارند. لذا متقاضی خرید سهام عرضه‌های اولیه با قیمت‌های کمتر از واقع رو به رو می‌شوند در حالیکه سرمایه گذاران بی اطلاع، متقاضی خرید کلیه سهام (چه خوب و چه بد) می‌شوند، در نتیجه برای آنها بازده منفی ایجاد می‌کند؛ این موضوع برای سرمایه گذاران بی اطلاع " نفرین برنده " را ایجاد می‌کند [۱۱].

فرضیه ابهام آتی^{۲۰}

بتی و ریتر (۱۹۸۶) نشان دادند که عامل اصلی قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه به ابهام آتی در خصوص ارزش ذاتی سهم عرضه شده نسبت داده می‌شود [۶].

۲-۳-۳- اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشر کننده و بانکهای سرمایه گذاری

بارون^{۲۱} (۱۹۸۲) می‌گوید بانکهای سرمایه گذاری به واسطه اطلاعات بیشتری که نسبت به شرکت‌های منتشر کننده سهام دارند در فرآیند عرضه اولیه سهام، به بازاریابی و توزیع

اطلاعات همانند حرفه ای‌ها در بازار سرمایه می‌پردازند که همانند هزینه نمایندگی برای اطلاعات ارائه شده توسط بانکهای سرمایه‌گذاری به شرکت تحمیل می‌شود.

۳-۳-۳- اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشرکننده و سرمایه‌گذاران

در سال ۱۹۸۹ «ماسکارلا» و «ونسپین» در تحقیق خود بر روی ۷۴ شرکت، عدم تقارن اطلاعات بین شرکت منتشرکننده و سرمایه‌گذاران را آزمون نمودند آنها متوجه شدند که قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه دوم به عموم کمتر از عرضه اول به عموم می‌باشد نتیجه تحقیق آنها با عنوان فرضیه علامت دهی منتشر شد.

فرضیه علامت دهی^{۲۲}

در این فرضیه بین شرکت عرضه‌کننده سهم و سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار، عدم تقارن اطلاعات وجود دارد. فرضیه‌های مختلفی در زمینه اطلاع‌رسانی (علامت دهی) ارائه شده است، نظیر تأثیر فروشندگان داخلی^{۲۳}، قیمت‌گذاری کمتر از واقع به عنوان علامت کیفیت سرمایه‌گذاران^{۲۴} و فرضیه بازخور بازار^{۲۵}.

فرضیه بانکهای سرمایه‌گذاری بعنوان تأییدکننده^{۲۶}

تینیک^{۲۷} (۱۹۸۸) می‌گوید بانکهای سرمایه‌گذاری مهم‌ترین منابعی هستند که به اطلاعات تعیین‌کننده ارزش ذاتی سهام دسترسی دارند برای سرمایه‌گذارهای کوچک با توجه به هزینه دستیابی به این اطلاعات، بانکهای سرمایه‌گذاری نقش تأییدکننده را ایفا می‌کنند و عدم اطمینان در فرآیند عرضه اولیه سهام را کاهش می‌دهند. [۵]

فرضیه جلوگیری از دعاوی^{۲۸}

تحقیق تینیک همچنین عنوان می‌کند که شرکت‌ها سهام عرضه اولیه خود را کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌کنند تا احتمال طرح دعاوی بوسیله سرمایه‌گذاران را کاهش دهند.



فرضیه افزایش حبابی قیمت^{۲۹}

این فرضیه افزایش بازده سهام اولیه پس از ورود به بازار را نتیجه فاصله بین عرضه و تقاضا برای سهام اولیه می‌داند.

فرضیه منافع در طولانی مدت^{۳۰}

براساس این فرضیه، سرمایه گذاران سهام جدید را پس از ورود به بازار بالا ارزشیابی می‌کنند و تحت مفروضات بازار کارا قیمت سهام در عرضه اولیه بر اساس همبستگی منفی بین بازده اولیه و عملکرد سهام عرضه اولیه در طولانی مدت به یک قیمت تعادلی می‌رسد. [۵]

فرضیه‌های رفتاری^{۳۱}

فرض تئوری‌های رفتاری نیز مربوط به وجود سرمایه گذاران غیرمنطقی خریدار سهام در قیمتی بالاتر از قیمت واقعی آن و یا دشواریهای پیش رو شرکت ناشر سهام، به دلیل فشارهای وارده از محل پیش داوری‌های رفتاری، به منظور مجاب نمودن بانک‌های پذیره نویس برای کاهش میزان ارزش گذاری زیر قیمت می‌باشد.

ب) کشف متغیرهای مرتبط با قیمت گذاری کمتر از واقع

محققان بسیاری متغیرهای مرتبط با قیمت گذاری کمتر از واقع نظیر متغیرهای حسابداری، صنعت، سال انتشار، متغیرهای اقتصادی، اندازه شرکت، میزان عرضه، ترکیب سهامداران، نسبت P/E و... را مورد بررسی قرار داده اند ریتز (۱۹۸۴، ۱۹۸۷) بر روی متغیرهای موثر بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع تحقیق نمود در اولین تحقیق تاثیر عرضه داغ را بر قیمت گذاری بررسی نمود و در تحقیق دوم خود به بررسی فرایند عملکرد بانک‌های سرمایه گذاری و کل هزینه ورود به بازار سرمایه

پرداخت. نتیجه این که هزینه ورود به بازارهای سرمایه به موازات افزایش میزان عرضه کاهش می‌یابد. بوتسون (۱۹۷۵) اندازه شرکت و نوع صنعت را به عنوان عوامل موثر معرفی کرد.

در تحقیقی که توسط هاسینهاو لويس لین^{۳۲} در سال (۲۰۰۴) در کشور تایوان انجام شد شرکت‌ها بر اساس نوع صنعت تفکیک گردید و متغیرهای مالی و اقتصادی، صنعت، سال انتشار و میزان انتشار در فرضیه‌ها تست گردید، نتیجه تحقیق نشان داد انحراف قیمت بر اساس نوع صنعت و سال انتشار با هم متفاوت بود و میزان آن با شرایط اقتصادی ارتباط معناداری داشت در حالیکه با اندازه شرکت و میزان انتشار ارتباط نداشت.

کانترا پالتونونگ^{۳۳} در سال (۲۰۰۳) به بررسی اینکه آیا IPOها با توجه به ارزش ذاتی، ذاتی، بالا یا پائین قیمت گذاری شده اند، پرداخته است. برای ارزیابی IPOها از رگرسیون و ضرایب مقایسه ای نظیر قیمت به فروش، قیمت به EBIT و قیمت به درآمد استفاده نموده است و سپس این ارزش ذاتی را با قیمت پیشنهادی مقایسه کرد. در این تحقیق انحراف قیمت گذاری ارتباط مثبت با بازده روز اول و قیمت بسته شده دارد. با توجه به ارتباط مثبت بین انحراف قیمت و بازده روز اول، IPOهایی که در مقایسه با ارزش ذاتی بالا قیمت گذاری شده اند، پس از عرضه در بازار افزایش قیمت خواهند داشت.

بانا دارکان^{۳۴} در تحقیق بر روی بازار سهام استانبول در دوره زمانی (۱۹۹۰-۱۹۹۷) به بررسی متغیرهای مرتبط با بازده IPOها پرداخته است. متغیرهای نوع سرمایه گذار، سن، عایدی ناخالص، نسبت سهام پیشنهادی به عموم، نسبت P/E و اندازه شرکت تست گردیدند، نتیجه تحلیل نوع سرمایه گذار و نسبت‌های P/E با بازده ارتباطی نداشتند. اندازه شرکت، درآمد ناخالص، روش قیمت گذاری، سن شرکت و نسبت P/E ارتباط معناداری با بازده کوتاه مدت نشان داد.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: تعداد روزهای مرحله اول برابر صفر نیست.



فرضیه فرعی: تعداد روزهای مرحله اول در صنایع مختلف تفاوت معناداری دارد.
فرضیه فرعی: تعداد روزهای مرحله اول براساس نرخ تورم تفاوت معناداری دارد.
فرضیه دوم: تعداد روزهایی که قیمت به تثبیت می‌رسد برابر صفر نیست.
فرضیه سوم: انحراف قیمت در عرضه اولیه بزرگتر صفر است.
فرضیه فرعی: انحراف قیمت در صنایع مختلف تفاوت معناداری دارد.
فرضیه فرعی: انحراف قیمت براساس نرخ تورم تفاوت معناداری دارد.
فرضیه چهارم: بین انحراف قیمت و متغیرهای حساسیت سرمایه گذار ارتباط معناداری نیست.
فرضیه پنجم: عکس العمل بیش از حد سرمایه گذار بزرگتر از صفر است.
فرضیه فرعی: عکس العمل بیش از حد سرمایه گذار در صنایع مختلف تفاوت معناداری دارد.
فرضیه فرعی: عکس العمل بیش از حد سرمایه گذار براساس نرخ تورم تفاوت معناداری دارد.
فرضیه ششم: ارتباط معناداری بین عکس العمل بیش از حد سرمایه گذار و متغیرهای حساسیت سرمایه گذار وجود دارد.
فرضیه هفتم: حجم معاملات در مرحله اول با مرحله دوم تفاوت معناداری دارد.
فرضیه هشتم: ارتباط معناداری بین متغیرهای اقتصادی، حسابداری و قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه وجود دارد.

متغیرهای تحقیق

تعداد روزهای مرحله اول. مرحله اول به روزهایی اطلاق می‌شود که سهام در عرضه اولیه به بیشترین بازده غیرعادی قبل از اولین کاهش قیمت دست می‌یابد.
تعداد روزهای مرحله دوم. به روزهایی اطلاق می‌شود که سهام در عرضه اولیه پس از رسیدن به بالاترین قیمت، روند کاهشی یافته تا به قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه برسد.

انحراف قیمت (MP). انحراف قیمت به عنوان تفاوت بین قیمت تثبیت شده سهام در بازار ثانویه (AP) و قیمت انتشار^{۳۵} (IP) می‌باشد که به دلیل عدم ارائه قیمت توسط منتشر کننده سهام، قیمت پیشنهادی^{۳۶} (OP) در محاسبات در نظر گرفته شده است.

قیمت تثبیت شده سهام در بازار ثانویه (AP). قیمت عرضه سهام اولیه وقتی به قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه می‌رسد که نوسانات قیمت در طی مرحله اولیه را نداشته باشد. در این تحقیق زمان لازم برای رسیدن قیمت به قیمت تعادلی ۳۲۸ روز (تقریباً یک سال) از تاریخ عرضه در نظر گرفته شده است و قیمت تعادلی به عنوان متوسط قیمت سهام در پنج روز آخر این دوره تعریف گردیده است (روزهای ۳۲۳ تا ۳۲۸).

عکس العمل بیش از حد سرمایه‌گذار^{۳۷} (OR). عبارتست از رفتار متقابل سرمایه‌گذاران در زمان دریافت اخبار مالی به طوری که به اخبار مزبور بیش از آنچه باید وزن داده و نقش آن اخبار را در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود بیش از سهم واقعی آن در نظر می‌گیرند.

قیمت انتشار سهام عرضه اولیه^{۳۸} (OP). قیمت پیشنهادی خریدار است که اولین معامله بر روی آن صورت می‌گیرد و مورد قبول منتشرکننده نیز می‌باشد.

سایر متغیرها نیز سال انتشار، نرخ تورم، نوع صنعت، اندازه شرکت، نسبت جاری، نسبت بدهی، نسبت گردش دارائی‌های ثابت، نسبت رشد خالص، حجم معامله سهام در اولین روز عرضه اولیه، تعداد خریداران در اولین روز عرضه، میانگین حجم معاملات در مرحله اول، میانگین حجم معاملات در مرحله دوم، بالاترین قیمت سهام عرضه اولیه تا زمان رسیدن به قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه، ساختار مالکیت، EPS، و نسبت P/E می‌باشند.

روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر زمینه یابی، همبستگی و علی-مقایسه ای است بخشی از این پژوهش از نوع پژوهش‌های زمینه یابی است. برای تبیین همبستگی از روش‌های رگرسیون



چند گانه و همبستگی آماری گشت آور پیرسون و برای مقایسه T تک نمونه ای و دو نمونه ای گروه‌های وابسته به ترتیب از آزمون کراسکال والیست و ویلکاکسون استفاده شده است. تمامی مراحل مذکور با بهره گیری از نرم افزار STATJ صورت پذیرفته است. جامعه آماری تحقیق عبارت است از شرکت‌هایی که از سال ۱۳۸۰ تا سال ۱۳۸۷ توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند. تعداد نمونه در این جامعه شامل ۱۲۰ شرکت در ۲۷ صنعت از شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار است. برای تعیین نمونه آماری مورد مطالعه از روش غربال گری^{۳۹} استفاده شده است. با اعمال این روش از ۱۷۱ شرکت در قلمرو زمانی تحقیق، تعداد ۱۲۰ شرکت بعنوان نمونه انتخاب شدند، لذا تحقیق حاضر با ۲۴ متغیر دارای ۲۸۸۰ داده است.

اطلاعات و داده‌های پژوهش حاضر مشتمل بر چهار بخش می‌باشد. بخش اول اطلاعات تاریخی مربوط به قیمت سهام عرضه اولیه و نوسانات پس از آن به منظور دستیابی به پاسخ این سوال تحقیق که آیا قیمت گذاری کمتر از واقع است یا بیشتر از واقع و محاسبه انحراف قیمت، بخش دوم اطلاعات مربوط به محاسبه عکس العمل بیش از حد سرمایه گذار، در بخش سوم، اطلاعات مالی از صورت‌های مالی شرکت‌ها جمع آوری گردید و سپس نسبت‌های مالی آنها محاسبه شد. در بخش چهارم نیز نرخ تورم که با استفاده از شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی که توسط بانک مرکزی منتشر می‌شود، محاسبه شد.

روش محاسبه و استخراج داده‌های بخش اول

در این بخش به منظور تعیین قیمت گذاری کمتر از واقع یا بیشتر از واقع از دو روش استفاده گردیده است:

الف- رویکرد مقایسه شرکت‌ها:

۱- انتخاب شرکت‌های مشابه در یک صنعت

در هر صنعت شرکت‌هایی که نزدیکترین تاریخ عرضه را داشتند انتخاب گردیدند از آنجا که اکثر شرکت‌ها پس از دو سال به قیمت تعادلی رسیده اند، سعی گردیده است که فاصله زمانی حداکثر دو سال باشد. سپس شرکت‌ها از نظر فروش مشابه، سود خالص و حاشیه سود EBIT (EBIT / فروش) مقایسه شده و آنها براساس این دوفاکتور دسته بندی گردیده است.

۲- محاسبه ضرایب شرکت‌ها

برای هر IPO، (P/V) در حالیکه P قیمت پیشنهادی و V ارزش ذاتی است که بر اساس ضرایب شرکت‌های مشابه در بازار و فروش شرکت عرضه کننده و عایدی EBIT آن محاسبه گردیده است.

بنابراین ضرایب قیمت پیشنهادی برای IPOها به شکل زیر محاسبه گردید:

$$\begin{aligned} [P/S]_{IPO} &= \text{Offer Price} \times \text{Number of shares out standing B. IPO} / \text{Prior sales} \\ [P/E]_{IPO} &= \text{Offer Price} \times \text{Number of shares out standing B. IPO} / \text{Prior Earnings} \\ [P/EBIT]_{IPO} &= \text{Offer Price} \times \text{Number of shares out standing B. IPO} / \text{Prior EBIT} \end{aligned}$$

تعداد سهام در دست سهامداران قبل از تاریخ عرضه در نظر گرفته شده است همه اطلاعات حسابداری از محاسبه متوسط سه دوره قبل از تاریخ واگذاری بدست آمده است. ضرایب قیمت برای شرکت‌های مشابه به شکل زیر محاسبه گردیده است:

$$\begin{aligned} [P/S]_{\text{شرکت‌های مشابه}} &= \text{Market Price} \times \text{N. of Sh. Ou. B. IPO} / \text{Prior sales} \\ [P/E]_{\text{شرکت‌های مشابه}} &= \text{Market Price} \times \text{N. of Sh. Ou. B. IPO} / \text{Prior Earnings} \\ [P/EBIT]_{\text{شرکت‌های مشابه}} &= \text{Market Price} \times \text{N. of Sh. Ou. B. IPO} / \text{Prior EBIT} \end{aligned}$$

تعداد سهام در دست سهامدار و قیمت آن برای شرکت‌های مشابه در تاریخ روز قبل از IPO در نظر گرفته شده است.

جهت P/V شرکت‌های عرضه کننده IPO بر اساس ضرایب مختلف قیمت به شکل زیر محاسبه گردیده اند:



$$[P/V]_{\text{sales}} = [P/S]_{\text{IPO}} / [P/S]_{\text{شرکت‌های مشابه}}$$

$$[P/V]_{\text{EBIT}} = [P/EBIT]_{\text{IPO}} / [P/EBIT]_{\text{شرکت‌های مشابه}}$$

$$[P/V]_{\text{earning}} = [P/E]_{\text{IPO}} / [P/E]_{\text{شرکت‌های مشابه}}$$

چنانچه ضرایب محاسبه شده برابر یک باشد یعنی ارزش سهام عرضه اولیه برابر ارزش واقعی است و ضریب بزرگتر از یک به معنی ارزشگذاری بیشتر از واقع و ضریب کمتر از یک، ارزشگذاری کمتر از واقع است.

ب) محاسبه انحراف قیمت (MP):

انحراف قیمت بعنوان تفاوت بین قیمت تثبیت شده سهام در بازار ثانویه (AP) با قیمت پیشنهادی منتشر کننده سهام در عرضه اولیه (IP) تقسیم بر قیمت پیشنهادی منتشر کننده سهام محاسبه شده است

$$MP_j = (AP_j - IP_j) / IP_j \times 100$$

$$MP_j = \text{انحراف قیمت سهام } j$$

$$AP_j = \text{قیمت تثبیت شده سهام } j \text{ در بازار ثانویه}$$

$$IP_j = \text{قیمت پیشنهادی منتشر کننده سهام } j$$

روش محاسبه و استخراج داده‌های عکس‌العمل بیش از حد (OR):

مقدار این عکس‌العمل با استفاده از فرمول زیر محاسبه شده است:

$$OR = (AP - PP) / PP \times 100 \%$$

که در آن:

OR: عکس‌العمل بیش از حد سرمایه گذار

AP: قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه

PP: بالاترین قیمت در مرحله دوم عرضه اولیه سهام می‌باشد.

یافته‌های تحقیق و تجزیه و تحلیل آن

نتایج آزمونهای انجام شده مرتبط با فرضیه اول پژوهش و فرضیه‌های فرعی آن به شرح زیر است:

فرضیه اول: تعداد روزهای مرحله اول متفاوت از صفر است.

جدول ۱- نتایج آماره آزمون T-test در بررسی فرضیه اول

متغیر	main	t	df	Sig.
تعداد روزهای مرحله اول	۱۹,۶	۹,۸۱	۱۱۹	۰,۰۰۰

بر این اساس بطور میانگین، قیمت سهام عرضه اولیه پس از ۱۹,۶ روز از اولین روز عرضه، اولین کاهش قیمت در بازار ثانویه را تجربه میکنند. بیشترین و کمترین فراوانی تعداد روزهای مرحله اول در صنایع مختلف به ترتیب در استخراج کانه‌های فلزی و خودرو و ساخت قطعات مشاهده می‌شود.

فرضیه فرعی ۱ به بررسی تفاوت تعداد روزهای مرحله اول در صنایع مختلف می‌پردازد، نتایج آزمون این فرضیه، تفاوت معنادار تعداد روزهای مرحله اول در صنایع مختلف را اثبات می‌کند. این مشخصه به ترتیب در صنایع استخراج کانه‌های فلزی، رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن و ماشین‌آلات و تاسیسات بیشتر از سایر صنایع می‌باشد. فرضیه فرعی ۲ تفاوت تعداد روزهای مرحله اول بر اساس نرخ تورم را مطرح می‌کند. اما نتایج این آزمون ارتباط تعداد روزهای مرحله اول با نرخ تورم را تأیید نمی‌کند.

نتایج آزمونهای انجام شده مرتبط با فرضیه دوم پژوهش و فرضیه‌های فرعی آن

فرضیه دوم: تعداد روزهایی که قیمت به تثبیت می‌رسد برابر صفر نیست. پس از یک دوره نوسانات شدید قیمت و تغییرات عرضه و تقاضا در بازار ثانویه، قیمت به تثبیت می‌رسد.



جدول ۲- نتایج آزمون t-test در بررسی فرضیه دوم

متغیر	تعداد	میانگین	درجه آزادی	سطح معناداری
تعداد روزهایی که قیمت به تثبیت می‌رسد	۱۲۰	۳۲۸	۱۱۸	۰,۰۰۰

مشاهده جدول فوق نشان می‌دهد، پس از اولین عرضه سهام، ۳۲۸ روز به طول می‌انجامد تا قیمت سهام عرضه اولیه به قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه برسد. این زمان نسبت به سایر کشورها بسیار طولانی است.

نتایج آزمون‌های انجام شده مرتبط با فرضیه سوم پژوهش

فرضیه سوم: انحراف قیمت (تفاوت قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه با قیمت پیشنهادی) در عرضه اولیه بزرگتر صفر است.

جدول ۸- شاخص‌های آماری فرضیه سوم

متغیر	تعداد	میانگین	واریانس	انحراف معیار
انحراف قیمت	۱۲۰	۱۳,۸۵	۷۸,۳۷	۷,۱۵

میانگین انحراف قیمت معادل ۱۳,۸۵ مثبت نشان دهنده اینست که قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه بیش از ۱۳٪ بیشتر از قیمت پیشنهادی است بعبارت دیگر قیمت گذاری سهام عرضه اولیه، کمتر از واقع می‌باشد.

جدول ۹- نتایج آزمون T-test فرضیه سوم

متغیر	t	Df	Sig.	Mean Difference
انحراف قیمت	۱,۹۳	۱۱۹	۰,۰۵	۱۳,۸۵

نتایج این آزمون، فرضیه سوم پژوهش را که مثبت بودن انحراف قیمت را مطرح می‌کند مورد تأیید قرار می‌دهد. از این موضوع می‌توان نتیجه گرفت که در بازار سرمایه وقتی عرضه اولیه سهام با قیمتی کمتر از واقع عرضه می‌گردد، نه تنها منتشرکننده عرضه ای موفق خواهد داشت بلکه سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه نیز می‌تواند بازدهی بیشتر از بازدهی مورد نیاز خود کسب نماید.

روش دوم: رویکرد مقایسه شرکت‌ها

در این روش ابتدا نسبت‌هایی که بیان‌کننده ارزش ذاتی سهام می‌باشند محاسبه، سپس نتایج آن از نظر تفاوت با عدد یک مورد آزمون قرار گرفته و نتایج حاصل نشان می‌دهد، قیمت عرضه اولیه سهام شرکت‌های نمونه به ارزش ذاتی سهام بسیار نزدیک است و عرضه‌ها نزدیک به ارزش ذاتی صورت می‌گیرد. اما با توجه به کوچک بودن نمونه شواهد کافی برای پذیرش نتایج فرضیه بر این اساس وجود ندارد.

جدول ۱۰- نتایج آزمون T-test فرضیه سوم (روش دوم)

متغیر	آماره t	Df	Sig.	Mean Difference
P/V _{sales}	۱,۹۶	۱۸	۰,۰۶۵	۰,۹۸۲
P/VEBIT	۱,۵۸	۱۸	۰,۱۲۹	۱,۱۲۷
P/VEarning	۱,۲۳	۱۸	۰,۲۳۵	۱,۵۲

فرضیه فرعی ۳ انحراف قیمت در صنایع مختلف تفاوت معناداری دارد. نتایج آزمون Kruskal-wallis در بررسی این فرضیه، وجود تفاوت معنادار انحراف قیمت در صنایع مختلف را نشان می‌دهد. می‌توان نتیجه گرفت که قیمت‌گذاری عرضه اولیه و رفتار قیمت پس از اولین عرضه در صنایع مختلف متفاوت است. فرضیه فرعی ۴ انحراف قیمت براساس نرخ تورم تفاوت معناداری دارد.



نتایج آزمون Kruskal-wallis درباره ارتباط نرخ تورم با انحراف قیمت نشان می‌دهد که میزان انحراف قیمت تابعی از نرخ تورم نیست.

نتایج آزمون‌های انجام شده مرتبط با فرضیه چهارم پژوهش

فرضیه چهارم: بین انحراف قیمت و متغیرهای حساسیت سرمایه گذار ارتباط معناداری وجود دارد.

محقق در این فرضیه متغیرهای حساسیت سرمایه گذار را اندازه شرکت، حجم معامله سهام در اولین عرضه، تعداد خریداران در اولین عرضه، نرخ تورم، نسبت P/E و نسبت‌های جاری، بدهی، بازده حقوق صاحبان سهام و خالص ارزش رشد شرکت تعریف نموده و برای بررسی این فرضیه از آزمون رگرسیون چندگانه استفاده شده است. نتایج آزمون رگرسیون: پس از حذف متغیرهایی که ارتباط معناداری با متغیر وابسته انحراف قیمت نداشتند، تنها ارتباط متغیر مستقل نسبت P/E با انحراف قیمت تأیید گردید.

جدول ۱۱- نتایج آزمون رگرسیون همزمان (Enter) برای پیش بینی نمرات انحراف قیمت

متغیر	ضریب همبستگی چندگانه (R)	مجذور R	آماره F	سطح معناداری
نسبت P/E	۰,۲۷۴	۰,۵۲۴	۸,۳۱۳	۰,۰۰۱

نتایج جدول فوق، نشان می‌دهد بین متغیرهای حساسیت سرمایه گذار تنها بین نسبت P/E با انحراف قیمت همبستگی مثبت و معنادار ($R=0,274$) وجود دارد. همچنین می‌توان ملاحظه نمود که ۵۲٪ از تغییرات انحراف قیمت را می‌توان از طریق نمرات متغیر نسبت P/E تبیین نمود.

با توجه به مدل تحقیق می‌بایست MP پیش بینی از طریق ضرایب رگرسیون و بیان ارتباط آن با متغیرهای حساسیت سرمایه گذار محاسبه گردد و سپس با قرار دادن آن در فرمول زیر AP مورد انتظار محاسبه گردد.

$$AP = (MP + 1) \times OP$$

سپس MP مورد انتظار در محاسبه قیمت تثبیت شده سهام عرضه اولیه در بازار ثانویه (مورد انتظار) بکاربرده می‌شود و پس از آن قیمت تعادلی مورد انتظار با قیمت‌های تعادلی واقعی مقایسه می‌شود تا قدرت پیش بینی مدل را تخمین بزنیم.

$$(AP) + \varepsilon = \text{قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه} = \text{قیمت تثبیت شده مورد انتظار (E-AP)}$$

به منظور دست یابی به MP پیش بینی، ارتباط متغیرها با انحراف قیمت در این فرضیه تست شده اند تا میزان مداخله این متغیرها بدست آید، ضرایب محاسبه شده به شرح جدول زیر می‌باشند:

جدول ۱۲- ضرایب رگرسیون چند متغیره در بررسی فرضیه چهارم

متغیر	B	Sig.
عدد ثابت	۷,۵۰۹	
نسبت P/E	-۰,۸۵۶	۰,۰۰۱

نتایج فوق نشان دهنده ارتباط معنادار نسبت P/E و انحراف قیمت می‌باشد بعبارت دیگر به جزء متغیر نسبت P/E سایر متغیرها قدرت پیش بینی انحراف قیمت را ندارند بنابراین انحراف قیمت پیش بینی شده براساس فرمول ذیل محاسبه گردید:

$$MP = 7,509 - 0,856 \times P/E$$

سپس قیمت تثبیت شده پیش بینی براساس فرمول ذیل محاسبه گردید:

$$AP = (MP + 1) * OP$$

جدول ۱۳- شاخص‌های آماری قیمت تثبیت شده واقعی و پیش بینی

متغیر	تعداد	میانگین	واریانس	Kolmogorov-Smirnov Z
قیمت تثبیت شده واقعی	۱۲۰	۶۷۵۹	۷۶۸۰,۷	۲,۴۴
قیمت تثبیت شده پیش بینی		۱۶۵۶۵-	۲۳۳,۷	۳,۸۲

میانگین قیمت تثبیت شده واقعی ۶۷۵۹ ریال و پیش بینی -۱۶۵۶۵ ریال می‌باشد که با توجه به میانگین قیمت پیش بینی، ناکارآمد بودن مدل در این تحقیق تقریباً قابل مشاهده است.

جدول ۱۴- نتایج آزمون Wilcoxon در بررسی قدرت مدل در پیش بینی قیمت تثبیت شده

رتبه منفی	تعداد	میانگین رتبه	آماره Z	Sig.
رتبه مثبت	۰	۶۰,۵	۹,۵-	۰,۰۰۰
ختی	۰	۰		

در واقع نتیجه این آزمون قدرت مدل در پیش بینی قیمت تثبیت شده را حمایت نکرده و Z را منفی بیان می‌کند، میانگین قیمت تثبیت شده واقعی بزرگتر از میانگین قیمت تثبیت شده پیش بینی می‌باشد.

نتایج آزمون‌های انجام شده مرتبط با فرضیه پنجم پژوهش و فرضیه‌های فرعی آن فرضیه پنجم: سرمایه گذار پس از عرضه اولیه سهام دارای عکس العمل بیش از حد است. در این پژوهش عکس العمل سرمایه تفاوت بین بالاترین قیمت با قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه تعریف شده است.

جدول ۱۵- شاخص‌های آماری فرضیه پنجم

متغیر	تعداد	میانگین	واریانس	انحراف معیار
عکس‌العمل بیش از حد سرمایه‌گذار	۱۲۰	۴۳,۲۱-	۲۲,۹	۲,۰۹

با توجه به اینکه بازدهی سهام عرضه اولیه مثبت می‌باشد، انتظار می‌رود عکس‌العمل سرمایه‌گذار پس از عرضه اولیه سهام نیز بیش از حد باشد. میانگین فوق‌نشان می‌دهد که قیمت‌ها تا ۴۳٪ بیشتر از قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه بالا می‌رود.

جدول ۱۶- نتایج آزمون t -test در بررسی فرضیه پنجم

Mean Differenc	Sig.	df	t	
۴۳,۲۱-	۰,۰۰۰	۱۱۹	۲۰,۶-	OR

با توجه به نتایج آزمون نمی‌توان فرض H_0 را پذیرفت بعبارت دیگر عکس‌العمل سرمایه‌گذار پس از عرضه اولیه سهام بیش از حد می‌باشد و از آنجا که وقتی عکس‌العمل بیش از حد رخ داده باشد، انتظار داریم در دوره‌ی بعد اثر این عکس‌العمل اصلاح شود و عایدی کاهش یابد، تحقق این فرض یعنی کاهش قیمت پس از رسیدن به بالاترین قیمت، در بازار ثانویه کاملاً مشهود است.

فرضیه فرعی ۵ عکس‌العمل بیش از حد سرمایه‌گذار در صنایع مختلف تفاوت معناداری دارد.

در مقایسه مقدار OR در صنایع مختلف، بیشترین عکس‌العمل به ترتیب در صنعت بانکها و موسسات اعتباری و شرکت‌های چند رشته‌ای و ماشین‌الات دستگاههای برقی دیده می‌شود.

جدول ۱۷- نتایج آزمون Anova در بررسی فرضیه فرعی ۵

Sig.	شاخص تفاوت F	df	sum square	
۰,۵۶۵	۰,۹۳۲	۱۱۹	۶۲۴۵۴,۹	OR

بر اساس آزمون بین گروهی Anova با سطح معناداری ۰,۵۶۵ تفاوت عکس العمل سرمایه گذار (OR) در صنایع مختلف را تأیید نمی‌کند. علاوه بر اینکه، نتایج آزمون آماری لوین با سطح معناداری ۰,۸۶۸ معرف عدم تفاوت معنادار بین میزان عکس العمل سرمایه گذار در صنایع مختلف است.

فرضیه فرعی ۶ عکس العمل بیش از حد سرمایه گذار براساس نرخ تورم تفاوت معناداری دارد.

جدول ۱۸- نتایج آزمون Anova در بررسی فرضیه فرعی ۶

Sig.	شاخص تفاوت F	df	sum square	
۰,۶۱۰	۰,۷۷۴	۱۱۹	۶۲۴۵۴,۹۷	OR

این نتایج نشان می‌دهد که عکس العمل سرمایه گذار تابعی از نرخ تورم نمی‌باشد، بنابراین این متغیر در نرخ‌های مختلف تورم، تغییر قابل توجهی نداشته که این امر با فرضیه پژوهش همسو نمی‌باشد.

نتایج آزمون‌های انجام شده مرتبط با فرضیه ششم

فرضیه ششم: ارتباط معناداری بین عکس العمل بیش از حد سرمایه گذار و متغیرهای حساسیت سرمایه گذار وجود دارد.

محقق در این فرضیه متغیرهای حساسیت سرمایه گذار را نسبت P/E، اندازه شرکت، شاخص رشد مسکن، نرخ تورم، حجم معامله سهام در عرضه اولیه، تعداد خریداران در اولین عرضه تعریف نموده است.

به منظور آزمون این فرضیه از رگرسیون چندگانه که در آن عکس العمل سرمایه گذار متغیر وابسته و متغیرهای حساسیت سرمایه گذار (نسبت P/E، اندازه شرکت، شاخص رشد مسکن، نرخ تورم، حجم معامله سهام در عرضه اولیه، تعداد خریداران در اولین عرضه) مستقل می‌باشند و آزمون Anova که به صورت دقیق تری ارتباط بین این متغیرها را نشان می‌دهد، استفاده شده است.

جدول ۱۹- نتایج رگرسیون همزمان و آزمون Anova در پیش بینی نمرات عکس العمل سرمایه گذار

شاخص آماری	ضریب همبستگی چندگانه (R)	مجذور R	آماره F	سطح معناداری
نسبت P/E اندازه شرکت شاخص رشد مسکن شاخص تورم حجم معامله سهام در عرضه اولیه تعداد خریداران در اولین عرضه	۰,۲۸۴	۰,۰۸۱	۱,۶۰۷	۰,۱۵۲

با توجه به نتایج این آزمونها، فرضیه هفتم تحقیق که ارتباط بین متغیرهای حساسیت سرمایه گذار و عکس العمل سرمایه گذار را مطرح می‌کند، تأیید نمی‌گردد. در واقع عکس العمل سرمایه گذار با اطلاعاتی که در بازار سرمایه منتشر و در دسترس عموم قرار می‌گیرد و شاخصهای اقتصادی نظیر تورم همبستگی ندارد.

نتایج آزمون‌های انجام شده مرتبط با فرضیه هفتم پژوهش

فرضیه هفتم: حجم معاملات در مرحله اول عرضه اولیه سهام کمتر از حجم معاملات در مرحله دوم عرضه اولیه سهام می‌باشد.

قبلاً شرح داده شد که قیمت سهام در عرضه اولیه معمولاً در طی دو مرحله به قیمت تعادلی می‌رسد. در مرحله اول از فرآیند تعدیل قیمت، خریداران IPO تمایل کمتری به فروش دارند در حالیکه افراد بیشتری تمایل به خرید این سهام دارند بعبارت دیگر تقاضای خرید بالا می‌رود در حالیکه عرضه پائین است و به دلیل وجود شکاف عرضه و تقاضا قیمت سهام افزایش و حجم معاملات کاهش می‌یابد. این وضعیت تا هفته‌ها ممکن است ادامه داشته باشد تا زمانی که متقاضیان خرید به تقاضای خود دست یابند سپس به موازات اینکه از مرحله اول به مرحله دوم حرکت می‌کنیم حجم معاملات به یکباره، بعد از آن افزایش می‌یابد.

جدول ۲۰- نتایج آزمون Wilcoxon در بررسی فرضیه هفتم

Sig.	آماره Z	میانگین رتبه	تعداد	
۰,۰۰۰	۷,۸۷-	۵۹,۴۴	۱۰۲	رتبه منفی
		۴۱	۱۲	رتبه مثبت
			۰	ختی

نتایج این آزمون بیانگر اینست که میانگین حجم معاملات در مرحله اول بزرگتر از میانگین حجم معاملات در مرحله دوم می‌باشد. Z منفی بیان می‌کند میانگین معاملات در مرحله دوم کمتر از میانگین نمرات حجم معاملات در مرحله اول است.

نتایج آزمون‌های انجام شده مرتبط با فرضیه هشتم پژوهش

فرضیه هشتم: ارتباط معناداری بین متغیرهای اقتصادی، حسابداری و قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه وجود دارد.

محقق نوع صنعت، نرخ تورم را به عنوان متغیر اقتصادی و اندازه شرکت، نسبت P/E، EPS و نسبت‌های مالی را به عنوان متغیرهای حسابداری تعریف نموده است.

جدول ۲۱- نتایج آزمون همبستگی پیرسون در بررسی فرضیه هشتم

متغیر	تعداد	همبستگی پیرسون	سطح معناداری
تورم	۱۲۰	-۰,۲۲۳	۰,۰۰۷
صنعت		۰,۰۴۵	۰,۳۱۴
P/E		۰,۵۰۵	۰,۰۰۰
اندازه شرکت		-۰,۰۹۳	۰,۱۵۵
نسبت جاری		-۰,۱۲۷	۰,۰۸۳
نسبت بدهی		۰,۱۷۶	۰,۰۲۷
بازده حقوق صاحبان سهام		-۰,۰۳۷	۰,۳۴۳
گردش دارائیه‌های ثابت		-۰,۰۵۹	۰,۲۶۳
رشد خالص ارزش		۰,۰۲۱	۰,۴۱۱
EPS در زمان انتشار		-۰,۰۸۷	۰,۱۷۴

با توجه به نتایج آزمون پیرسون نرخ تورم، نسبت بدهی و نسبت P/E با قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه ارتباط معناداری وجود دارد و بین نسبت جاری، بازده حقوق صاحبان سهام، خالص ارزش رشد شرکت، اندازه شرکت و نوع صنعت با قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه ارتباط معناداری وجود ندارد.

نتیجه گیری، بحث و پیشنهادهای تحقیق

تحقیق حاضر به بررسی قیمت‌گذاری سهام عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۰ می‌پردازد و سوال اصلی تحقیق حاضر اینست که آیا سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران کمتر از واقع عرضه شده یا خیر و چه

عواملی در قیمت گذاری سهام عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار موثرند، دوره زمانی برای رسیدن به قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه چقدر است. یافته‌های تحقیق به این شرح است:

۱- سهام عرضه‌های اولیه بطور میانگین ۱۹ روز پس از اولین معامله با افزایش قیمت روبروست در بررسی تعداد روزهای مرحله اول در صنایع مختلف تفاوت معنادار، تعداد روزهای مرحله اول در صنایع مختلف اثبات گردید. علی‌رغم اینکه انتظار می‌رفت در صنایع سیمان، فراورده‌های نفتی و داروسازی تعداد روزهای مرحله اول بیش از سایر صنایع باشد اما این مشخصه به ترتیب در صنایع استخراج کانه‌های فلزی، رایانه و فعالیتهای وابسته به آن و ماشین آلات و تاسیسات بیشتر از سایر صنایع می‌باشد. نتیجه دیگر ارتباط تعداد روزهای مرحله اول با نرخ تورم را تأیید نمی‌کند. در واقع افزایش قیمت پس از اولین عرضه با نرخ تورم ارتباط معناداری ندارد.

۲- در بورس اوراق بهادار ایران تعداد روزهایی که قیمت به تثبیت می‌رسد به طور میانگین ۳۲۸ روز است. این تعداد در مقایسه با سایر کشورهای مشابه رقم بالایی را نشان می‌دهد که یکی از دلایل آن کارایی بازار سرمایه می‌باشد، هرچقدر بازار سرمایه کاراتر باشد، انتقال اطلاعات شفاف سریعتر صورت می‌گیرد در نتیجه سهام عرضه اولیه در همان روزهای اول با ارزشی نزدیک به ارزش ذاتی آن معامله می‌گردد و زمان کمی طول می‌کشد تا قیمت سهام عرضه اولیه به قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه برسد. از طرف دیگر در سایر کشورها قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه نتیجه فعالیت بانک‌های سرمایه گذاری می‌باشد که با تثبیت قیمت‌ها ریسک نوسانات قیمت را کاهش می‌دهند مخصوصاً اگر قیمت بسته شده به قیمت پیشنهادی در فاصله شکاف قیمت‌های خرید و فروش اعلام شده، نزدیک باشد. بنابراین یکی از دلایل عدم تثبیت قیمت در کوتاه مدت در بازار سرمایه ایران خلع ناشی از عدم حضور موسسات تامین سرمایه و بانک‌های سرمایه گذاری است.

۳- مطالعه انحراف قیمت با میانگین ۱۳/۸ به این معنا است که قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه، ۱۳/۸ در صد بیشتر از قیمت پیشنهادی اولین معامله سهام عرضه اولیه است.

۴- بررسی انحراف قیمت در صنایع مختلف مبین اینست که بالاترین میزان انحراف قیمت مربوط به صنعت رایانه، استخراج کانه‌های فلزی، ماشین آلات و تاسیسات می‌باشد که صنعت رایانه بالاترین بازده غیرعادی را نیز به خود اختصاص داده است. از طرف دیگر ارتباط معناداری بین نرخ تورم و انحراف قیمت تأیید نگردید. در بین متغیرهای مالی و اقتصادی تنها ارتباط نسبت P/E با انحراف قیمت اثبات گردید.

۵- در تبیین ارتباط معنادار بین متغیرهای اقتصادی، حسابداری و قیمت تثبیت شده، نسبت P/E، تورم و نسبت بدهی ارتباط معناداری با قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه دارند. ضریب بتای منفی نرخ تورم نشان می‌دهد که قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه با نرخ تورم رابطه معکوس دارد. اما ضریب بتا در نسبت‌های P/E و بدهی مثبت می‌باشد یعنی با افزایش این نسبت‌ها قیمت تعادلی نیز افزایش می‌یابد.

با توجه به یافته‌های این تحقیق پیشنهاد می‌گردد:

- ۱) افزایش روش‌های عرضه عمومی اولیه به منظور همپوشانی مزایا و کاستی‌های روش‌های موجود به طوری که عرضه اولیه به بهترین شکل صورت گیرد.
- ۲) حضور فعال بانک‌های سرمایه‌گذاری و موسسات تامین سرمایه به منظور حمایت و تثبیت قیمت پس از عرضه اولیه افزایش یابد سهام به طوریکه انحراف قیمت به کمترین مقدار برسد و زمان رسیدن به قیمت تثبیت شده در بازار ثانویه نیز کاهش یابد.
- ۳) سیستم‌های ثبت و گزارش دهی بورس اوراق بهادار به منظور شفافیت هر چه بیشتر بازار سرمایه بهبود یابد بطوریکه آثار ناشی از عدم تقارن اطلاعات به حداقل ممکن

برسد و تصمیم گیری سرمایه گذار براساس اطلاعات شفاف در بازار سرمایه صورت گیرد.

با توجه به نتایج این پژوهش، تحقیقات آتی بشرح زیر پیشنهاد می گردد

- ۱) بررسی تاثیر زمان بر موفقیت عرضه اولیه سهام و ارائه مدل زمان بندی عرضه اولیه سهام
- ۲) بررسی تاثیر و نقش موسسات و بانکهای تامین سرمایه در موفقیت عرضه اولیه سهام.
- ۳) بررسی متغیرهای دیگری نظیر شاخص بازار، سال انتشار و شرایط اقتصادی که بر انحراف قیمت تاثیر گذار هستند.
- ۴) بررسی ارتباط عکس العمل سرمایه گذار و بازده غیرعادی کوتاه مدت

فهرست منابع

- ۱) ایمانی، حمیدرضا، (۱۳۸۴)، بررسی قیمت گذاری سهام شرکتها در اولین عرضه سهام آنها در بورس اوراق بهادار، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۲) توانگر، افسانه، (۱۳۸۶)، ارزیابی تاثیر بکارگیری توامان متغیرهای ارزشیابی نسبی برای تعیین روند سودهای پیش بینی نشده، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، حسابداری، رساله دکترا.
- ۳) حق بین، زینب، (۱۳۸۷)، بررسی انواع ناهنجاریهای مربوط به عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه اقتصاد و علوم اجتماعی الزهرا، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۴) دلاور، علی، (۱۳۷۶)، "مبانی نظری و علمی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی"، چاپ دوم، انتشارات سمت.

- ۵) دستگیر، محسن، علیخانی بوانی، مهدی، (۱۳۸۵)، عرضه اولیه سهام: پدیده ارزان فروشی سهام و فرضیات مرتبط با آن، ماهنامه بورس، شماره ۵۸.
- ۶) دوانی، غلامحسین، (۱۳۸۱)، بورس سهام و نحوه قیمت‌گذاری سهام، نخستین.
- ۷) رضازاده، جواد، (۱۳۷۴)، تغییرات قیمت سهام، سود و ریسک شرکت پیرامون تاریخ عرضه سهام جدید، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۸) رادفر، مهسا، (۱۳۸۶)، معرفی دو روش برای عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار، ماهنامه بورس، شماره ۶۳-۶۴.
- ۹) سعیدی، علی، (۱۳۸۶)، تبیین و ارائه الگوی عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار تهران (عکس‌العمل بیش از حد و کمتر از حد)، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، مدیریت بازرگانی، رساله دکتری.
- ۱۰) شمس عالم، حسام، (۱۳۷۵)، تاثیر افزایش سرمایه بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۷۰-۱۳۷۴، دانشگاه تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۱۱) عرضه اولیه اوراق بهادار، سازمان بورس و اوراق بهادار، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار بورس، اردیبهشت ۱۳۸۷.
- ۱۲) فریدونی، مهرناز، (۱۳۷۷)، بورس اوراق بهادار تهران و اثر آن بر طرح‌های سرمایه‌گذاری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۱۳) فرهادی، مهین، (۱۳۸۱)، بررسی تحلیلی قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه شهید بهشتی، دانشگاه علوم اداری، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۱۴) قدیری، ایرج، (۱۳۷۴)، بررسی علل تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران و ارتباط آن با قیمت‌گذاری اولیه و تاثیر آن بر تصمیم‌گیری مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز، مدیریت صنعتی، پایان نامه کارشناسی ارشد.
- ۱۵) یآوری، سعید، (۱۳۷۷)، بررسی عوامل موثر بر محاسبه و مقدار ریسک سیستماتیک بتا، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز، پایان نامه کارشناسی ارشد.

یادداشت‌ها

- 1 . Initial Public Offering (IPO)
- 2 After Market Price
- 3 Mispricing
- 4 Stabilize Price
- 5 Book building
- 6 IPO Auction
- 7 Fixed Price Offering
- 8 Creegman
- 9 Cold
- 10 Cool
- 11 Hot
- 12 Very Hot
- 13 Long-run Over Performance
- 14 Long-run Under Performance
- 15 Under Pricing
- 16 Long-run Performance Of IPO
- 17 Abnormal Return
- 18 Rock
- 19 Winners Curse Hypothesis
- 20 Ex-ante Uncertainty
- 21 Baron
- 21 Signaling Hypothesis
- 22 Effect of Insider Sales
- 24 Under Pricing as Signal of Quality to Investors
- Market Feedback25
- 26 Hypothesis Certification
- 27 Tinic
- 28 Hypothesis Avoidance Lawsuit
- 29 Hypothesis Bubble Speculative
- 30 Hypothesis Fads
- 31 Behavioral Biases
- 32 Hsin-Hao Louis Lin
- 33 Kuntara Pukthuanthong
- 34 Banu Durukan
- 35 Issuing price
- 36 Offer Price
- 37 Over reaction
- 38 Issue Price
- 39 Criteria Filtering Technique