



فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
سال پنجم / شماره ۲۰ / زمستان ۱۳۹۵

بررسی عوامل ساختاری بر بازدهی غیر متعارف عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

علی نجفی مقدم

استادیار و عضو هیات علمی دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه آزاد واحد تهران جنوب

تاریخ دریافت: ۹۵/۳/۲۴ تاریخ پذیرش: ۹۵/۵/۷

چکیده

این تحقیق با هدف بررسی برخی از متغیرهای ساختاری چون نوع صنعت ۱، سن شرکت در زمان عرضه ۲، ارزش بازاری ۳، نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن ۴ و نیز شرایط بازار از نظر رکود یا رونق ۵ روی بازدهی های غیر متعارف عرضه های اولیه در بازار بورس تهران انجام شد. در این تحقیق ابتدا مطالعات انجام شده در حوزه مورد بررسی واقع شد و بعد از انتخاب متغیرهای توضیحی مناسب مدل‌های اصلی جهت آزمون فرضیات انتخاب شد. در بین متغیرهای توضیحی مورد استفاده تنها متغیر نوع صنعت بر بازدهی غیر متعارف عرضه اولیه در دوره های مختلف (روز اول، روز سوم و ماه اول) بی تاثیر بود. همچنین متغیر سن شرکت دارای رابطه منفی با بازدهی غیر متعارف عرضه اولیه است یعنی وقتی بازار عرضه اولیه از تب اولیه خود می افتد و خریداران به عوامل ساختاری توجه می کنند، هرچه سن شرکت از زمان تاسیس آن بیشتر گذشته باشد، با توجه به مشخص تر شدن شرایط عملیاتی آن، بازدهی غیر متعارف آن کمتر است. مشابه سن شرکت همین نتیجه برای متغیر اندازه نیز وجود دارد. در رابطه با متغیر نوع عرضه مشخص شد که عرضه های دولتی عموماً بازدهی های غیر متعارف آن کمتر است یا به عبارت دیگر دولت (خصوصی سازی) شرکتها را نیز چندان ارزان به عموم واگذار نکرده است.

واژه‌های کلیدی: عرضه اولیه، بازدهی غیر متعارف، عوامل ساختاری.

۱- مقدمه

ضرورت سرمایه گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی هر کشور انکار ناپذیر است. برای فراهم ساختن وجوه مورد نیاز، منابعی برای تامین سرمایه لازم خواهد بود.

یکی از مهمترین منابع برای تامین سرمایه پس اندازهای مردم است. هدایت صحیح و درست وجوه سرگردان به سمت سرمایه گذاری های مولد، افزایش تولیدات و رشد ناخالص ملی، ایجاد اشتغال و افزایش درآمد سرانه و نهایتاً رفاه عمومی را در پی خواهد داشت. پس باید ساز و کار قوی این پس اندازها را به سوی بخش های تولیدی سوق دهد و نیاز مالی آنها را فراهم کند.

در این میان بورس اوراق بهادار سهم عمده ای دارد چرا که سرمایه های مردم را به سمت تولید سوق داده و از طریق شرکت های کارگزاری به موسسات تولیدی و بازرگانی می سپارد. از طرف دیگر سیاست های اقتصادی دولت ایران چند سالی است که در زمینه خصوصی سازی شرکت های دولتی به منظور جذب سرمایه های بخش خصوصی است.

با مطرح شدن به کارگیری بخش خصوصی در فعالیتهای اقتصادی و مشارکت هر چه بیشتر این بخش، بحث تجدید حیات بورس اوراق بهادار تهران مطرح گردید و علت آن به واسطه نقشی بود که بورس اوراق بهادار در اجرای سیاست خصوصی سازی واحدهای اقتصادی بازی می کرد.

مهمترین هدف بازار سرمایه این است که با اجرای فرآیند سالم سازی و شفافیت، پس اندازکنندگانی که دارنده منابع مالی می باشند و هدف کسب سود و بازده معقول دارند را به اشخاص حقوقی و واحدهای اقتصادی که برای توسعه فعالیت های خود نیاز به منابع مالی دارند، پیوند دهد. در این میان شناخت مکانیزم ها و ابزارهای مالی برای شرکت های ناشر و سرمایه گذاران جهت تامین مالی، بسیار با اهمیت است. یکی از مهمترین این مکانیزم ها، عرضه اولیه عمومی می باشد. رفتارهای بررسی شده، عموماً حاکی از آن است که بازده کوتاه مدت عرضه های اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت شاخص بورس در همان مقطع زمانی، بیشتر است و از این پدیده تحت عنوان بازدهی غیر متعارف ۶ در عرضه های اولیه یاد می شود. در ایران نیز محققان بسیاری این بازده بیشتر عرضه های اولیه نسبت به شاخص بازار در کوتاه مدت را نشان دادند. اما این مطالعه ضمن آزمون وجود این بازدهی های غیر متعارف سعی در بررسی عوامل ساختاری موثر بر ایجاد این بازدهی ها دارد

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

هر روزه مردم به تعداد زیادی از وام گیرندگان مانند دولت، بنگاه های اقتصادی و افرادوام میدهند. وام گیرندگان از طریق بازارهای مالی مستقیم با وام دهندگان تماس نمیگیرند بلکه وام دهی و وام گیری به طور غیرمستقیم وبه واسطه نهادهای مالی، انجام می پذیرد به اینصورت که، این بازارها به عنوان عامل اصلی درکانالیزه کردن منابع و وجوه مازاد از بخش هایی که دارای منابع اضافی بوده و توان و قدرت و یاموقعیت به کارگیری آنها ندارند، به سمت بخشهایی که دارای کسری منابع بوده ولی توان و قدرت کافی در امر سرمایه گذاری دارند، عمل می نمایند .

اصطلاح عرضه عمومی اولیه عبارت است از اینکه یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم مینماید.

در بورس های صاحب نام، سالانه شرکت های زیادی برای اولین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود می نمایند که در برخی موارد به ۳۰۰ تا ۴۰۰ مورد در سال نیز می رسد مطالعات انجام شده در این حوزه عموماً بر ناهنجاری های زیر تکیه داشته اند:

- افت قیمت در بلندمدت^۷
- قیمت گذاری کمتر از واقع (بازدهی غیر متعارف)^۸
- عرضه عمومی اولیه داغ^۹

در این مطالعه بطور مشخص بحث بازدهی غیر متعارف عرضه های اولیه و عوامل ساختاری موثر بر آن مورد توجه است. در این بخش ابتدا روشهای انجام عرضه اولیه بیان می شود:

• روش قیمت گذاری ثابت

روش اول قیمت گذاری ثابت^{۱۰} می باشد که در این حالت قیمت سهامی که برای اولین بار به عموم عرضه می گردد به صورت تثبیت شده در بازار اولیه عرضه می شود این قیمت ثابت در اعلامیه پذیره نویسی قید شده و در طول عرضه سهام تا پایان عرضه سهام هیچ گونه تغییری صورت نمی گیرد. در این روش قیمت گذاری برای تعیین قیمت سهام عرضه و تقاضا تعیین کننده نیست و اصولاً کشف قیمت وجود ندارد. تحقیقات وسیع در سراسر دنیا در سال های اخیر در مورد قیمت گذاری ثابت اوراق بهاداری که برای اولین بار در بازار ارائه می گردد بیانگر این واقعیت است که این روش قیمت گذاری روش ضعیفی برای عرضه سهام در بازار اولیه بوده و قیمت سهامی که بدین ترتیب تعیین می شود متفاوت از قیمت واقعی عرضه خواهد شد. استدلال این است که در عرضه سهام برای اولین بار باید از قیمت گذاری ثابت این نوع سهام خودداری نمود چرا

قیمت‌ها، کیفیت سرمایه‌گذار، نزدیکی زمان پیشنهادات و ... ارزیابی می‌کند. سپس به همراه ناشر درباره قیمت نهایی که اوراق بهادار با آن قیمت عرضه می‌شود، به نتیجه‌گیری نهایی می‌رسند. معمولاً میزان عرضه و نشر براساس قیمت هر سهم که در جریان فرآیند ثبت دفتری مشخص شده است، ثابت می‌شود. در ضمن تسهیم اوراق بهادار به پیشنهاد دهندگانی که درخواست آن‌ها با قیمت نهایی هماهنگی دارد، موفق صورت می‌گیرد.

• عرضه عمومی به روش حراج^{۱۴}

اصولاً از روش مزایده در هنگام عرضه اوراق دولتی و نیز خصوصی سازی‌های مبتنی بر تغییربافت مالکیتی سهام استفاده می‌شود ولی در عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌ها به ندرت، بهکار گرفته می‌شود زیرا عقیده عمومی بر این است که استفاده از روش ثبت دفتری در اولین عرضه عمومی، کارآیی بیشتری دارد.

شواهد تجربی فراوانی در دست است که نشان می‌دهد پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه یک پدیده جهانشمول بوده و تقریباً در بورس اوراق بهادار همه کشورها عمومیت دارد. البته قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه در بازارهای سرمایه در حال توسعه، در مقایسه با بازارهای سرمایه توسعه یافته، بیشتر است. باینحال پدیده عملکرد منفی بلندمدت سهام عرضه های عمومی اولیه که به شدت به عوامل ساختاری تاثیر گذار بر بازدهی غیر متعارف آن مربوط است، برخلاف ماهیت جهانشمول پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع، در همه بازارهای سرمایه مورد تایید قرار نگرفته و روش‌های اندازه گیری آن نیز مورد مناقشه پژوهشگران مالی قرار دارد.

طی دو دهه اخیر، بسیاری از کشورها به کوچک سازی واحدهای دولت و واگذاری بنگاه‌های دولتی به بخش خصوصی، اقدام کرده‌اند (قورچیان، حیدری کرد زنگنه، ۱۳۸۷). این فرآیند که «خصوصی سازی» نامیده می‌شود، علاوه بر گسترش بخش خصوصی، افزایش توان نظارتی دولت را نیز به همراه دارد. اهداف خصوصی سازی با توجه به ویژگی‌های اقتصادی و موقعیت هر کشور با یکدیگر متفاوت است. اما به هر حال در همه کشورهایی که خصوصی سازی کرده‌اند، هدف اصلی، بهبود اوضاع و شرایط اقتصادی است. تحقق این اهداف، بر تقویت «دولت ناظر» و کاهش نقش «دولت مجری» استوار است (صفرزاده پاریزی، ۱۳۸۱). بدین منظور، ایران نیز خصوصی سازی بنگاه‌ها و شرکت‌های دولتی را در دستور کار خود قرار داده است. روش‌های مختلفی برای خصوصی سازی

که نه منتشرکننده سهام و نه تضمین‌کننده فروش سهام از قیمت واقعی سهام آگاهی ندارند و این بازار است که بهترین تعیین کننده قیمت سهام بوده و باید با ایجاد مکانیسم‌هایی اجازه داد تا قیمت اوراق بهادار توسط بازار تعیین گردد.

• روش قیمت گذاری متغیر

در روش قیمت‌گذاری متغیر، قیمت ثابتی برای اوراق بهادار تعیین نشده و قیمت اوراق بهادار بر اساس تقاضای واقعی که از سوی سرمایه‌گذاران نهادی اعلام می‌گردد تعیین می‌شود. در این روش، قیمت‌گذاری سهامی که برای اولین بار در بازار اولیه عرضه می‌شود در چند مرحله و بر اساس تعامل بین ناشر اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران بالقوه‌ای که تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام عرضه شده را دارند صورت گرفته و نقش موثری در قیمت‌گذاری واقعی سهام دارد. لذا شرح جامعی از این نوع فرایند قیمت‌گذاری در بازار نزدیک^{۱۱} ارائه می‌شود.

• ثبت دفتری

اساساً یک فرآیند افزایش سرمایه در عرضه اولیه است که هدف آن کشف قیمت و تقاضا است. فرآیندی است که برای بازاریابی عرضه عمومی اوراق بهادار یک شرکت به کار می‌رود. مراحل این روش عبارتند از:

- ✓ ناشر، یک شرکت تأمین سرمایه اصلی^{۱۲} را به‌عنوان اداره‌کننده سفارشات^{۱۳} تعیین می‌کند.
- ✓ ناشر تعداد اوراق بهاداری که عرضه می‌شود و محدوده قیمت برای سفارشات را معین می‌کند.
- ✓ ناشر همچنین اعضای سندیکا را که سفارشات سرمایه‌گذاران توسط ایشان صورت می‌گیرد تعیین می‌کند.
- ✓ سرمایه‌گذاران سفارش خود را توسط عضو سندیکا که سفارشات را داخل دفتر الکترونیکی قرار می‌دهد، ارائه می‌کنند. این فرآیند به نام ثبت دفتری خوانده می‌شود و شبیه حراج آزاد است.
- دفتر باید برای حداقل ۵ روز باز باشد.
- پیشنهادات نمی‌توانند با قیمتی کمتر از کف قیمت، وارد شوند.
- پیشنهادات می‌توانند قبل از بسته شدن عرضه توسط پیشنهاد دهنده آن تجدیدنظر و اصلاح شوند.

در زمان اتمام دوره ثبت دفتری، اداره‌کننده سفارشات پیشنهادات را براساس معیارهای مختلف مانند تکرار شونگی

اما شواهد تجربی، حاکی از آن است که دولت‌ها علاقه دارند سهام شرکتهای وابسته به خود را در عرضه عمومی اولیه به زیر ارزش ذاتی، عرضه کنند. توجیه این اقدام دولت‌ها، اگرچه با برخی نظریه‌های پیشگفته امکان پذیر بود لیکن از آنجا که معمولاً قیمت‌گذاری زیرارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی بیشتر از شرکت‌های غیردولتی است، دانشمندان مالی بر آن شدند تا زوایای ناشناخته این اقدام دولت‌ها را در پرتو نظریه‌های جدید و بدیع دیگری تبیین کنند. بدین ترتیب، برای شناخت عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های دولتی، نظریه‌های مختلفی بیان شد که بسته به شرایط سیاسی و اقتصادی هر کشور، متفاوت است. از مهمترین دلایل عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های دولتی میتوان به موارد زیر اشاره کرد:

انگیزه‌های سیاسی: در بیشتر کشورها، علاوه بر اهداف اقتصادی خصوصی سازی، مقاصد اجتماعی و سیاسی نیز از آن، دنبال می‌شود. کسب شهرت نزد عامه مردم و در نتیجه، پیروزی مجدد در انتخابات، از جمله اهداف سیاسی ای است که دولت‌ها در عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های دولتی دنبال می‌کنند^{۲۴}

گسترش پایه های مالکیت: دولت‌ها علاقه دارند با عرضه زیر قیمت سهام دولتی، برای سهم، مازاد تقاضا ایجاد کنند تا بتوانند تعداد بیشتری از سهام داران خرد را جذب نمایند. مالکیت پراکنده در بین سهامداران خرد دو مزیت دارد؛ اول آنکه موجب می‌شود نقدینگی سهام در بازار بیشتر شود و دوم آنکه تملک شرکت را در آینده دشوارتر می‌کند^{۲۷}

برقراری عدالت در جامعه: از اهداف هر نظام اقتصادی، ایجاد عدالت در جامعه است. یکی از مصادیق برقراری عدالت در جامعه، عدالت در توزیع است. دولت‌ها می‌کوشند با اتخاذ سیاست‌های اقتصادی کارآ، نابرابری درآمد افراد جامعه را تا حد امکان کاهش دهند. یکی از روش‌هایی که دولت‌ها در این مسیر استفاده می‌کنند، ارزان فروختن سهام شرکتهای دولتی به عامه مردم در فرآیند خصوصی سازی است^{۲۸}

کسری بودجه دولت: یکی از علت‌های واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی، ناتوانی دولت‌ها در نگهداری این شرکت‌ها است. دولت‌ها با فروش شرکت‌های دولتی، اولاً خود را از نگهداری آنها و زیان ناشی از آن می‌رهانند و ثانیاً درآمد نقدی خود را افزایش می‌دهند و برخی مشکلات کوتاه مدت خود را برطرف می‌کنند؛ لذا، دولت‌ها با عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های دولتی در تسریع کاهش کسری بودجه خود سعی می‌کنند^{۲۹}.

وجود دارد که یکی از پرکاربردترین آنها در همه کشورها و از جمله کشور ما، واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی از طریق بورس اوراق بهادار است (عباسی، ۱۳۸۸، ص ۱۲۵). با توجه به اینکه شفاف سازی اطلاعات و قیمت گذاری سهام شرکتهای دولتی مشمول واگذاری از طریق بورس، در سیاست‌های کلی بند «ج» اصل ۴۴ قانون اساسی تصریح شده است و نیز با نگاهی به روند رو به رشد واگذاری شرکتهای دولتی از طریق بورس در سالهای اخیر، اهمیت قیمت گذاری سهام در عرضه عمومی اولیه، هویدا میگردد. مطالعات مقایسه‌ای گسترده این حوزه، منجر به پدید آمدن ادبیاتی نظری درباره قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی در دهه های ۸۰ و ۹۰ میلادی شده است. این مطالعات، در پی پاسخگویی عقلانی به این پرسش است که چرا سهام شرکتها در عرضه عمومی اولیه به زیر ارزش ذاتی قیمت گذاری میشود. مدلهای نظری منتج از این مطالعات را میتوان در سه دسته، نظریه های مبتنی بر ملاحظات نهادی، نظریه های مبتنی بر فرض عدم تقارن اطلاعات و نظریه های مبتنی بر ملاحظات رفتاری^{۱۵} تقسیم کرد:

نظریه های مبتنی بر فرض عدم تقارن اطلاعات: بر

اساس این دسته از نظریه‌ها، قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکتها در عرضه عمومی اولیه، ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه کنندگان و خریداران سهام است^{۱۶}. نظریه نفرین برنده که بر اساس آن، خریدار تمایل دارد درخواستهایی با قیمت‌های بیشتر از ارزش ذاتی اوراق بهادار داشته باشد^{۱۷} و نیز نظریه که طبق آن، قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی تلاش ناشر است تا کیفیت علامت دهی سهم خود را به بازار نشان دهد^{۱۸} در زمره مهمترین نظریه های این دسته است.

نظریه های مبتنی بر ملاحظات نهادی: این دسته از

نظریه ها، ارزشگذاری زیر قیمت سهام را به مسئولیتهای قانونی عرضه کننده سهام نسبت میدهد^{۱۹}. نظریه ریسک گریزی تضمین کنندگان فروش سهام^{۲۰} نظریه قدرت انحصاری مؤسسات تأمین سرمایه^{۲۱} و نظریه محافظه کاری مؤسسات تأمین سرمایه^{۲۲} در این دسته از نظریه ها، جای میگیرد

نظریه های مبتنی بر ملاحظات رفتاری: این دسته از

نظریه ها فرض عقلایی بودن سرمایه گذاران را که یکی از پایه های اصلی دانش مالی کلاسیک است، نقد میکنند و قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام در عرضه عمومی اولیه را از بی قاعدگی های بازار سهام می‌دانند که مبتنی بر رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذاران است^{۲۳}. نظریه گرایش‌ها و علایق زودگذر^{۲۴} و نظریه عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران^{۲۵} از جمله نظریه های مبتنی بر ملاحظات رفتاری است

لذا در ذیل به برخی از مطالعات انجام شده در خارج و داخل اشاره می گردد:

- تحقیق ولج و ریتر؛ (۲۰۰۲) "نقدی بر فعالیت عرضه عمومی اولیه سهام، قیمت گذاری و تخصیص" در آزمون انجام شده توسط ولج و ریتر در رابطه با ارزیابی بازار بورس و اوراق بهادار آمریکا بین سالهای ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ عملکرد بازار نسبت به قیمت گذاری سهام شرکت های تازه وارد بررسی شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که در پایان اولین روز معامله سهام و اوراق بهادار شرکت های تازه پذیرفته شده در بازار بورس، به طور میانگین قیمت های مبادله ۱۸٫۶ درصد بیشتر از قیمت فروخته شده آنها در ابتدای روز معامله سهام شرکت در بازار توسط شرکت اصلی است [۱۲].

- تیان ۳۱ به بررسی ارزان فروشی نظام مند در بورس های شانگهای و شنزن پرداخت. نمونه وی شامل ۱۳۹۷ شرکت جدیدالورود طی سالهای ۱۹۹۴-۲۰۰۴ بود. 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 می دانست، زیرا مقررات دولتی موجب سهمیه بندی در عرضه اولیه شده و عرضه سهام را محدود می کند.

- گائو ۳۲ در تحقیق خود علاوه بر بررسی متغیرهای مالی به بررسی متغیرهای غیرمالی موثر بر قیمت عرضه سهام جدید شرکت های داروسازی و بیوتکنولوژی پرداخت. مهمترین متغیرهای مالی مورد مطالعه عبارتند از: جریان نقدی عملیاتی، فروش، سودخالص، سود عملیاتی، کل دارایی ها، مخارج تحقیق و توسعه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار. مهمترین متغیرهای غیرمالی نیز تعداد محصولات شرکت، مرحله توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق اختراعها بودند. نتایج تحقیق نشان داد که از بین متغیرهای مالی تنها مخارج تحقیق و توسعه و از بین متغیرهای غیر مالی تعداد محصولات شرکت، مرحله توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق اختراعها مهمترین متغیرهای تاثیرگذار بر قیمت عرضه سهام شرکت های داروسازی و بیوتکنولوژی به شمار می روند.

- باگات و رانگان ۳۳ تحقیق انجام دادند که شاید از جامع ترین تحقیقات صورت گرفته در زمینه رابطه بین اطلاعات حسابداری با ارزش گذاری سهام شرکت های جدیدالورود به بورس باشد. در این تحقیق علاوه بر نقش اطلاعات حسابداری، متغیرهای دیگری نظیر فرصت های

ایجاد دلبستگی و علاقه در کارکنان دولت: یکی از

اهداف دولت ها در واگذاری سهام شرکت های دولتی به کارکنان، ایجاد دلبستگی و انگیزه در آنان است. دولت ها با عرضه زیرقیمت سهام شرکت های دولتی به کارکنان، علاوه بر بالا بردن سطح رضایت شغلی، موجب تشویق و ترغیب هرچه بیشتر آنان در ادای بهتر وظایف میشوند^{۲۰}.

همانطور که ملاحظه میشود تحقیقات گسترده ای درباره عرضه زیر قیمت سهام شرکت های تازه پذیرفته دولتی و غیردولتی در بورس اوراق بهادار صورت گرفته است که هرکدام، متغیرهای مختلفی را به عنوان عوامل تبیین کننده قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی سهام در عرضه عمومی اولیه مطرح کرده است. در این تحقیقات، باطیف وسیعی از متغیرها مواجه می شویم که بسته به محدودیت های تحقیق، از یکدیگر متفاوتند. در این تحقیق، با توجه به اطلاعات در دسترس از متغیر مجازی مربوط به نوع صنعت، سن شرکت در زمان عرضه، ارزش بازاری، متغیر مجازی مربوط به نوع عرضه و دامی مربوط شرایط بازار در زمان عرضه استفاده می شود. نتایج تحقیقات انجام شده روی عرضه های اولیه تا قبل از سال ۱۹۹۷ در اغلب تحقیقات انجام گرفته در کشورهای مختلف بیانگر این بود که بازده بلندمدت عرضه های اولیه سهام کمتر از بازده شاخص بورس در همان مقطع زمانی است و از این پدیده تحت عنوان عملکرد منفی در عرضه های اولیه یاد می شود. در ایران نیز محققان بسیاری از جمله عبده و دموری (۱۳۸۲) و جهانخانی و ذاکری (۱۳۷۵) این عملکرد منفی بازده بلندمدت عرضه های اولیه نسبت به شاخص بازار را نشان داده اند. این نتایج نگرانی هایی در مورد خطرات سرمایه گذاری بلندمدت در سهام عرضه های اولیه ایجاد کرده و همچنین ابهامات و سوالاتی در رابطه با دلایل این عملکرد منفی و تناقض با کارایی این بازار پدید آورد.

در سال ۱۹۹۷، براو و کامپرز با استفاده از نتایج تحقیقات فاما و فرنچ نشان دادند که بازده بلندمدت عرضه های اولیه از بازده بلندمدت شرکت های بورسی مشابه از نظر اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، بدتر نیستند. (یابعبارتی مشابه هستند) همه این موارد، شواهدی در نقض دقیق بودن محاسبه عملکرد منفی نسبت به بازده شاخص بازار بود. حتی بعضی از محققین مانند گامبور و ترنر (۲۰۰۳) اصطلاح عملکرد واقعی عرضه های اولیه (محاسبه شده براساس معیارهای مدل فاما و فرنچ) را در مقابل اصطلاح عملکرد عرضه های اولیه (محاسبه شده براساس شاخص بورس) به کار می برد به دنبال این نتیجه، تحقیقات بسیار دیگری در دوره های زمانی متفاوت در بورس های کشورهای مختلفی انجام شده که در اکثر موارد این بازده مشابه عرضه های اولیه با شرکت های مشابه تایید شد.

نیست ولی میزان سرمایه شرکت، نوع صنعت، زمان عرضه و نسبت قیمت به سود آن در اختلاف قیمت مؤثرند.

- آشتاب (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان " بررسی رابطه بین دقت پیش بینی سودبازده غیرعادی سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس" به بررسی سهام شرکتهای جدیدالورود طی سالهای ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۴ پرداخت یافته های تحقیق یانگراین بود که بین سودپیشبینی شده و سودواقعی سهام تفاوت معنی دار وجود دارد، همچنین بین دقت پیش بینی سودبازده غیرعادی سهام جدیدرابطه منفی وجود داشت
- باقرزاده (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان "نقش اطلاعات حسابداری در قیمت گذاری سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" نتیجه گرفت که سهام عرضه های اولیه طی سالهای ۱۳۷۶ الی ۱۳۸۳ 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 آنرا میتوان به پیامدهای تئوری اطلاع رسانی وعدم تقارن اطلاعات در بورس تهران نسبت داد.
- قائمی (۱۳۸۵) در تحقیق خود با عنوان "بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" رابطه متغیرهایی همچون حجم سهام عرضه شده، اندازه شرکت، شرایط بازار، وضعیت مالکیت و وجود شرکت های مشابه با بازده غیرعادی سهام جدید بررسی کرد. نتایج بدست آمده از ۱۵۳ شرکت نمونه بیانگر وجود رابطه بین متغیرهایی همچون شرایط بازار و وجود شرکتهای مشابه با بازده غیرعادی سهام بوده است.
- مهرجو ۱۳۸۳ در تحقیقی عملکرد قیمت گذاری سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این تحقیق بازده کوتاه مدت سهام ۹۱ شرکت جدیدالورود در طول سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ مطالعه شده است. نتایج این تحقیق نشان داد بازده کوتاه مدت شرکتهای تازه پذیرفته شده بیشتر از بازده بازار بوده است.
- عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در تحقیقی با عنوان "شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام شرکتهای جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" شرکتهایی را بررسی کردند که سهام آنها برای نخستین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده بودند. در این تحقیق شرکتهای تازه وارد به بازاری طی سالهای ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ مورد بررسی قرار گرفته اند و عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت این شرکتها بطور خاص آزمون شده است. این عوامل

رشد، درصد مالکیت سهامداران اولیه در تاریخ قبل و بعد از عرضه اولیه سهام و اعتبار بانک سرمایه گذار متولی عرضه سهام شرکتها با استفاده از نمونه اطلاعات ۱۶۵۵ شرکت جدیدالورود به بورس های امریکا طی سالهای ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۱ بررسی شد و نتایج حاکی از این بود که علاوه بر متغیرهای حسابداری نظیر سودخالص، ارزش دفتری سهم و فروش؛ عوامل دیگری نظیر درصد مالکیت سهامداران اولیه و اعتبار بانک سرمایه گذار متولی عرضه سهام نیز در قیمت گذاری کمتر از واقع سهام جدید نقش مهمی ایفا می کنند

- یتمن^{۳۴} کارایی اطلاعاتی قیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی اولیه از نقطه نظر اطلاعات حسابداری را بررسی کرد و چنین نتیجه گیری نمود که اطلاعات حسابداری با قیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی اولیه رابطه معنادار دارد.
- درینوو و ماک^{۳۵} بیان می نمایند که شرایط جاری بازار نقش مهمی در تعیین مقدار قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه ایفا میکند. بنابراین هر قدر شرایط بازار قبل از تاریخ عرضه های عمومی اولیه یا در تاریخ عرضه سهم مطلوب تر باشد، قیمت گذاری کمتر از واقع مورد انتظار نیز بیشتر خواهد بود.
- فرت^{۳۶} ارتباط بین سود پیش بینی شده و ارزش شرکت را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که پیش بینی های سود در ارتباط با ارزش شرکت های دارای عرضه عمومی اولیه سهام بوده و از سایر ابزارهایی همچون سود انباشته مؤثرتر هستند.
- کلین^{۳۷} در تحقیق خود بطور مشخص نقش و اهمیت اطلاعات حسابداری در ارزش گذاری سهام عرضه های عمومی اولیه را بررسی کرد. نتایج تحقیق نشان داد که بین قیمت عرضه سهام با سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم قبل از تاریخ عرضه سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.
- ایمانی، ۱۳۸۵ "بررسی قیمت گذاری سهام شرکتها در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران" برخی عوامل مؤثر بر قیمت گذاری سهام در این تحقیق مورد توجه قرار گرفته است، شامل درصد عرضه سهام، زمان عرضه سهام، نوع صنعت، نسبت قیمت به سود هر سهم و نیز میزان سرمایه شرکت، که اثر آنها بر تفاوت قیمت اولیه و بعدی سهام بررسی شده است. نتایج بدست آمده نشان می دهد که قیمت سهام در اولین عرضه سهام به بورس به طور معنی داری از قیمت آن در معاملات آتی متفاوت است و در این زمینه درصد عرضه سهام در اختلاف قیمت مؤثر

جدید الورد به بورس اوراق بهادار تهران " متغیرهای اندازه شرکت، افق زمانی پیش بینی سود، تغییرات سود، بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، موسسه حسابرس و نوع صنعت را مورد بررسی قرار داده است که نتایج برای شرکت های جدید الورد در بازه زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ طی شش ماه پس از ورود به بورس بیانگر این موضوع بود که دو متغیر اندازه شرکت بصورت معکوس و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام بصورت مستقیم با بازده غیر عادی در رابطه معنی دار بوده اند.

۳- روش شناسی پژوهش

روش شناسی تحقیق حاضر توصیفی- پیمایشی است و برای جمع آوری داده ها از روش کتابخانه ای استفاده گردیده است. جامعه آماری حاضر کلیه شرکت های است که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند. دوره زمانی مورد نظر این مطالعه از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۲ است در این تحقیق ابتدا بازدهی هر عرضه اولیه در یک روز کاری بعد از انتشار، روز سوم بعد انتشار نسبت به روز اول، روز پنجم بعد انتشار نسبت به روز اول و در نهایت در ماه اول پس از انتشار نسبت به روز اول (در مجموع چهار بازدهی برای هر عرضه اولیه) محاسبه شده سپس بازدهی های بازار در این تاریخ ها نیز محاسبه می شود سپس برای محاسبه بازدهی غیر متعارف (متغیر وابسته مورد استفاده در مدل تحقیق (ABR)) بازدهی بازار در هر یک از تاریخ ها از بازدهی عرضه های اولیه کسر می شود و برای آزمون فرضیات بیان شده از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$ABR_i = \alpha + \beta_1 INDUSTRY_i + \beta_2 AGE_i + \beta_3 MC_i + \beta_4 GOVERNMENT_i + \beta_6 HOT_i + u_i$$

در واقع برای هر یک از این چهار بازدهی غیر متعارف محاسبه شده یک رگرسیون (بر اساس مدل بالا) اجرا می شود تا اثر هر یک از متغیرهای ساختاری بیان شده در جدول شماره یک بر آنها مشخص شود.

عبارت از حجم معاملات سالانه سهام، اندازه شرکت و بازده کوتاه مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت های مربوط است. نتایج این تحقیق نشان دهنده وجود بازده کوتاه مدت بیشتر سهام شرکت های جدید الورد به بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلندمدت کمتر سهام این شرکتها نسبت به شاخص بازار بوده است. بنابراین آنان عملکرد قیمت گذاری سهام شرکت های جدید الورد به بورس ایران رامشابه بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانسته اند.

- مهرانیو دیگران (1388) در تحقیقی با عنوان " بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط مبین وجود بازده غیرعادی" وجود و نبود حباب قیمتی و تعیین عوامل مؤثر بر آن کوتاه مدت و بلندمدت در سهام عرضه های عمومی اولیه در بازار سرمایه ایران در شرایط نبود حباب قیمتی و نیز وجود بازده غیرعادی کوتاه مدت در عرضه های اولیه در شرایط وجود حباب قیمتی است.
- نصراللهی و دیگران (۱۳۸۸) در تحقیق خود با عنوان "ارزیابی روند بازدهی سهام شرکت های خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار" با بررسی بازده سهام شرکتها، قبل و بعد از خصوصی شدن به این نتیجه می رسند که بین بازده سهام شرکت های واگذار شده، قبل و بعد از خصوصی سازی، تفاوت معنی داری وجود دارد.
- وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیق با عنوان " شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیر عادی در عرضه های اولیه سهام شرکت های جدید الورد در بورس اوراق بهادار" متغیر های مستقل اندازه شرکت، نوع مالکیت، خطای پیش بینی سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت حاشیه سود خالص و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام متغیر های نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (بطور مستقیم) و بازده حقوق صاحبان سهام در بازه زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۶ برای دوره های ۱۲ ماه و ۲۴ ماه پس از عرضه اولیه مورد بررسی قرار گرفته است و یافته این تحقیق بیانگر رابطه معنا دار با بازه غیر متعارف است.
- کریم شاهی (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان "مقایسه بازده عرضه اولیه و عرضه بازار" به این نتیجه رسیده است که هرچه قیمت سهام در عرضه اولیه پائینتر باشد، تعداد سرمایه گذاران بیشتری تمایل به بررسی وضعیت شرکت به منظور خرید سهام آن در عرضه اولیه خواهد داشت.

نیکبخت و همکاران (۱۳۸۷) در تحقیق با عنوان "تیین عوامل مؤثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام شرکت های

جدول ۱- توصیف و محاسبه متغیرهای مستقل مورد استفاده شده در مطالعه قیمت گذاری کمتر از واقع کوتاه مدت

تعریف عملیاتی	متغیر مستقل
از شماره های مورد استفاده برای هر صنعت توسط بورس استفاده می شود	INDUSTRY = متغیر مجازی مربوط به نوع صنعت
سن شرکت در زمان عرضه اولیه	AGE = سن شرکت در زمان عرضه
ارزش بازاری شرکت بر اساس تعداد سهام در زمان عرضه اولیه	MC = ارزش بازاری
عرضه های اولیه انجام شده توسط خصوصی سازی یک و مابقی صفر هستند	GOVERNMENT = متغیر مجازی مربوط به نوع عرضه
اگر بازار از یک هفته در قبل و یک ماه در بعد از عرضه صعودی باشد یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود	HOT = دامی مربوط شرایط بازار در زمان عرضه

۴- نتایج پژوهش

نتایج این تحقیق در جداول زیر خلاصه شده اند:

رابطه	پروب	متغیر مستقل	متغیر وابسته
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	نوع صنعت (INDUSTRY)	بازدهی غیر متعارف روز اول (ABR1)
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	سن شرکت در زمان عرضه (AGE)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	ارزش بازاری (MC)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن (GOVERNMENT)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	شرایط بازار از نظر رکود یا رونق (HOT)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	نوع صنعت (INDUSTRY)	بازدهی غیر متعارف روز سوم (ABR3)
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	سن شرکت در زمان عرضه (AGE)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	ارزش بازاری (MC)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن (GOVERNMENT)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	شرایط بازار از نظر رکود یا رونق (HOT)	
وجود دارد	بزرگتر از ۰,۰۵	نوع صنعت (INDUSTRY)	بازدهی غیر متعارف روز پنجم (ABR5)
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	سن شرکت در زمان عرضه (AGE)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	ارزش بازاری (MC)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن (GOVERNMENT)	
وجود ندارد	بزرگتر از ۰,۰۵	شرایط بازار از نظر رکود یا رونق (HOT)	
وجود دارد	کوچکتر از ۰,۰۵	نوع صنعت (INDUSTRY)	بازدهی غیر متعارف ماه اول (ABRM1)
وجود دارد	کوچکتر از ۰,۰۵	سن شرکت در زمان عرضه (AGE)	
وجود دارد	کوچکتر از ۰,۰۵	ارزش بازاری (MC)	
وجود دارد	کوچکتر از ۰,۰۵	نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن (GOVERNMENT)	
وجود دارد	کوچکتر از ۰,۰۵	شرایط بازار از نظر رکود یا رونق (HOT)	

۵- نتیجه گیری و بحث

همانطور که در بخش نتایج پژوهش مشاهده شد متغیرهای ساختاری تنها بر بازدهی غیر متعارف ماه اول پس از عرضه موثر هستند در بین متغیرهای توضیحی مورد استفاده تنها متغیر نوع صنعت است که همچنان بر بازدهی غیر متعارف عرضه اولیه در دوره های مختلف (روز اول، روز سوم و ماه اول) بی تاثیر است.

همچنین بر اساس نتایج جدول شماره ۴-۱۰، متغیر سن شرکت دارای رابطه منفی با بازدهی غیر متعارف عرضه اولیه است یعنی وقتی بازار عرضه اولیه از تب اولیه خود می افتد و خریداران به عوامل ساختاری توجه می کنند، هرچه سن شرکت از زمان تاسیس آن بیشتر گذشته باشد، با توجه به مشخص تر شدن شرایط عملیاتی آن، بازدهی غیر متعارف آن کمتر است. مشابه سن شرکت همین نتیجه برای متغیر اندازه نیز وجود دارد.

در رابطه با متغیر نوع عرضه، با توجه به اینکه متغیر مجازی مربوطه برای عرضه های انجام شده توسط خصوصی سازی یک و برای سایر عرضه ها صفر است، و نیز با توجه به ضریب بدست آمده برای آن در مدل شماره ۴ که منفی و معنی دار است مشخص می گردد که عرضه های دولتی عموماً بازدهی های غیر متعارف آن کمتر است یا به عبارت دیگر دولت (خصوصی سازی) شرکتها را نیز چندان ارزان به عموم واگذار نکرده است.

بر اساس نتایج جداول بالا تنها فرضیه رابطه عوامل ساختاری با بازدهی غیر متعارف در ماه اول تایید می گردد.

فهرست منابع

* آذر، عادل (۱۳۷۳). تبیین آماری فرضیات در پژوهش های مدیریتی- رفتاری، دانش مدیریت، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، شماره ۲۶، پاییز ۱۳۷۳.

* ایمانی (۱۳۸۵). بررسی قیمت گذاری سهام شرکتها در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار.

* آشتاب (۱۳۸۶) بررسی رابطه بین دقت پیش بینی سود و بازده غیر عادی سهام شرکت های جدید ورود به بورس.

* باقر زاده (۱۳۸۶) نقش اطلاعات حسابداری در قیمت گذاری سهام شرکت های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران.

* قائمی (۱۳۸۵) بررسی کوتاه مدت سهام شرکت های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران.

* عبده تبریزی ودموری (۱۳۸۲) شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام شرکت های جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

* مهرانی (۱۳۸۸) بررسی وجود بازده غیر عادی در سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط مبین وجود بازده غیر عادی.

* نصراللهی (۱۳۸۸) ارزیابی روند بازدهی سهام شرکت های خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار

* وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۰) شناسایی عوامل موثر بر بازده غیر عادی در عرضه های اولیه سهام شرکت های جدید ورود در بورس اوراق بهادار

* کریم شاهی (۱۳۹۴) مقایسه بازده عرضه اولیه و عرضه بازار

* نیکبخت و همکاران (۱۳۸۷) تبیین عوامل موثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام شرکت های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران

* Allen, D.E., Morkel-Kingsbury, N.J., Piboonthanakiat, W., 1999. The long-run performance of initial public offerings in Thailand. *Appl. Finan. Econ.* 9, 215-232.

* Baker, M., Wurgler, J., 2000. The equity share in new issues and aggregate stock returns. *J. Finance* 55, 2219-2257.

* Chemmanur, T., Fulghieri, P., 1999. A theory of the going-public decision. *Rev. Finan. Stud.* 12, 249-279.

* Helwege, J., Liang, N., 2001. Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets, Working Paper, Ohio State University and Board of Governors of the Federal Reserve System.

* Ibbotson, R.G., Jaffe, J.F., 1975. Hot issue markets. *J. Finance* 30, 1027-1042.

* Ibbotson, R.G., Sindelar, J., Ritter, J., 1988. Initial public offerings. *J. Appl. Corp. Finance* 1, 37-45.

* Ljungqvist, A., Wilhelm, W.J., 2003. IPO pricing in the dot-com bubble. *J. Finance* 58, 723-752.

* Lucas, D., McDonald, R.L., 1990. Equity issues and stock price dynamics. *J. Finance* 45, 1019-1043.

* Ritter, J.R., 1984. The hot issue market of 1980. *J. Bus.* 57, 215-240.

* Zingales, L., 1995. Insider ownership and the decision to go public. *Rev. Econ. Stud.* 62, 425-448.

- ¹INDUSTRY
- ²AGE
- ³MARKET COST
- ⁴GOVERNMENT
- ⁵HOT & COLD
- ⁶ Abnormal Return
- ⁷Long-Run Price Underperformance
- ⁸Underpricing
- ⁹Hot IPOs
- ¹⁰ - fixed-price
- ¹¹Nasdak
- ¹²Leader
- ¹³Book runner
- ¹⁴Call Auction
- ¹⁵Eckbo,2008,pp.14&15
- ¹⁶Akerlof,1970
- ¹⁷Rock,1983
- ¹⁸Allen & Faulhaber, 1989; Grinblatt & Hwang, 1989 Welch, 1989; Ibbotson, 1975
- ¹⁹Ibbotson ,1975; Logue, 1973
- ²⁰Tinic ,1988
- ²¹Hughes & Thakor, 1992
- ²²Drake & Vetsuypens, 1993
- ²³Welch, 1992
- ²⁴Habib & Ljungqvist, 2001
- ²⁵Ljungqvist et al., 2006
- ²⁶Gratton-Lavoie, 2000. pp. 46-56
- ²⁷Vickers & Yarrow, 1988, p14
- ²⁸Chong & Riano, 2006, pp. 3-29
- ²⁹Huang, 1998, p, 8
- ³⁰Pons-Sanz, 2005, p. 16
- ³¹Tian,2007
- ³²GUO,2004
- ³³Bhagat et al.,2003
- ³⁴Yetman,2001
- ³⁵Derian& Woomak,2002
- ³⁶Firth,1998
- ³⁷Kelin,1996