

بررسی تاثیر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی عرضه های عمومی

امیدپورحیدری*، وحید محمدرضاخانی**

تاریخ دریافت: ۹۱/۰۹/۳۰

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۱/۱۴

چکیده

در این تحقیق تاثیر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی کوتاه مدت عرضه های عمومی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد. به موقع بودن سود به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده است. به عبارتی، هر اندازه سود به موقع تر باشد عدم تقارن اطلاعاتی کمتر می‌شود. به منظور شناسایی اثر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی عرضه های عمومی سهام، ابتدا به موقع بودن سود شرکت‌هایی که دارای عرضه عمومی سهام در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ بودند با استفاده از داده های پانلی تخمین زده شد. نتایج نشان داد که رابطه بین به موقع بودن سود شرکتها و بازده غیرعادی تجمعی در زمان عرضه عمومی سهام منفی ولی از لحاظ آماری معنادار نمی باشد. همچنین، نتایج نشان داد که رابطه بین اندازه شرکت و اندازه عرضه عمومی سهام با بازده غیرعادی تجمعی منفی و معنادار می‌باشد.

واژه های کلیدی: عرضه های عمومی سهام، به موقع بودن سود، بازده غیر عادی تجمعی

کد طبقه‌بندی موضوعی: G10, G14, M41

* دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان (opourheidari@uk.ac.ir)

** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان (mohammadrezaei09@gmail.com) (نویسنده مسئول)

مقدمه

امروزه به دلیل گسترش فعالیتهای اقتصادی، توسعه بازارهای مالی و رونق سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه به خصوص بورس اوراق بهادار توسط اشخاص حقیقی و حقوقی، مهمترین ابزار جهت اتخاذ تصمیمات مالی، دسترسی به اطلاعات درست و به موقع و تحلیل دقیق و واقع بینانه آن می باشد. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه های معاملاتی، نقدشوندگی پایین می باشد (خدایمی پور و قدیری، ۱۳۸۹). از طرف دیگر، هنگام عرضه عمومی سهام، افراد برای تصمیم گیری در مورد خرید سهام نیازمند اطلاعات به موقع جهت تصمیم گیری می باشند. در صورت وجود اطلاعات نامتقارن هنگام عرضه سهام گروهی از افراد مطلع بازده غیرعادی کسب می کنند و در نتیجه سرمایه افراد عادی و کسانی که اطلاعات کمتری دارند به خطر می افتد.

مطالعات و تحقیقات بسیاری در بورس های مالی مختلف سراسر دنیا در رابطه با عرضه عمومی اولیه سهام انجام شده است. نتایج اغلب این تحقیقات نشان می دهد که قیمت های تعیین شده برای سهام شرکتها در عرضه اولیه در بازار به دلایل مختلفی از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه کنندگان سهام جدید، موسسات تامین سرمایه و سرمایه گذاران بیرونی، بیانگر ارزش واقعی سهام نبوده و بنابراین، باعث ایجاد فرصت هایی برای کسب بازده های غیر عادی با استفاده از معامله بر روی سهام این شرکتها می شود (باقرزاده و همکاران، ۱۳۸۸). وانگ (۲۰۱۰) نشان داد که در هنگام عرضه های عمومی سهام، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران وجود دارد. این موضوع با زیر سوال بردن کارایی بازارهای سرمایه منجر به عدم تخصیص بهینه منابع می شود.

اطلاعات سود برای اینکه مربوط باشد، باید به سرعت در بازار منتشر و در دسترس استفاده کنندگان قرار گیرد. به عبارت دیگر، اطلاعات باید به موقع باشد. به موقع بودن سود، به توانایی سود جاری در انتقال اطلاعات جاری مربوط می باشد. به موقع بودن سود اشاره به این دارد که سود قادر است اطلاعات را به شکل کارآمدتر منتقل کند (وانگ، ۲۰۱۰). از این رو، ارقام سودها حاوی اطلاعات مفید و کیفی بیشتر برای سرمایه گذاران برون سازمانی هستند و باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران خواهد شد. در این تحقیق به موقع بودن سود به عنوان شاخصی برای عدم تقارن اطلاعاتی مطرح می گردد و انتظار می رود که به موقع بودن سود بر واکنش بازار نسبت به عرضه های عمومی سهام تاثیر بگذارد. وقتی

عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش می‌یابد، ارزش ذاتی آن با قیمت در بازار سرمایه متفاوت خواهد بود. بنابراین، وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه، سرمایه افراد عادی را در این بازار، به مخاطره می‌اندازد. همچنین اگر اطلاعات مربوط به سود به موقع باشند، منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه واقعی شدن بازده موردانتظار سرمایه‌گذاران می‌گردد. وانگ (۲۰۱۰) نشان داد شرکت‌هایی که سود به موقع تری دارند، بدلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران قیمت سهام آنها سقوط کمتری خواهد داشت.

مرور ادبیات عرضه‌های عمومی اولیه در سطح بین‌الملل حکایت از این دارد که پدیده بازده کوتاه مدت غیر عادی عرضه‌های اولیه تنها به بازار سرمایه آمریکا منحصر نمی‌شود. این پدیده در بورس اوراق بهادار سایر کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نیز شناسایی و مستند شده است. به عنوان مثال، تحقیق لافران و همکاران (۱۹۹۴) پدیده بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه را در ۲۵ کشور توسعه یافته و در حال توسعه مورد تایید قرار داده است. این پدیده در مورد سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران نیز مورد تایید قرار گرفته است. به عنوان مثال، یافته‌های تحقیق باقرزاده و همکاران (۱۳۸۸) حکایت از این دارد که سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند عرضه‌های اولیه در سایر کشورها در بازه زمانی چهار هفته بعد از تاریخ عرضه به طور متوسط ۱۲/۳۹ درصد بازده اولیه غیرعادی (بازده تعدیل شده با پرتفوی بازار) ایجاد کرده‌اند. در پاسخ به این که چرا در هنگام عرضه عمومی سهام بازده فوق‌العاده ایجاد می‌شود، اقتصاددانان مالی تئوری‌ها و فرضیه‌های متعددی ارائه کرده‌اند. یکی از شاخص‌ترین تئوری‌ها در این باره تئوری مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات می‌باشد (باقرزاده و همکاران، ۱۳۸۸).

نتایج مطالعه ارتباط بین سود و بازده غیر عادی که از سوی بال و براون (۱۹۶۸) انجام گرفت این بود که بین سود و بازده غیر عادی رابطه معناداری وجود دارد و سود اطلاعاتی را به بازار سهام منتقل می‌کند (کردستانی و آشتاب، ۱۳۸۹). از این رو با توجه به مطالب فوق، هدف این تحقیق ابتدا شناسایی به موقع بودن سود شرکت‌هایی است، که دارای عرضه عمومی سهام می‌باشند، سپس اثر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی تجمعی عرضه عمومی سهام این شرکت‌ها شناسایی می‌شود. با توجه به هدف تحقیق سوال تحقیق را به صورت زیر می‌توان مطرح کرد:

آیا بین به موقع سود و کسب بازده غیرعادی عرضه های عمومی سهام ارتباط معناداری وجود دارد یا خیر؟

پیشینه تحقیق

وانگ (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین به موقع بودن سود و افزایش سرمایه از طریق صدور سهام جدید پرداخت. تحقیق او بر مبنای این تئوری بود که هنگام عرضه سهام قیمت سهام افت خواهد کرد و یکی از دلایل این کاهش قیمت عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بیان شد. او به این نتیجه رسید که در شرکت هایی که سود به موقع تری دارند به دلیل اینکه عدم تقارن اطلاعاتی کمتر است، قیمت سهام آنها افت کمتری خواهد داشت. بای لس و چپ لینسکی (۱۹۹۶) بیان کردند که بازده غیرعادی در بازارهای کارآ یعنی جایی که عدم تقارن اطلاعاتی نسبتاً کم است، کمتر می باشد. آنها مطرح می کنند که بازده غیرعادی حول اخبار صدور سهام جدید، معمولاً با (درجه یا) اندازه های مختلف عدم تقارن اطلاعات ارتباط دارد.

بال و شیواکومار (۲۰۰۸) به بررسی کیفیت سود در هنگام عرضه های عمومی اولیه پرداختند، آنها نشان دادند که برخلاف باور عموم، شرکتها هنگام عرضه عمومی اولیه گزارشهایی را که بیشتر محافظه کارانه هستند را ارائه می کنند. عموم سرمایه گذاران کیفیت گزارشگری بالاتری را بدلیل مواجه شدن با اطلاعات نامتقارن بیشتر در مقایسه با سرمایه گذاران خصوصی (سرمایه گذاران آگاه) تقاضا دارند.

در زمینه به موقع بودن سود و رابطه آن با بازده های غیرعادی (ناشی از عرضه های عمومی سهام) تاکنون تحقیقی در ایران مشاهده نشده ولی در مورد بازده های غیرعادی در زمان عرضه اولیه تحقیقاتی به شرح زیر صورت گرفته است:

اقبال نیا (۱۳۸۸) به بررسی عملکرد کوتاه مدت سهام عرضه عمومی اولیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. بر پایه نتایج حاصل از ۹۱ عرضه عمومی اولیه در دوره مذکور، ملاحظه گردید سهام عرضه اولیه در کوتاه مدت دارای عملکرد بهتری نسبت به متوسط بازار بوده و پدیده قیمت گذاری زیر ارزش سهام عرضه عمومی اولیه در بورس تهران مشابه بسیاری از بورس های دیگر دنیا وجود دارد.

باقرزاده و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی بازده کوتاه مدت سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل موثر بر آن در قلمرو زمانی سالهای ۱۳۷۶-۱۳۸۳ پرداختند. یافته های آنان حکایت از آن داشت که سهام عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند عرضه های اولیه در سایر کشورها در بازه زمانی چهار هفته بعد از تاریخ عرضه به طور متوسط ۱۴/۸۵ درصد بازده اولیه و ۱۲/۳۹ درصد بازده اولیه غیرعادی (بازده تعدیل شده با پرتفوی بازار) ایجاد کرده اند. همچنین نتایج آنها نشان داد که از بین متغیرهای مورد بررسی تنها دو متغیر درصد عرضه اولیه سهام و اهرم مالی شرکت در مقطع عرضه اولیه، مهم ترین متغیرهای تاثیرگذار بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه های اولیه می باشند.

عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در تحقیقی به بررسی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام شرکت‌های جدیدالورود در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، نتایج این پژوهش نشان داد که در شرکت‌های عرضه کننده سهام به عموم در کوتاه مدت بازده غیرعادی و در بلندمدت بازه منفی نسبت به شاخص بازار ایجاد می کنند. بنابراین آنان عملکرد قیمت گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود در بورس اوراق بهادار تهران را مشابه بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانسته اند.

فرضیه تحقیق:

با توجه به سوال تحقیق و مبانی نظری، فرضیه زیر مطرح می گردد؟
بین به موقع بودن سود و بازده غیرعادی عرضه های عمومی سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

روش تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ هدف، تحقیقی کاربردی است که نتایج حاصل از آن می تواند برای طیف گسترده ای از ذینفعان شرکتها مفید باشد. نوع تحقیق همبستگی است. داده های مورد نیاز برای انجام این تحقیق با استفاده از نرم افزار تدبیر پرداز، پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس و اوراق بهادار، صورت های مالی و امید نامه های شرکتها، گزارشات منتشر شده توسط سازمان بورس و سازمان خصوصی سازی در مورد عرضه های عمومی سهام تهیه شده اند.

جامعه و نمونه آماری

- جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکتهایی می باشد که در سالهای بعد از ورود به بورس اوراق بهادار تهران، دارای عرضه عمومی سهام طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ باشند و نمونه آماری شرکتهایی می باشد که طی این دوره بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:
- (۱) شرکتهای نمونه باید در فاصله زمانی سال های ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - (۲) شرکتهای نباید وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه داشته باشند.
 - (۳) صورتهای مالی هر یک از شرکتهای در سال عرضه عمومی سهام جهت استخراج اطلاعات مالی مورد نیاز موجود و قابل دسترسی باشد.
 - (۴) شرکت سود ده باشد و اطلاعات مربوط به سود های فصلی قبل از سال عرضه سهام حداقل برای ۶ سال موجود باشد.
 - (۵) جزء شرکتهای واسطه گری و مالی نباشند.
- بالحاظ معیارهای ذکر شده ۶۳ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب گردید.

متغیرهای تحقیق

متغیر مستقل

در این تحقیق به موقع بودن سود همانند فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴) و وانگ (۲۰۱۰) از طریق ضریب تعیین تعدیل شده رگرسیون خاص شرکت با توجه به معادله شماره ۱ بدست آمده است:

$$EAR_{jt} = b_{j,0} + b_{j,1}NEG_{j,t} + b_{j,2}RET_{j,t} + b_{j,3}NEG_{j,t}RET_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

در این معادله EAR_{jt} ، برابر است با سودخالص قبل از اقلام غیر مترقبه، عملیات متوقف شده و اقلام خاص برای سال مالی t شرکت j می باشد که با توجه به ارزش بازار شرکت در پایان سال مالی $t-1$ همگن شده است؛ $RET_{j,t}$ ، بازده سالانه شرکت j است، که دوره آن از پایان تیرماه سال $t-1$ تا پایان تیرماه سال t می باشد؛ و $NEG_{j,t}$ ، متغیر مصنوعی است، و برابر با ۱ اگر $RET_{j,t}$ منفی و برابر با ۰ در غیر اینصورت می باشد.

به موقع بودن سود (TL_{jt}) ، برابر با ضریب تعیین تعدیل شده $(AdjR^2_{jt})$ می باشد. به عبارت دیگر، معیار به موقع بودن، توان توضیح دهندگی الگو می باشد. ارزش های بیشتر TL_{jt} نشان دهنده به موقع بودن سود بیشتر می باشد. برای این منظور برای هر یک از شرکتهای نمونه ضریب تعیین تعدیل شده $(AdjR^2_{jt})$ بر اساس الگوی شماره ۱ محاسبه شده است.

متغیر وابسته

متغیر وابسته تحقیق بازده غیر عادی تجمعی می باشد. مبنای محاسبات هفته دوم بعد از عرضه های عمومی شرکتها می باشد (چون عرضه های اولیه ابتدا به منظور کشف قیمت به صورت درصدی از عرضه کل صورت می گیرد و عرضه های کامل عموماً بعد از یک هفته شروع می شود). برای این منظور روز ۱۰ (دو هفته کاری) بعد از عرضه را به عنوان روز ۰ و روز قبل از آن به عنوان روز -۱ و روز بعد به عنوان روز ۱ برای محاسبه بازده غیر عادی تجمعی دو هفته بعد از عرضه عمومی سهام در نظر گرفته شده است.

ابتدا از حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین مدل بازار به منظور محاسبه بازده غیر عادی انباشته در دوره وقوع استفاده شده است.

$$R_{j,t} = \eta_{0,j} + \eta_{1,j}R_{M,t} + \sigma_{j,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - n_{0,j} - n_{1,j}R_{M,t} \quad t = -1, 0, 1 \quad \text{مدل (۳)}$$

$$MODEL_CAR_j = \sum_{t=-1,0,1} (R_{j,t} - R_{M,t}) \quad \text{مدل (۴)}$$

در معادلات فوق؛

$R_{j,t}$ بازده اولیه شرکت j در روز t می باشد.

$R_{M,t}$ بازده بازار می باشد از شاخص قیمت و بازده نقدی برای محاسبه بازده بازار در دوره زمانی فوق استفاده شده است.

N_{0j} و N_{1j} ضرایب تخمین شده ناشی از مدل می باشند.

$AR_{j,t}$ بازده غیر عادی شرکت j در روز t می باشد.

متغیر وابسته، بازده غیر عادی انباشته (مدل CAR_j)، جمع بازده های غیر عادی در دوره وقوع است.

متغیرهای کنترل

اندازه عرضه

اندازه عرضه از نسبت تعداد سهام عرضه شده در روز عرضه اولیه سهم در بورس اوراق بهادار به کل تعداد سهام شرکت در مقطع عرضه اولیه بدست می آید. نتیجه تحقیق کیماز (۲۰۰۰) رابطه بین درصد عرضه سهام و سطح قیمت گذاری کمتر از واقع را منفی نشان داد.

اندازه شرکت

در این تحقیق اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل داراییها شرکت محاسبه شده است. وانگ (۲۰۱۰) استدلال می کند که شرکتها بزرگتر معمولاً توسط تحلیلگران بیشتر مورد توجه قرار می گیرند. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران کمتر است. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکتهای بزرگ در مقابل شرکتهای کوچک کمتر است. به اعتقاد ریتر (۱۹۹۱) و کیماز (۲۰۰۰) شرکتهای کوچک به دلیل ابهامات بیشتری که در مورد ارزش ذاتی و آینده آنها در بازار وجود دارد، در مقایسه با شرکتهای بزرگ، ریسک بیش تری داشته و بیشتر در معرض اهداف سوداگرانه سرمایه گذاران قرار می گیرند. کولی و سورت (۲۰۰۱) و چان و همکاران (۲۰۰۴) نیز نشان دادند که بین بازده غیرعادی کوتاه مدت عرضه سهام و اندازه شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین بین بازده کوتاه مدت و اندازه شرکت رابطه منفی وجود دارد.

مدل نهایی برای تخمین فرضیه به شرح زیر می باشد.

$$CAR_j = B_0 + B_1 \times TL_j + B_2 \times OFFER - SIZE_j + B_3 \times FIRM - SIZE_j + \varepsilon_i \quad \text{مدل (۵)}$$

که در آن:

CAR_j بازده غیرعادی انباشته، TL_j به موقع بودن سود، $OFFER - SIZE_j$ اندازه عرضه و $FIRM - SIZE_j$ اندازه شرکت می باشد.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای اصلی تحقیق در نگاره شماره (۱) ارائه شده است، تعداد سال-شرکت مورد مشاهده ۵۰۴ بوده و متغیرهای مربوط به اندازه شرکت بر مبنای لگاریتم و متغیر مربوط به سود نیز توسط ارزش بازار سال قبل همگن شده است.

نگاره (۱): نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

| متغیر | علامت اختصاری | میانگین | میان | انحراف معیار | حداقل | حداکثر |
|------------------|----------------------|---------|-------|--------------|-------|--------|
| بازده | $RET_{j,t}$ | ۰/۲۲ | ۰/۱۹ | ۰/۳۹ | -۰/۵۷ | ۰/۱۷ |
| متغیر مجازی | $NEG_{j,t}$ | ۰/۳۰ | ۰ | ۰/۴۶ | ۰ | ۱ |
| مجازی در بازده | $NEG_{j,t}RET_{j,t}$ | -۰/۶۲۹ | ۰ | ۰/۱۲۵ | -۰/۵۷ | ۰ |
| سود | EAR_{it} | ۰/۲۶ | ۰/۲۲ | ۰/۲۱ | ۰/۰۲ | ۰/۵ |
| به موقع بودن سود | TL_j | ۰/۲۸ | ۰/۲۳ | ۰/۲۱ | ۰/۰۰۳ | ۰/۸۰ |
| بازده غیرعادی | CAR_j | ۰/۱۲۱ | ۰/۱۰۹ | ۰/۱۹ | -۰/۰۹ | ۰/۶۹ |
| اندازه شرکت | $FIRM - SIZE_j$ | ۵/۸۷ | ۵/۷۴ | ۰/۷۷ | ۴/۵۴ | ۷/۸۹ |
| اندازه عرضه | $OFFER - SIZE_j$ | ۲۰/۶ | ۱۷/۱ | ۱۹/۸ | ۰/۱۸ | ۰/۵۵ |

نتایج تحلیل توصیفی داده‌ها بیانگر این است که میانگین ضریب تعیین تعدیل شده شرکتها یا به عبارتی میانگین به موقع بودن سود (TL_j) شرکتها نمونه ۲۸٪ می باشد، میانگین بازده غیرعادی تجمعی نیز برابر با ۱۲/۱٪ می باشد که وجود بازده غیرعادی کوتاه مدت عرضه های عمومی سهام را مورد تایید قرار داد.

نتایج آزمون فرضیه تحقیق

نگاره شماره (۲) - نتایج به موقع بودن سود شرکتها

| متغیر | علامت اختصاری | ضریب متغیر | آماره t | سطح معناداری |
|----------------------|----------------------|---------------------|---------|--------------|
| مقدار ثابت | $b_{j,0}$ | ۰/۱۷ | ۱۸/۶ | ۰/۰۰۰ |
| بازده | $RET_{j,t}$ | ۰/۰۰۲ | ۷/۵۴ | ۰/۰۰۰ |
| متغیر مجازی | $NEG_{j,t}$ | -۰/۰۳ | -۱/۶۸ | ۰/۰۹ |
| مجازی در بازده | $NEG_{j,t}RET_{j,t}$ | ۰/۰۰۱ | -۲/۰۲ | ۰/۰۴ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | | آماره F | | ۶/۵ |
| آماره دوربین واتسون | | سطح معناداری کل مدل | | ۰/۰۰۰ |
| آزمون F لیمر | | آزمون هاسمن | | ۹/۹۲ |
| سطح معناداری | | سطح معناداری | | ۰/۰۰۰ |

برای آزمون فرضیات ابتدا به موقع بودن سود با مدل (۱) برای هر شرکت تخمین زده شده است که در قسمت آمار توصیفی نگاره (۱) توضیح داده شد. همچنین به موقع بودن سود کل شرکتها به شرح نگاره (۲) تخمین زده شده است.

همانطور که در نگاره (۲) مشاهده می شود، ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰/۳۱ می باشد و بیانگر پایین بودن متغیر به موقع بودن سود شرکتها می باشد، ضریب مربوط به بازده سالانه (ret) مثبت و در سطح ۰/۹۹ معنادار می باشد که بیانگر حساسیت سود به اخبار خوب می باشد. همچنین آزمون F فیشر در سطح اطمینان بیشتر از ۰/۹۹ معنادار می باشد و آماره دوربین واتسون نیز بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد، که صحت الگوی رگرسیون را در مورد خطی بودن روابط بین متغیرها و استقلال مشاهدات تایید می کند. با توجه به اینکه داده های مورد تجزیه و تحلیل از نوع داده های ترکیبی می باشند، ابتدا بایستی با استفاده از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن نوع تخمین مدل را تعیین نمود، با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر برابر (۰/۰۰۰) می باشد. در نتیجه فرض H_0 در سطح اطمینان بیشتر از ۰/۹۹ رد شده است و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. و از آنجایی که سطح معناداری به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با (۰/۰۰۰) می باشد بنابراین فرض H_0 (روش اثرات تصادفی) رد شده است و در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می شود.

پس از اینکه مدل (۱) برای شناسایی به موقع بودن سود شرکتها تخمین زده شد، مدل (۵) برای آزمون فرضیه تحقیق به شرح نگاره (۳) تخمین زده شده است.

نگاره (۳): نتایج آزمون فرضیه تحقیق

| متغیر | علامت اختصاری | ضریب متغیر | آماره t | سطح معناداری |
|----------------------|------------------|---------------------|---------|--------------|
| مقدار ثابت | C | ۴۷/۲۴ | ۲/۷ | ۰/۰۱ |
| به موقع بودن سود | TL_j | -۵/۹ | -۰/۷۵ | ۰/۴۶ |
| اندازه شرکت | $FIRM - SIZE_j$ | -۵/۹۶ | -۱/۹۹ | ۰/۰۵ |
| اندازه عرضه | $OFFER - SIZE_j$ | -۰/۱۵ | -۲/۱ | ۰/۰۴ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۲۲ | آماره F | ۵/۵۱ | |
| آماره دوربین واتسون | ۲/۱ | سطح معناداری کل مدل | ۰/۰۰۰ | |
| آزمون F لیمر | ۰/۸۵ | سطح معناداری | ۰/۵۸ | |

همانطور که مشاهده می‌کنید آزمون F در سطح اطمینان بیشتر از ۹۹ درصد معنادار می‌باشد و آماره دوربین واتسون نیز ۲/۱ می‌باشد، که صحت الگوی رگرسیون را در مورد خطی بودن روابط بین متغیرها و استقلال مشاهدات تایید می‌کند. با توجه به اینکه سطح معنی داری به دست آمده از آزمون F لیمبر برابر (۰/۵۸) می‌باشد، فرض H_0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نشده است و روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود. همانطور که در جدول شماره (۳) مشاهده می‌شود، ضریب به موقع بودن سود (TL) برابر با ۵/۹- می‌باشد که بیانگر این می‌باشد که رابطه بین به موقع بودن سود منفی ولی با توجه به سطح معناداری (۰/۴۶) این ارتباط معنادار نمی‌باشد. بنابراین، فرضیه تحقیق مبنی بر وجود ارتباط معنادار بین به موقع بودن سود و بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام تایید نشده است. همچنین ضریب اندازه شرکت منفی و در سطح ۹۵٪ معنادار می‌باشد، که بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین بازده غیرعادی و اندازه شرکت می‌باشد. ضریب اندازه عرضه عمومی اولیه سهام نیز منفی و در سطح ۹۵٪ معنادار می‌باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معنادار بین بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام و اندازه عرضه می‌باشد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف این تحقیق بررسی تاثیر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی کوتاه مدت عرضه‌های عمومی سهام است. در این تحقیق ابتدا به موقع بودن سود شرکتها با استفاده از تحلیل پانلی تخمین زده شد. سپس اثر آن (به عنوان متغیر مستقل) بر بازده غیرعادی کوتاه مدت عرضه عمومی سهام تخمین زده شد. نتایج ناشی از مدل به موقع بودن سود شرکتها (مدل شماره ۱) نشان داد که سود شرکت‌های عرضه‌کننده سهام کمتر به موقع می‌باشد. همچنین بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام نیز (بر مبنای الگوی شماره ۲، ۳ و ۴) برای هر شرکت محاسبه گردید. نتایج بیانگر وجود ۱۲/۱٪ بازده غیر عادی تجمعی در دو هفته بعد از عرضه عمومی سهام می‌باشد و فرضیه وجود بازده غیرعادی کوتاه مدت عرضه‌های عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد تایید قرار می‌دهد. نتایج این تحقیق با تحقیق باقرزاده و همکاران (۱۳۸۸) مطابقت دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق حاکی از ارتباط منفی به موقع بودن سود شرکتها و بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام است، اما این ارتباط معنادار نمی‌باشد. ارتباط منفی بیانگر این می‌باشد که هرچه سود به موقع تر باشد بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام

کمتر می شود، به بیان دیگر هرچه سود به موقع تر باشد عدم تقارن اطلاعاتی نیز کمتر می شود. همچنین نتایج بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین بازده غیرعادی و اندازه شرکت می باشد، که با تحقیق کیماز (۲۰۰۰)، کولی و سورت (۲۰۰۱)، چان و همکاران (۲۰۰۴) و وانگ (۲۰۱۰) مبنی بر وجود ارتباط منفی بین اندازه شرکت و بازده غیرعادی کوتاه مدت مطابقت دارد. ضریب اندازه عرضه عمومی اولیه سهام منفی و در سطح ۹۵٪ معنادار می باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معنادار بین بازده غیرعادی عرضه عمومی اولیه سهام و اندازه عرضه می باشد، که با نتیجه تحقیق کیماز (۲۰۰۰) مطابقت دارد.

بر اساس نتایج تحقیق، پیشنهاد ذیل ارائه می گردد:

با توجه به رابطه منفی و معنادار بین اندازه شرکت و بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود تا در تصمیم گیری های خرید سهام اندازه شرکت را نیز لحاظ نمایند.

در ادامه این تحقیق، موضوعات زیر برای پژوهشهای آینده پیشنهاد می شود:

الف) تحقیق درباره شناسایی الگویی جدید برای شناسایی به موقع بودن سود شرکتی که دارای عرضه عمومی سهام هستند.

ب) شناسایی تاثیر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی بلندمدت عرضه های عمومی سهام شرکتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محدودیت تحقیق

بدلیل کم بودن اطلاعات مربوط به سود سالهای قبل از عرضه عمومی سهام، به منظور تعیین به موقع بودن سود شرکتها از سودهای فصلی استفاده شده که برای مقایسه کردن با تحقیقات آتی در این زمینه باید این عامل در نظر گرفته شود

منابع

- اقبال نیا، محمد. (۱۳۸۸). بررسی عملکرد کوتاه مدت سهام عرضه عمومی اولیه: شواهد تجربی از بورس تهران. هفتمین کنفرانس بین المللی مدیریت.
- باقرزاده، سعید، نیکبخت، محمدرضا و نوروش، ایرج. (۱۳۸۸). عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه های عمومی اولیه (IPOS) در بورس اوراق بهادار تهران. *مدرس علوم انسانی-پژوهشهای مدیریت در ایران*، دوره ۱۵ (۱) ۷۷-۱۰۷.

- خدایمی‌پور، احمد و قدیری، محمد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره ۲ (۲)، ۱-۲۹.
- کردستانی، غلامرضا و آشتاب، علی. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین خطای پیش بینی سود و بازده غیر عادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*. دوره ۱۷ (۶۰)، ۹۳-۱۰۸.
- تبریزی، عبده و دموری، داریوش. (۱۳۸۲). شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، دوره ۵ (۱۵)، ۲۳-۵۰.
- Balla, R. and Shivakumar, L. (2008). "Earnings quality at initial public offerings", *Journal of Accounting and Economics*, 45 (, 324-349.
- Bayless, M. and Chaplinsky, S. (1996). "Is there a window of opportunity for seasond equity issuance?", *Journal of finance*, 51 (,253-27.
- Chen, G., Firth, M and Kim. J. B. (2004). "IPO underpricing in China's New Stock markets." *Journal of Multinational Financial Management* (14).
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P. M and Schipper, K. (2004). "Costs of Equity and Earnings Attributes". *The Accounting Review*, 79 (4).
- Kiyamaz, Halil. (2000). "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange." *Journal of Multinational Financial Management*, (10).
- Kooli, M and Suret, J. M. (2001) , "The underpricing of initial public offerings: further Canadian evidence", *Working Paper*, University of Laval, (44).
- Loughran T and Ritter. J. R. (1995) "The new issues puzzle"; *Journal of Finance* (50).
- Megginson, W., Nash, R., Netter, J and Poulsen, A. (2001) , "The Choice of Private Versus Public Capital Markets: Evidence from Privatizations", *University of Georgia*, 1-33.
- Myers, S.C. and Magluf. N. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of financial economics*, (13) , 187-221.
- Ritter, R. (1991) , "The long-run performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, (40) , 3-27.
- Wang, J. (2010). "Earnings Timeliness and Seasoned Equity Offering Announcement Effect", *world Accounting Frontiers Series-2nd conference* , University of Western Sydney, 204-223.