

فصلنامه علمی پژوهشی  
دانش مالی تحلیل اوراق بهادار  
سال نهم، شماره سی و یکم  
پائیز ۱۳۹۵

## شناسایی عوامل موثر بر عرضه زیر قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شیرزاد نادری<sup>۱</sup>

جلال اسپوکه<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۴/۴/۱

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۲/۲۶

### چکیده

هر ساله شرکتهای زیادی در دنیا با عرضه سهام خود به مردم از طریق بورس، برای نخستین بار وارد بازار سرمایه می شوند. مساله کشف قیمت اولیه سهام، مشکل عرضه های اولیه شرکتهاست. عرضه زیر قیمت بازار سهام در اکثر بازارهای بورس اوراق بهادار دنیا با در نظر گرفتن تئوری های پشتیبان آن به صورت یک پدیده عمومی درآمده است. شرکت های خصوصی زمانی تمایل به عرضه عمومی سهام خود در بورس را می نمایند که ارزش ذاتی دارایی ها و فرصت های رشد و توسعه آتی خود را از سرمایه گذاران دریافت نمایند. در صورتیکه قیمت سهام جدید عرضه شده به بازار، به صورت عادلانه تعیین شود، سرمایه گذاران با اطمینان در بازار سرمایه اقدام به خرید سهام جدید می نمایند. لذا شناخت عوامل موثر بر عرضه زیر قیمت سهام جدید حائز اهمیت است. هدف این پژوهش تعیین این موضوع است که آیا در ایران عرضه اولیه سهام جدید دارای عرضه زیر قیمت است در صورت وجود، عوامل موثر بر آن کدامند. برای این منظور تعداد ۳۶ شرکت دارای عرضه اولیه سهام طی سالهای ۱۳۸۶ - ۱۳۹۲ انتخاب و فرضیات مربوط با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات آزمون شده است. نتایج همبستگی بین متغیرهای مستقل (اندازه شرکت، حجم سهام جدید عرضه شده، عملکرد بازار، معیارهای معکوس عدم اطمینان و نوع صنعت) و متغیر وابسته پژوهش حاکی از همبستگی منفی و معنی دار عملکرد بازار و معیارهای معکوس عدم اطمینان (عمر شرکت (در سطح اطمینان ۹۰٪) و تعداد پرسنل) با عرضه زیر قیمت سهام جدید طی دوره پژوهش است.

واژه های کلیدی: عرضه زیر قیمت سهام، عدم اطمینان، عملکرد بازار، عرضه اولیه سهام جدید، ارزش ذاتی.

۱- عضو هیات علمی دانشگاه آزاد مهاباد گروه حسابداری (نویسنده مسئول) sh\_naderi2001@yahoo.com

۲- عضو هیات علمی دانشگاه آزاد مهاباد گروه حسابداری aspokeh@gmail.com

## ۱- مقدمه

خواهند داشت. نظر به اهمیت سرمایه گذاری در بورس بوراق بهادار و نیز اهمیت قیمت گذاری صحیح سهام در عرضه های اولیه این پژوهش به تعیین وجود عرضه زیر قیمت سهام و دلایل احتمالی آن می پردازد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بازسازی اقتصادی در راستای توسعه اقتصادی مستلزم وجود سازوکارهای متعددی است. از مهمترین این سازوکارها، بورس اوراق بهادار است که عامل اصلی در گردش و تحرک سرمایه ها و حلقه مابین بازارهای مالی و پولی است. پس از شکل گیری بازار بورس در ایران، این بازار به شکل روزافزونی اهمیت یافته و شرکتهای پذیرفته شده در آن بطور مستمر افزایش می یابند خواه شرکتهای خصوصی در جهت دستیابی به منابع مالی جدید و خواه در سایه سیاستهای خصوصی سازی دولت. در این فرایند یک از اهداف مهم پذیرش شرکتهای بورس جذب سرمایه های سرگردان و راکد مردم و به کارگیری آن در چرخه های مولد اقتصادی است. از سوی دیگر سرمایه گذاران به امید کسب بازدهی بالاتر از سایر فرصتهای سرمایه گذاری اقدام به خرید سهام و یا نگهداری آن می نمایند و در این راستا عامل اصلی انتقال سرمایه، قیمت اوراق بهادار عرضه شده است که در ابتدا در بورس تعیین می شود. قیمت گذاری عرضه اولیه عامل کلیدی موفقیت یا عدم موفقیت اولین عرضه عمومی است و مولفه ی مهم تعیین قیمت مطلوب نیز، بازدهی روز اول می باشد. (کانکو و پتوی ۲۰۰۳). لذا قیمت تعیین شده برای اولین عرضه عمومی باید به گونه ای باشد که منجر به حداکثر کردن ارزش شرکت، جبران هزینه های کسب اطلاعات توسط سرمایه

با در نظر گرفتن اهمیت و جایگاه بورس اوراق بهادار در ساختار مالی و اقتصادی کشور، مطالعه شناخت سازوکار عملیاتی آن می تواند در بهبود و تخصیص بهینه منابع محدود بازار سودمند باشد. یکی از ویژه گی های بورس اوراق بهادار در راستای توسعه اقتصادی، موفقیت در جذب و تامین منابع مالی و یک کاسه کردن سرمایه های پراکنده و قرار دادن این سرمایه ها در خدمت اهداف توسعه شرکتهای و نهایتا افزایش تولید ملی است که در صورت عدم جمع آوری از مسیر تولید از رده خارج می گردد. هر ساله شرکتهای زیادی در سراسر دنیا با عرضه سهام خود به عموم مردم از طریق بورس، برای نخستین بار وارد بازار سرمایه می شوند که تعیین قیمت اولیه سهام مهمترین مسئله عرضه های اولیه آنهاست. در صورتیکه قیمت سهام جدید به صورت عادلانه ارزش گذاری شود، یعنی قیمت سهام تحت تاثیر شرایط حاکم بر بازار و متناسب با سودآوری سالهای آتی شرکت تعیین گردد، سرمایه گذاران با اطمینان بیشتری در بازار سرمایه اقدام به خرید سهام جدید می نمایند در غیر این صورت قیمت گذاری نامناسب سهام جدید می تواند تبدیل به یک تجربه ناخوشایند برای سرمایه گذار گردد و در نتیجه موجب دلسردی آنها نسبت به حضور فعال در بازار سرمایه خواهد شد. لذا با توجه به اینکه بخش عمده ای از سرمایه گذاران موجود در بازار سرمایه، سرمایه گذارانی هستند که شناخت کاملی از بازار سرمایه و نحوه قیمت گذاری سهام جدید ندارند، بنابراین قیمت گذاری صحیح سهام جدید و میزان بازده کوتاه مدت و یا بلندمدت سهام جدید تاثیر بسیار مهمی در خصوص اینگونه سرمایه گذاران در بازار سرمایه

اینصورت، انگیزه چندانی برای خرید از خود بروز نمی دهند. [اسپینت ۱۹۸۹].

**برخی از فرضیات توضیح دهنده پدیده عرضه زیر قیمت سهام:**

**فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی:** این فرضیه بیان می کند که هرچه ابهام قبلی در خصوص ارزش واقعی شرکت بیشتر باشد میانگین عرضه زیر قیمت سهام جدید بیشتر میشود. (ریتر ۱۹۹۶)

**فرضیه علامت دهی:** این فرضیه بیان میدارد که انتشار دهنده گان سهام جدید، بصورت داوطلبانه اقدام به عرضه زیر قیمت سهام جدید می نمایند تا بازار را متوجه سازند که شرکت از کیفیت بالایی برخوردار است. (ریتر ۲۰۰۳)

**فرضیه بازخور بازار:** طبق این فرضیه، هر گاه سرمایه گذاران (به طور کلی بازار) اطلاعات خوبی در مورد شرکت ارائه نمایند بانک سرمایه گذار، میزان ارزان فروشی را افزایش میدهد. (حجازی و حق بین ۱۳۸۷)

**فرضیه ترس از خرید آسان:** بر طبق این فرضیه، پذیره نویسان در تلاش برای جذب خریداران ناآگاه، ناگزیر به ارزان فروشی سهام می باشند. (گرینبلات و تیتمن ۱۹۹۵)

**فرضیه چشم و هم چشمی:** این فرضیه بیان می کند هنگامی که سرمایه گذاری مشاهده می کند که تعداد زیادی از افراد سهم خاصی را خریداری می کنند، ممکن است او نیز به تبعیت از سایرین، سهم مزبور را خریداری نماید. لذا جهت بهره برداری از منافع این پدیده، بنگاهها اقدام به ارزان فروشی می کنند. (حجازی)

گذاران و پوشش ریسک سرمایه گذاری در مقام خریدار سهام شرکتی که تا کنون سهام خود را عرضه ننموده، شود. (شرمن ۲۰۰۰)

مطالعه ادبیات موضوع پژوهش حکایت از این دارد که پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه یک پدیده جهان شمول بوده و به یک بازار سرمایه خاصی منحصر نمی شود. (دستگیر و علیخانی بوانی ۱۳۸۶).

محققان تاکنون فرضیات بسیاری را برای قیمت گذاری کمتر از واقع ذکر کرده اند که هیچ یک از آنها به تنهایی قادر به توضیح کامل آن نمی باشد. از شاخص ترین تئوریهای در این رابطه می توان به تئوری های مبتنی بر تقارن اطلاعات، تئوری های مبتنی بر ملاحظات کنترل و ساختار مالکیت، تئوریهای مبتنی بر عوامل نهادی و تئوریهای مالی و رفتاری و تئوری مبادله را نام برد.

تئوریهای نهادی بر سه ویژگی بازار سرمایه، اعم از دادخواهی، مبادرت به تثبیت قیمت توسط بانک پس از آغاز معاملات و مالیات متمرکز است. در تئوری مبتنی بر عوامل نظارتی، فرض می شود که به واسطه ارزش گذاری زیر قیمت، می توان قدرت مداخله سهامداران جدید را در امور شرکت کاهش داد. در تئوریهای رفتاری نیز به وجود سرمایه گذاران غیرمنطقی خریدار سهام در قیمتی بالاتر از قیمت واقعی آن و یا دشواریهای پیش روی شرکت ناشر سهام به دلیل فشارهای وارده از محل پیش داوریهای رفتاری، به منظور مجاب کردن بانکهای پذیره نویس برای کاهش میزان ارزش گذاری زیرقیمت مربوط است. (حجازی و حق بین ۱۳۸۷).

اساس تئوری مبادله این است که خریداران به دلیل متحمل شدن هزینه های کسب اطلاعات، مایل به خرید ارزاتر سهام جدید هستند. در غیر

جدید با هم در ارتباط اند. بر طبق این فرضیه، بازار سهام جدید در معرض گرایشات و علائق زودگذر سرمایه گذاری قرار دارد. به نحوی که باعث می گردد تا قیمت سهام جدید موقتا افزایش یابد. (آندریا)

به هر حال ماحصل تمامی این فرضیات و شواهد تجربی برگرفته از آنها، آنست که تفاوت در دسترسی به اطلاعات میان گروههای مختلف درگیر در اولین عرضه عمومی منجر به ارزش گذاری زیر قیمت می گردد. (جانگوییست ۲۰۰۵)

#### پیشینه پژوهش

ریتر ( ۱۹۸۷ \_ ۱۹۸۴ ) بر روی متغیرهای موثر بر قیمت گذاری کمتر از واقع تحقیق نمود در اولین تحقیق تاثیر عرضه های داغ را بر قیمت گذاری بررسی نمود و در تحقیق دوم خود به بررسی فرآیند عملکرد بانکهای سرمایه گذاری و کل هزینه ورود به بازار سرمایه پرداخت. نتیجه اینکه هزینه ورود به بازار سرمایه به موازات افزایش میزان عرضه کاهش می یابد. بدتون ( ۱۹۷۵ ) اندازه شرکت و نوع صنعت را به عنوان عوامل موثر معرفی کرد.

کانترا پالتونونگ در سال ۲۰۰۳ به بررسی IPO ها با توجه به ارزش ذاتی بالا یا پایین قیمت گذاری شده اند پرداخته است. برای ارزیابی IPO ها از رگرسیون و ضرایب مقایسه ای نظیر قیمت به فروش، قیمت به EBIT، قیمت به درآمد استفاده نموده اند و سپس این ارزش ذاتی را با قیمت پیشنهادی مقایسه کرد. در اولین تحقیق انحراف قیمت گذاری ارتباط مثبت با بازده روز اول و قیمت بسته شده دارد و با توجه به ارتباط مثبت بین انحراف قیمتها و بازده روز اول، IPO هایی که در

**فرضیه اجتناب از دعاوی حقوقی:** شرکتها برای جلوگیری از بروز دعاوی حقوقی مبادرت به ارزان فروشی سهام عرضه اولیه خود می نمایند (لیو ۲۰۰۳)

**فرضیه عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران:** این فرضیه بیان می کند که انسانها نسبت به اطلاعات، بیش از حد خوش بین یا نا امید هستند و این به علت خصلت سفته بازی انسانهاست. (برادران ۱۳۹۰)

#### فرضیه شهرت موسسات تامین سرمایه:

بر طبق این فرضیه نوع موسسات تامین سرمایه، شهرت و اعتبار این موسسات می تواند بر قیمت سهام جدید اثرگذار باشد. [دموری ۱۳۸۱]

**فرضیه جبران ریسک گریزی و خدمات خریداران اولیه:** این فرضیه بیان می کند که فروشندگان اوراق بهادار به این علت سهام جدید را در عرضه اولیه بورس، زیر قیمت عرضه می کنند که بتوانند نظر سرمایه گذاران را به خرید سهامی که هیچ مبنایی قیمتی در بازار ندارد و از عدم اطمینان بالایی برخوردار است، جلب نماید. این فرضیه مبتنی بر ریسک گریزی خریداران اولیه سهام جدید می باشد. (ابولا ۲۰۰۵)

**فرضیه منافع در طولانی مدت:** بر اساس این فرضیه، سرمایه گذاران سهام جدید را پس از ورود به بازار بالا ارزشیابی می کنند و تحت مفروضات بازار کارا قیمت سهام در عرضه اولیه براساس همبستگی منفی بین بازده اولیه و عملکرد سهام عرضه اولیه در طولانی مدت به یک قیمت تعادلی می رسد. (دستگیر ۱۳۸۶)

**فرضیه گرایش و علائق زودگذر:** این فرضیه بیان می کند که بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام

ژنگ (۲۰۰۶) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ویژگیهای شرکتهای جدیدالورود و پیش بینی مدیران پرداخت. نتایج وی بیانگر این بود که بین ارزان فروشی و متغیرهایی هم چون نرخ رشد سالیانه فروش و سود قبل از مالیات رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

تیان (۲۰۰۷) به بررسی ارزان فروشی نظام مند در بورسهای شانگهای و شنزن پرداخت. یافته های وی بیانگر این است که بین اطلاعات محرمانه و بازده اولیه سهام رابطه منفی معنادار وجود دارد. وی دلایل ارزان فروشی را ریسک سرمایه گذاری در بازار اولیه و مقررات دولتی دانست، زیرا مقررات دولتی موجب سهمیه بندی در عرضه اولیه است و عرضه سهام را محدود می کند.

کای و همکاران (۲۰۰۸) با استفاده از داده های بورس چین به بررسی عملکرد بلندمدت سهام عرضه های عمومی اولیه و عوامل موثر بر آن پرداخت. نتایج پژوهش آنها سطوحی از عملکرد نامتعارف را نشان داد. همچنین خوش بینی بیش از حد اولیه و اندازه شرکت عرضه کننده سهام، فاکتورهای توضیحی مهمی را برای این عملکرد نامتعارف بود.

عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) "عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس تهران" را مورد مطالعه قرار دادند. در این تحقیق شرکتهای تازه وارد به بازار طی سالهای ۶۹ تا ۷۶ مورد بررسی قرار گرفته است و عوامل موثر بر بازده بلندمدت این شرکتها به طور خاص آزمون شده است. متغیرهای مطرح شده در این تحقیق برای بررسی تاثیر آنها بر روی بازده بلندمدت شرکتهای جدیدالورود عبارت است از حجم معاملات سالانه سهام، اندازه شرکت و بازده کوتاه مدت حاصل از

مقایسه با ارزش ذاتی، بالا قیمت گذاری شده اند، پس از عرضه در بازار افزایش قیمت خواهند داشت. آگارول و کریکمن ووماک (۲۰۰۲) طی تحقیقی در زمینه ارزان فروشی استراتژیک توسط مدیران شرکت به این نتیجه رسیدند که هر چه میزان سهام بیشتری از شرکت در اختیار داشته باشند، ارزان فروشی با هدف حداکثر نمودن ثروت از محل فروش سهام خود در انتهای دوره حبس، افزایش می یابد.

یتمن (۲۰۰۲) کارایی اطلاعاتی قیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی اولیه را از نقطه نظر اطلاعات حسابداری بررسی کرد و چنین نتیجه گیری نمود که اطلاعات حسابداری با قیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی اولیه رابطه معناداری دارد.

سیوگل (۲۰۰۲) محتوای اطلاعاتی پیش بینی سود شرکتهای جدیدالورود به بورس آتن در محدوده زمانی ۱۹۹۲ - ۱۹۹۹ را بررسی کرد. نتایج وی نشان می دهد که پیش بینی مدیران بسیار بهتر (دقیق تر) از پیش بینی از طریق مدل های سری زمانی ست و از طرف دیگر بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی رابطه مثبت وجود دارد.

لونکانی و فرت (۲۰۰۵) با بررسی موضوع بر روی ۱۷۵ شرکت انتخابی به عنوان نمونه از ۴۶۸ شرکت دارای عرضه اولیه سهام طی سالهای ۱۹۹۱ تا ۱۹۹۶ در تایلند نشان داد که برآوردهای مدیران به صورت خوش بینانه (سود پیش بینی شده بیشتر از سود واقعی) بوده و دارای دقت بیشتری نسبت به مدل سری های زمانبست و از طرفی بین خطای برآورد سود و بازده غیرعادی بلندمدت محاسبه شده تجمعی رابطه مثبتی وجود دارد ولی این رابطه معنی دار نیست.



**۳- روش‌شناسی پژوهش**

در این پژوهش جامعه آماری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد که طی دوره زمانی تحقیق دارای عرضه اولیه در بورس می باشند. یعنی شرکتهایی که سهام آنها در بازار ثانویه عرضه عمومی گردیده است. بنابراین شرکتهای تشکیل دهنده جامعه آماری تحقیق، شرکتهایی می باشند که سهام آنها از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا انتهای سال ۱۳۹۲ برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله قرار گرفته است و دارای شرایط ذیل می باشند:

تاریخ عرضه اولیه سهام شرکت در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی بین سالهای ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ باشد

شرکت جدید حداقل تا ۶ ماه پس از عرضه اولیه در بورس از تابلو بورس اوراق بهادار حذف نگردیده باشد.

اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

بر این اساس جامعه آماری این تحقیق متشکل از ۱۲ گروه متجانس و ۳۶ شرکت می باشد.

**۴- فرضیه های پژوهش**

**فرضیه ۱)** اندازه شرکت بر عرضه زیر قیمت سهام جدید اثر دارد.

**فرضیه ۲)** حجم سهام جدید عرضه شده بر عرضه زیر قیمت سهام جدید اثر دارد.

**فرضیه ۳)** عملکرد بازار بر عرضه زیر قیمت سهام جدید اثر دارد.

**فرضیه ۴)** عدم اطمینان بر عرضه زیر قیمت سهام جدید اثر دارد.

خرید و فروش سهام شرکتهای مربوط است. شرکتهای انتخابی برای نمونه در محدوده زمانی فوق ۱۰۴ شرکت بوده است. نتایج این تحقیق نشان دهنده وجود بازده کوتاه مدت بیشتر سهام شرکتهای جدیدالورود به بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلندمدت کمتر سهام این شرکتهای نسبت به شاخص بازار است.

ظریف فرد و مهرجو (۱۳۸۳) در مقاله ای با عنوان "بررسی عملکرد قیمت گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکتهای در بورس اوراق بهادار تهران" عملکرد قیمت گذاری سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق بازده کوتاه مدت سهام شرکتهای جدیدالورود در طی سالهای ۷۸ تا ۸۲ مطالعه شده است و تعداد شرکتهای انتخابی ۹۱ شرکت بوده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که بازده کوتاه مدت شرکتهای جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران بیشتر از بازده بازار بوده است.

باقرزاده (۱۳۸۶) در پایان نامه دکتری خود با عنوان "نقش اطلاعات حسابداری در قیمت گذاری سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" در دانشکده مدیریت دانشگاه تهران نتیجه گرفت که سهام عرضه های اولیه سالهای ۷۶ - ۸۳ نسبت به قیمت معاملاتی سهام در پایان ماه اول، کمتر از واقع قیمت گذاری شده اند که منجر به بازده غیرعادی مثبت این سهام شده است و عمده ترین دلایل آن را می توان پیامدهای تئوری اطلاع رسانی و عدم تقارن اطلاعات در بورس تهران نسبت داد.

## ۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن

متغیر وابسته:

عرضه زیر قیمت سهام جدید: در این تحقیق، عرضه زیر قیمت سهام جدید، متغیر وابسته می باشد که برای هر سهم به صورت زیر محاسبه می شود:

$$UPI_i = \frac{P_{i1} - OP_{i0}}{OP_{i0}}$$

$UPI_i$  = عرضه زیر قیمت سهام  $i$   
 $P_{i1}$  = قیمت بازار سهام  $i$  در روز اول  
 $OP_{i0}$  = قیمت انتشار عرضه اولیه

در اغلب مطالعات برای سنجش میزان عرضه زیر قیمت سهام عرضه های عمومی اولیه از بازده روزاول استفاده میشود. در این تحقیق به علت وجود دامنه نوسان در معاملات بورس اوراق بهادار تهران و عدم ارائه قیمت توسط منتشر کننده از ارزش ذاتی سهام شرکت برای محاسبه قیمت بازار سهام و قیمت پیشنهادی سهام استفاده شده است. قیمت پیشنهادی (OP) خریدار قیمتی است که اولین معامله بر روی آن صورت می گیرد و مورد قبول منتشرکننده نیز است.

روشهای بسیاری جهت محاسبه ارزش ذاتی سهام وجود دارد از جمله روشهای (گوردن، تنزیل سود تقسیمی دومرحله ای، تنزیل جریان نقد آزاد قابل پرداخت به سهامداران، ارزش فعلی تعدیل شده، مدل تنزیل سود نقدی، ارزش خالص داراییها، ارزش افزوده اقتصادی، نسبت قیمت به فروش، نسبت قیمت به عایدات و عایدات پسماند) که مورد پذیرش محققان قرار گرفته است، با بررسی و مطالعات صورت گرفته توسط محققین در این پژوهش و با در نظر گرفتن شرایط بازار بورس در ایران، مدل

نسبت قیمت به عایدات صحیح ترین تخمین ها را از قیمت بازار ارائه میدهد. (اسلامی بیدگلی، ۱۳۸۸).

برای میزان بهینه نسبت قیمت به عایدات تحلیل گران مختلف نظرات متفاوتی را ارائه کرده اند. عده ای معتقدند که صرفاً شرکت هایی را که از لحاظ ویژگیهای ریسک، نرخ رشد و نسبت تقسیم سود با شرکت مورد ارزشگذاری یکسان هستند، باید در نظر گرفت در حالیکه عده ای دیگر باتوجه به این امکان که شرکتهای مشابه شرکت مورد ارزیابی ممکن است کم باشند و یا حتی اصلاً چنین شرکتهایی وجود نداشته باشند، پیشنهاد می کنند از میانه یا میانگین نسبت قیمت به عایدات صنعت و یا بخش استفاده گردد.

برای اینکه نسبت قیمت به عایدات شرکت تحت تاثیر اندازه شرکت قرار نگیرد، از میانه نسبت قیمت به عایدات طبقه صنعت در این تحقیق استفاده شده است. در صورتیکه شرکتهای فعال در آن طبقه صنعت کمتر از چهار عدد باشند، از میانگین متحرک پنج ساله نسبت قیمت به عایدات بخش صنعت استفاده شده است.

## متغیرهای مستقل:

**اندازه شرکت:** اندازه هر یک از شرکتهای مورد مطالعه بر اساس ارزش بازار سهام هر شرکت در روز ورود به بورس اوراق بهادار طبق رابطه زیر محاسبه شده است:

$$S_i = N_i \times P_{oi}$$

$S_i$  = اندازه شرکت  $i$

$N_i$  = تعداد سهام شرکت  $i$  در تاریخ ورود شرکت به

بورس اوراق بهادار



۶- یافته‌های پژوهش  
 بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح  
 کل شرکت‌ها

چنانچه مشاهده می‌شود، متغیر عملکرد بازار دارای کم‌ترین پراکندگی و در نتیجه بیش‌ترین ثبات و پایداری و در مقابل متغیر حجم سهام جدید عرضه شده دارای بیشترین پراکندگی و در نتیجه کم‌ترین ثبات و پایداری بوده است. این در حالی است که متغیر وابسته عرضه زیر قیمت سهام جدید در مقایسه با متغیرهای مستقل پژوهش در دوره مذکور دارای پراکندگی نسبتاً بیش‌تر و در نتیجه ثبات و پایداری کم‌تری بوده است.

$P_{oi}$  = اولین قیمت عرضه سهم  $i$  در بورس اوراق بهادار

**حجم سهام جدید عرضه شده:** برای اندازه‌گیری حجم سهام جدید بر عرضه زیر قیمت سهام از لگاریتم تعداد سهام جدید فروخته شده استفاده می‌شود.

**عدم اطمینان:** به منظور اندازه‌گیری عدم

اطمینان از دو متغیر عمر شرکت و لگاریتم تعداد پرسنل شرکت استفاده می‌شود.

**عملکرد بازار:** به منظور اندازه‌گیری عملکرد بازار از شاخص بورس اوراق بهادار برای ۱۰ روز قبل از عرضه اولیه استفاده می‌شود.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکت‌ها

UC عدم اطمینان تعداد پرسنل (EMP)	UC عدم اطمینان عمر شرکت (AGE)	MP عملکرد بازار	NOV حجم سهام جدید عرضه شده	S اندازه شرکت	UP عرضه زیر قیمت سهام جدید	متغیرها معیارها
۳۶	۳۶	۳۶	۳۶	۳۶	۳۶	تعداد
۶/۴۹	۲/۸۱	۹/۸۵	۰/۱۳	۱۵/۳۷	۰/۷۶	میانگین
۲/۰۹	۰/۷۴	۰/۶۴	۰/۲۲	۲/۴۹	۰/۷۹	انحراف معیار
۲/۳۰	۰/۶۹	۹/۰۴	۰/۰۰۱	۹/۴۵	۰/۰۱	مینیمم
۱۰/۵۵	۴/۰۴	۱۱/۳۸	۰/۹۰	۲۱/۸۰	۳/۰۲	ماکزیمم
۰/۳۲	۰/۲۶	۰/۰۶	۱/۶۹	۰/۱۶	۱/۰۴	ضریب تغییرات

دهد که اندازه شرکت بر عرضه زیر قیمت سهام جدید تأثیر ندارد و در واقع عرضه زیر قیمت سهام جدید تا حدودی مستقل از اندازه شرکت است.

**آزمون فرضیه‌های پژوهش در سطح کل شرکت‌ها:**  
**فرضیه اصلی اول:** بین اندازه شرکت و عرضه زیر قیمت سهام جدید ارتباط وجود دارد: نتایج حاصله از آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که تأثیر اندازه شرکت بر عرضه زیر قیمت سهام جدید، مثبت (۰/۰۴۲) ولی با توجه به احتمال آماره  $t$  (۰/۴۴۱) معنی‌دار نمی‌باشد. این موضوع نشان می‌-



مدل رگرسیونی تأثیر اندازه شرکت بر عرضه زیر قیمت سهام جدید

متغیرها	آماره‌ها	ضریب رگرسیونی	ضریب استاندارد شده (بتا)	t	Sig. t
C مقدار ثابت		۰/۱۰۷	-	۰/۱۲۷	۰/۸۹۹
S اندازه شرکت		۰/۰۴۲	۰/۱۳۲	۰/۷۷۹	۰/۴۴۱
ضریب تعیین	ضریب تعیین شده	F	Sig. F	دوربین-واتسون	
۰/۰۱۸	۰/۰۱۱	۰/۶۰۷	۰/۴۴۱	۲/۱۶۵	

احتمال آماره t (۰/۶۶۴) معنی دار نمی باشد. این امر نشان می دهد که حجم سهام جدید عرضه شده نیز بر عرضه زیر قیمت سهام جدید تأثیر ندارد و در واقع عرضه زیر قیمت سهام جدید تا حدودی مستقل از حجم سهام جدید عرضه شده است. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۰۲۴ از تغییرات عرضه زیر قیمت سهام جدید تحت تأثیر حجم سهام جدید عرضه شده بوده است.

علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۰۱۱ از تغییرات عرضه زیر قیمت سهام جدید تحت تأثیر اندازه شرکت بوده است. فرضیه اصلی دوم: بین حجم سهام جدید عرضه شده و عرضه زیر قیمت سهام جدید ارتباط وجود دارد. نتایج حاصله از آزمون این فرضیه نشان می دهد که تأثیر حجم سهام جدید عرضه شده بر عرضه زیر قیمت سهام جدید، منفی (۰/۲۶۵-) ولی با توجه به

مدل رگرسیونی تأثیر حجم سهام جدید عرضه شده بر عرضه زیر قیمت سهام جدید

متغیرها	آماره‌ها	ضریب رگرسیونی	ضریب استاندارد شده (بتا)	t	Sig. t
C مقدار ثابت		۰/۷۹۱	-	۵/۰۶۹	۰/۰۰۰
NOV حجم سهام جدید عرضه شده		-۰/۲۶۵	-۰/۰۷۵	-۰/۴۳۸	۰/۶۶۴
ضریب تعیین	ضریب تعیین شده	F	Sig. F	دوربین-واتسون	
۰/۰۳۶	۰/۰۲۴	۰/۱۹۲	۰/۶۶۴	۲/۱۱۰	

t (۰/۰۰۳) معنی دار می باشد. این امر نشان می دهد که عملکرد بازار بر عرضه زیر قیمت سهام جدید تأثیر معکوس و معنی دار دارد. یعنی؛ با افزایش و بهبود عملکرد بازار، عرضه زیر قیمت سهام جدید کاهش می یابد. به عبارت دیگر، عملکرد بهتر بازار می تواند

فرضیه اصلی سوم: بین عملکرد بازار و عرضه زیر قیمت سهام جدید ارتباط وجود دارد. نتایج حاصله از آزمون این فرضیه نشان می دهد که تأثیر عملکرد بازار بر عرضه زیر قیمت سهام جدید، منفی (۰/۵۹۳-) و با توجه به احتمال آماره

منجر به قیمت گذاری درست عرضه اولیه سهام شده و عرضه زیر قیمت سهام جدید را کاهش دهد و این امر به کارایی هر چه بیش تر بازار سرمایه کمک می کند. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۲۰۴ از تغییرات عرضه زیر قیمت سهام جدید تحت تأثیر عملکرد بازار بوده است.

مدل رگرسیونی تأثیر عملکرد بازار بر عرضه زیر قیمت سهام جدید

متغیرها	آمارهها	ضریب رگرسیونی	ضریب استاندارد شده (بتا)	t	Sig. t
C مقدار ثابت	۶/۶۰۱	-	۳/۵۵۷	۰/۰۰۱	
MP عملکرد بازار	-۰/۵۹۳	-۰/۴۷۶	-۳/۱۵۶	۰/۰۰۳	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	F	Sig. F	دوربین-واتسون	
۰/۲۲۷	۰/۲۰۴	۹/۹۵۹	۰/۰۰۳	۲/۴۰۱	

قیمت سهام جدید به طور نسبتاً چشمگیری کاهش می یابد.

نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۶۸ از تغییرات عرضه زیر قیمت سهام جدید تحت تأثیر عمر شرکت بوده است. با توجه به معنی دار بودن تأثیر عمر شرکت بر عرضه زیر قیمت سهام جدید در سطح کل شرکت ها در سطح اطمینان ۹۰٪، فرضیه اصلی چهارم پژوهش در حالت استفاده از معیار معکوس عدم اطمینان (عمر شرکت) در سطح اطمینان ۹۰٪ مورد تأیید واقع می شود.

فرضیه اصلی چهارم: بین عدم اطمینان (عمر شرکت) و عرضه زیر قیمت سهام جدید ارتباط وجود دارد.

نتایج حاصله از آزمون این فرضیه نشان می دهد که تأثیر عمر شرکت بر عرضه زیر قیمت سهام جدید، منفی (۰/۳۳۰-) و با توجه به احتمال آماره t (۰/۰۶۸) تنها در سطح اطمینان ۹۰٪ معنی دار می باشد. این موضوع نشان می دهد که عمر شرکت بر عرضه زیر قیمت سهام جدید، تأثیر معکوس دارد (البته در سطح اطمینان ۹۰٪). به عبارت دیگر با افزایش عمر شرکت و در نتیجه کاهش عدم اطمینان، عرضه زیر

مدل رگرسیونی تأثیر عدم اطمینان (عمر شرکت) بر عرضه زیر قیمت سهام جدید

متغیرها	آمارهها	ضریب رگرسیونی	ضریب استاندارد شده (بتا)	t	Sig. t
C مقدار ثابت	۱/۶۸۳	-	۳/۳۰۶	۰/۰۰۲	
AGE عمر شرکت	-۰/۳۳۰	-۰/۳۰۷	-۱/۸۸۱	۰/۰۶۸	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	F	Sig. F	دوربین-واتسون	
۰/۰۹۴	۰/۰۶۸	۳/۵۴۰	۰/۰۶۸	۲/۲۳۷	

طور چشمگیری کاهش می‌یابد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در کل دوره پژوهش حدود ۰/۲۳۷ از تغییرات عرضه زیر قیمت سهام جدید تحت تأثیر تعداد پرسنل بوده است. با توجه به معنی‌دار بودن تأثیر تعداد پرسنل بر عرضه زیر قیمت سهام جدید در سطح کل شرکت‌ها، فرضیه اصلی چهارم پژوهش در حالت استفاده از معیار معکوس عدم اطمینان (تعداد پرسنل) مورد تأیید واقع می‌شود.

**فرضیه اصلی چهارم:** بین عدم اطمینان(تعداد پرسنل) و عرضه زیر قیمت سهام جدید ارتباط وجود دارد.

نتایج حاصله از آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که تأثیرتعداد پرسنل بر عرضه زیر قیمت سهام جدید، منفی (۰/۱۹۲-) و با توجه به احتمال آماره  $t(۰/۰۰۲)$  معنی‌دار می‌باشد. به عبارت دیگر با افزایش تعداد پرسنل شرکت و در نتیجه کاهش عدم اطمینان، عرضه زیر قیمت سهام جدید به

مدل رگرسیونی تأثیر عدم اطمینان(تعداد پرسنل) بر عرضه زیر قیمت سهام جدید

متغیرها	آماره‌ها	ضریب رگرسیونی	ضریب استاندارد شده (بتا)	t	Sig. t
C مقدار ثابت	۲/۰۰۴	-	۵/۲۷۰	۰/۰۰۰	
EMPتعداد پرسنل	-۰/۱۹۲	-۰/۵۰۹	-۳/۴۴۶	۰/۰۰۲	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	F	Sig. F	دوربین-واتسون	
۰/۲۵۹	۰/۲۳۷	۱۱/۸۷۳	۰/۰۰۲	۲/۳۱۱	

#### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

هدف اصلی این پژوهش تجزیه و تحلیل عوامل موثر بر عرضه زیر قیمت سهام است و با توجه به عدم ارائه قیمت سهام توسط منتشر کننده در ایران، از ارزش ذاتی سهام برای محاسبه عرضه زیر قیمت استفاده شده است. با انجام پژوهش حاضر یافته‌های زیر را می‌توان استدلال کرد: اولاً، با محاسبه ارزش ذاتی سهام شرکت‌ها، این نتیجه حاصل گردید که مطابق با بررسی‌های انجام شده در اکثر بورس‌های دنیا، پدیده ارزان‌فروشی در ایران نیز رواج دارد و شرکتها سهام خود را زیر قیمت ذاتی ارائه می‌کنند. ثانیاً، با بررسی فرضیات پژوهش، فرضیه‌های اول، دوم و پنجم تأیید نشده و فرضیه‌های سوم و چهارم تأیید شده است به عبارتی، اندازه شرکت و حجم

سهام جدید عرضه شده مستقل از عرضه زیر قیمت سهام اند که مغایر با نتایج پژوهشهای قبلی است و متغیرهای معکوس عدم اطمینان (عمر شرکت و تعداد پرسنل) و عملکرد بازار با عرضه زیر قیمت سهام وابستگی معنی‌داری دارند که موافق با نتایج پژوهشهای قبلی است. این نتایج حاکی از این است که متغیرهای عملکرد بازار و عمر شرکت و تعداد پرسنل شرکت تا حدودی تعیین کننده قیمت سهام جدید شرکتهای بورسی می‌باشند. لذا باتوجه به یافته‌های پژوهش می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه کرد:

۱) با توجه به تأثیر معکوس عملکرد بازار بر عرضه زیر قیمت سهام جدید، به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران در خرید سهام جدید عرضه شده شرکت‌های بورسی به عملکرد بازار توجه می‌نمایند



- و در شرایط بهبود عملکرد بازار، عرضه زیر قیمت سهام جدید به طور چشمگیری پایین تر است. لذا، به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می-شود که در راستای بهبود کارایی هر چه بیش تر بازار و قیمت گذاری صحیح عرضه های اولیه سهام و همچنین به منظور تصمیم گیری بهتر سرمایه گذاران جهت سرمایه گذاری در شرکت های بورسی، نظارت بیشتری بر عرضه اولیه سهام شرکت های بورسی نموده و تا حد امکان، انتشار آن را به زمانی موکول نماید که عملکرد بازار در اوج خود قرار دارد.
- (۲) با توجه به تأثیر معکوس تعداد پرسنل شرکت به عنوان معیار معکوس عدم اطمینان بر عرضه زیر قیمت سهام جدید، به نظر می رسد که سرمایه گذاران در خرید سهام جدید عرضه شده شرکت های بورسی به تعداد پرسنل شرکت هم توجه می نمایند و در شرکت های با تعداد پرسنل بیش تر، عرضه زیر قیمت سهام جدید به طور چشمگیری پایین تر است. لذا، به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می-شود که در راستای بهبود کارایی هر چه بیش تر بازار و قیمت گذاری صحیح عرضه های اولیه سهام و به منظور تصمیم گیری بهتر سرمایه گذاران برای سرمایه گذاری در شرکت های بورسی، نظارت بیشتری بر افشای اطلاعات مربوط به تعداد پرسنل شرکت در زمان عرضه اولیه سهام شرکت های بورسی نموده و اقدامات و بستر لازم برای انجام این کار را در اطلاعیه های منتشره توسط شرکت های در شرف پذیره نویسی و عرضه اولیه فراهم نماید.
- فهرست منابع**
- \* اسلامی بیدگلی، غلامرضا . باجلان ، سعید. (۱۳۸۸). "ارزیابی عملکرد مدل های ارزش گذاری
- در بورس اوراق بهادار" تحقیقات مالی، شماره ۲۶
- \* باقرزاده، سعید، (۱۳۸۶) "نقش اطلاعات حسابداری در قیمت گذاری سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران . (IPOs)
- \* برادران حسن زاده، رسول و اسپوکه، جلال (۱۳۹۰). "عوامل موثر بر بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". دانشور رفتار مدیریت و پیشرفت ، شماره ۲-۴۷
- \* تبریزی، عبده و دموری، داریوش، (۱۳۸۲). "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، سال پنجم، شماره ۱۵
- \* جبارزاده کنگرلویی، سعید و عسگری ، محمد رضا (۱۳۸۹) . " شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی سهام در زمان عرضه اولیه به عموم در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی ، شماره ۵
- \* حجازی، رضوان و حق بین ، زینب ، (۱۳۸۷). " ناهنجاری های اولین عرضه عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار. شماره ۳
- \* دستگیر، محسن. علیخانی بوانی، مهدی، (۱۳۸۶). "علل ارزان فروشی سهام در عرضه های اولیه : عدم تقارن اطلاعات، نمونه ترس از خرید آسان" ماهنامه بورس، شماره ۶۳
- \* دموری، داریوش. (۱۳۸۱) "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدید پذیرفته شده

- and Business Research, Vol.35, No.3, 269-286.
- \* Pettway, Richard. Kaneko, Takashi,(۲۰۰۳) "The Effects of Earlier Market Sales and Auctions upon Short- Term IPO Returns: The Case of Japanese IPOs."
  - \* Ravi Lonkani and Michael Firth, (2005) "The accuracy of IPO earnings Forecasts in Thailand and the relationships with stock market valuation" ,
  - \* Sherman, Ann E,( 2000)."IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building", Review of Financial Studies 13, 697-714.
  - \* Siougle G,(2003) "Information Content of Earnings Forecast Disclosures", the Annals of Marie Curie Fellows Association, Volume III, fall.
  - \* Tian, Lihui,(2007) "Regulatory Under pricing: Determinant of Chinese Extreme IPO Returns".
  - \* Yetman, M. H, (2003), "Accounting-Based Value Metrics and Informational Efficiency of IPO Early Market Prices", Unpublished Ph.D. Dissertation, University of Iowa.
  - \* Zheng, Steven, X, (2005), "IPO Characteristics and Analyst Forecasts".

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Kanko & Pettway
- <sup>2</sup> Sherman
- <sup>3</sup> Spindt
- <sup>4</sup> Ritter
- <sup>5</sup> Grinblatt & Titman
- <sup>6</sup> Liu Ti 2003
- <sup>7</sup> Ebola
- <sup>8</sup> jungqvist et al

- در بورس اوراق بهادار تهران" رساله دکتری، دانشگاه تهران.
- \* ظریف فرد، احمد و مهرجو، حامد ( ۱۳۸۳ ). "بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری، شماره ۸
  - \* Aggarwal , R., L Krigman , and K. Womack,(2002) "Strategic IPO under pricing,
  - \* Information momentum, and lockup expiration selling", Journal of Financial Economics.
  - \* Andrea Schertler,(۲۰۰۶)" The Determinants of Underpricing: Initial Public Offerings on the Neuer and the Nouveau March "
  - \* Beatty, R.P.-Ritter, j.R, (1996)"Investment banking, reputation and the under pricing of initial public offerings". Journal of Financial Economics, Vol.15.No.1, p.213-232.
  - \* CAI, X. Liu, S., Guy. M. , Bryan,(2008) "The long-run performance of initial public offerings and its determinants: the case of China", Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 30, 419-
  - \* Ebola Schedule , Enrich c .Parrott,(۲۰۰۵)"Pricing initial public offering in premature capital markets :the case of Hungary"
  - \* Giancarlo Giudici, Peter Roosenbook,(۲۰۰۵)"Pricing Public Offerings on New European Stock Markets"
  - \* Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers, (۱۹۹۵)"Momentum investment Strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior" American Economic Review 85, 1088-1105
  - \* Liu Ti,(2003 )"I investment without Risk an Empirical Investigation of IPO Under pricing In china"
  - \* Ljungqvist, A.P. and Wilhelm, W.J. Jr, (2005)."IPO Pricing in the Dot-Com Bubble"working paper, New York University.
  - \* Lonkani, R. and Firth, M, (2005) "The accuracy of IPO earnings forecasts in Thailand and the relationships with stock market valuation" Journal of Accounting

