

## **The Effects of Primary and Secondary Equity Markets on Firm Performance**

**Mohammad Eghbalnia\*, Babak Hajizadeh\*\*, Abas Ebrahimi\*\*\***

### **Abstract**

This paper investigates the effects of primary and secondary equity markets on Tehran Stock Exchange's firms' performance after IPO in an integrated framework; because both markets interact closely in reality and firms are affected by both. This paper uses share sold by initial owners in IPO as proxy for primary market and investment-to-price sensitivity and stock price informativeness as proxies for secondary market. This paper also utilizes EBIT-to-Assets, Sales-to-Assets and Net income-to-Assets as proxies for firm's performance. A non-parametric quantile regression is employed for 51 firms over the period of 2001-2019. The results show that if we consider shares sold by initial owners as primary market, this factor does not affect firm's performance; while in the secondary market, investment-to-price sensitivity has at first negative effects thereafter affects performance positively and also there is a negative relationship between stock price informativeness and Sales-to-Assets.

**Keywords: Primary Markets; Secondary Markets; Firm Performance; Investment-to-Price Sensitivity; Stock Price Informativeness.**

---

Received: 2019.November.18., Accepted: 2020.April.07.

\*Assistant Prof, Department of Financial Management, Kharazmi University, Tehran, Iran.

\*\*MSc. In Financial Management, Kharazmi University, Tehran, Iran.

\*\*\*MSc. In Financial Management, Kharazmi University, Tehran, Iran (Corresponding Author).

E-mail: Ebrahimi7093@gmail.com

## تأثیر بازارهای اولیه و ثانویه بر عملکرد شرکت‌ها

محمد اقبال‌نیا\*، بابک حاجی‌زاده\*\*، عباس ابراهیمی\*\*\*

### چکیده

در این پژوهش، تأثیر بازارهای اولیه و ثانویه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» بعد از عرضه عمومی اولیه در یک چارچوب یکپارچه بررسی می‌شود؛ چراکه هر دو بازار به نوعی با هم تعامل دارند و شرکت‌ها از هر دو بازار تأثیر می‌پذیرند. این مطالعه درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان اولیه شرکت در عرضه عمومی اولیه را به‌عنوان متغیر بازار اولیه و حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را به‌عنوان متغیرهای بازار ثانویه در نظر می‌گیرد؛ همچنین از نسبت‌های سود عملیاتی به دارایی، فروش به دارایی و سود خالص به دارایی به‌عنوان متغیرهای عملکرد استفاده می‌شود. این پژوهش با استفاده از داده‌های ۵۱ شرکت و روش رگرسیون‌های چارکی ناپارامتریک طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۷ انجام شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد چنانچه بازار اولیه بر مبنای درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان شرکت در نظر گرفته شود، متغیر مزبور بر عملکرد شرکت‌ها اثرگذار نیست؛ از طرفی در رابطه با تأثیر بازار ثانویه بر عملکرد شرکت‌ها ملاحظه شد که حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام ابتدا به‌صورت معکوس و سپس به‌صورت مستقیم بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؛ همچنین بین محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و متغیر عملکردی فروش رابطه‌ای معکوس وجود دارد.

**کلیدواژه‌ها:** بازار اولیه؛ بازار ثانویه؛ عملکرد شرکت؛ حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت؛ محتوای اطلاعاتی قیمت سهام.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۸/۰۸/۲۷، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۹/۰۱/۱۹.

\* استادیار گروه مدیریت مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران.

\*\* کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران.

\*\*\* کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

E-mail: Ebrahimi7093@gmail.com

## ۱. مقدمه

بازار سرمایه یکی از ارکان اصلی اقتصاد هر کشوری است؛ چراکه به تخصیص بهینه منابع مالی به شرکت‌های موجود در آن منجر می‌شود؛ بنابراین شرکت‌ها برای دسترسی به تأمین‌کنندگان این منابع و در پی آن بزرگ‌تر شدن و همچنین افزایش نقدشوندگی سعی در ورود به این بازار را دارند. بازار اولیه مکانی است که این شرکت‌ها به بازار سرمایه ورود پیدا کرده و سهام خود را برای نخستین بار به عموم عرضه می‌کنند که در اصطلاح «عرضه عمومی اولیه (IPO) اوراق بهادار» نامیده می‌شود. پس از عرضه اولیه، سهام این شرکت‌ها در بازار ثانویه مورد مبادله قرار می‌گیرد. در همین راستا مطالعاتی در خصوص تأثیرات بازارهای اولیه و ثانویه بر عملکرد شرکت‌ها صورت گرفته است. در این مطالعات معمولاً منابع به دست آمده از عرضه عمومی اولیه و تخصیص این منابع به خرید دارایی‌های ثابت، بازپرداخت بدهی، سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری و سهام به‌عنوان متغیرهای بازار اولیه در نظر گرفته می‌شوند؛ بنابراین با در نظر گرفتن اینکه در ایران معمولاً منابع حاصل از عرضه عمومی اولیه به داخل شرکت‌ها تزریق نمی‌شود، در پژوهش حاضر درصد سهام عرضه شده توسط مالکان شرکت قبل از عرضه عمومی اولیه به‌عنوان متغیر این بازار در نظر گرفته می‌شود. از طرفی مطالعاتی که در مورد بازار ثانویه انجام شده است، نقدشوندگی را به‌عنوان متغیر این بازار در نظر گرفته‌اند. این مطالعه به‌جای استفاده از متغیر نقدشوندگی دو متغیر جایگزین را معرفی می‌کند: ۱. حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت که درجه وابستگی و تعامل بین قیمت سهام و تصمیمات واقعی سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد و ۲. محتوای اطلاعاتی قیمت سهام که نشان‌دهنده میزان اطلاعات محرمانه موجود در قیمت سهام است.

در این مطالعه با درپیش گرفتن رویه‌ای متفاوت با مطالعات قبلی و علاوه بر معرفی متغیرهای جدید برای بازار ثانویه، تأثیر هر دو بازار اولیه و ثانویه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران» با استفاده از متغیرهای ذکر شده برای این بازارها بررسی می‌شود. پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به پرسش‌های زیر است:

۱. آیا بازار اولیه بر عملکرد شرکت‌های «بورس اوراق بهادار تهران» تأثیر می‌گذارد؟

۲. آیا بازار ثانویه بر عملکرد شرکت‌های «بورس اوراق بهادار تهران» تأثیر می‌گذارد؟

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

برای پیشینه کردن ثروت سهامداران باید بعد از عرضه اولیه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اتخاذ شود. قیمت سهام یکی از موارد مهمی است که مدیران در روند تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری مورد

<sup>1</sup> Initial Public Offering

توجه قرار می‌دهند؛ به عبارت دیگر مدیران می‌توانند از قیمت سهام یاد بگیرند. داو و گورتن (۱۹۹۷)، معتقدند قیمت سهام نتیجه مجموع اطلاعات در اختیار تعداد زیادی شرکت‌کننده در بازار است که ممکن است برخی از آن‌ها اطلاعاتی فراتر از اطلاعات عمومی منتشرشده توسط شرکت‌ها داشته باشند [۲۱]. قیمت بالاتر (پایین‌تر) سهام در بازار ناقل اطلاعات مثبت (منفی) اضافی در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تصمیم‌های گذشته مدیران برای مدیرانی است که پاداش آن‌ها بر اساس مشوق‌های مدیریتی است. این ارزش‌گذاری بازار، بازخوردی از بازار مالی است و در مورد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که یک پروژه اجرا یا لغو شود و یا به تأخیر بیفتد و یا به سرمایه‌گذاری کم یا بیش از حد منجر شود [۱۳، ۲۵، ۳۹]. بر اساس پژوهش سابراهمانیام و تیمان (۱۹۹۹)، هدف اصلی مدیران به دست آوردن این اطلاعات ارزشمند از قیمت سهام پیش از عرضه عمومی است [۴۰]. فوکالت و فرسارت (۲۰۱۲)، فرض کرده‌اند که این فرآیند موجب بهبود کارایی تخصیص سرمایه شرکت می‌شود. به علاوه آن‌ها ادعا می‌کنند که بالابودن حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت منجر به عملکرد عملیاتی بهتر شرکت می‌شود [۲۴].

مطالعات موجود در مورد حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت همواره نتایج نامعلومی نشان می‌دهند. برای مثال، مورک و همکاران (۱۹۹۰)، ادعا کردند که اطلاعات موجود در قیمت سهام اهمیتی برای مدیران ندارد؛ زیرا ارزش‌گذاری بازار اطلاعات اضافی دیگری جز ارزش‌گذاری داخلی ندارد [۳۲]. بلانچارت و همکاران (۱۹۹۳)، معتقدند مادامی که قیمت سهام موارد بنیادی را به‌طور کامل منعکس نکند، ارزش‌گذاری بازار در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر محدودی دارد. آن‌ها نشان دادند که پاسخ مدیران به عدم قیمت‌گذاری درست بازار به‌صورت انتشار سهام جدید، تنها یک انتقال مالکیت از سهامداران قدیم به سهامداران جدید است [۱۳].

بیکر و ورگلر (۲۰۰۲) و بیکر و همکاران (۲۰۰۳)، به این نتیجه رسیدند انتشار سهام یا کانال تأمین مالی به این اشاره دارد که مدیران زمانی که بازار، سهام شرکت را بیش از واقع قیمت‌گذاری کرده است، تمایل به انتشار سهام دارند و زمانی که سهام کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده باشد، تمایل به بازخرید سهام از بازار را دارند [۸، ۹]. از طرف دیگر، پولک و ساینزا (۲۰۰۸)، نشان دادند که مدیران لزوماً به عدم قیمت‌گذاری درست در قالب انتشار سهام جدید پاسخ نمی‌دهند؛ بلکه پاسخ آن‌ها از طریق تغییر در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری است. با کار روی تمایل بازار، آن‌ها دریافتند که شرکت‌ها ممکن است به دو صورت از عدم قیمت‌گذاری درست منتفع شوند: ۱. پذیرش پروژه‌های سرمایه‌گذاری غیرسودمند هنگامی که سهام آن‌ها بیش از واقع قیمت‌گذاری شده است؛ ۲. به تأخیر انداختن پروژه‌های سودمند هنگامی که سهام آن‌ها کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده است. آن‌ها همچنین نشان دادند که سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با حجم تحقیق و توسعه و دادوستد سهام بالاتر، حساسیت بیشتری به عدم قیمت‌گذاری درست دارد [۳۴].

اوتچینیکوف و مک‌کونل (۲۰۰۹)، دریافتند که هم شرکت‌هایی که سهام آن‌ها بیش از واقع ارزش‌گذاری شده و هم شرکت‌هایی که سهام آن‌ها کمتر از واقع ارزش‌گذاری شده، ممکن است حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت مشابهی داشته باشند. سرمایه‌گذاری به میزان زیادی، هم از معیارهای اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری که مبتنی بر قیمت هستند و هم از معیارهایی که مبتنی بر قیمت نیستند، تأثیر می‌پذیرد؛ اگرچه طبق این اندازه‌گیری‌ها رابطه بین سرمایه‌گذاری و قیمت از طرف سرمایه‌گذاری به طرف قیمت سهام است و نه برعکس [۳۳].

برخی از مطالعات صورت‌گرفته در بازار ایالات متحده مثل مطالعه چن و همکاران (۲۰۰۷)، نشان داد که رابطه مثبتی بین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و قیمت سهام وجود دارد [۱۸]؛ در حالی که برخی دیگر مثل بکی و وایتد (۲۰۱۰)، به نبود رابطه اشاره کرده‌اند [۱۰]. این دو مطالعه تأیید می‌کنند هنگامی که قیمت‌ها به دو صورت حاوی اطلاعات خصوصی و عمومی تقسیم شوند، اطلاعات خصوصی به‌عنوان معیاری برای محتوای اطلاعاتی سهام نقش حیاتی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت ایفا می‌کند. شواهد برای دیگر بازارها نتایج نامعلومی نشان می‌دهد. پژوهش فورستر (۲۰۰۵)، نشان داد که در آلمان قیمت سهام می‌تواند رابطه مثبتی با سرمایه‌گذاری داشته باشد؛ اما حساسیت سرمایه‌گذاری به تغییرات قیمت به دلیل کوچک بودن ضریب رگرسیون ناچیز است [۲۳]. جیانگ و همکاران (۲۰۱۱)، پژوهشی در رابطه با حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام در سطح بین‌المللی شامل ۲۲ بازار خارج از ایالت متحده انجام دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که هر چه مالکیت متمرکزتر باشد، انگیزه مدیران برای یادگیری از قیمت سهام کمتر می‌شود [۲۷]. درضمن بولبول و عمران (۲۰۰۵)، با مطالعه ۵ بازار عربی نشان دادند که قیمت سهام تأثیری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ندارد [۱۴].

وابستگی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به قیمت سهام به نوبه خود به محتوای اطلاعاتی قیمت بستگی دارد. به عقیده دورنف و همکاران (۲۰۰۴)، هر چه قیمت حاوی اطلاعات بیشتری باشد، تخصیص سرمایه‌گذاری کاراتر است [۲۲]. چن و همکاران (۲۰۰۷)، مدعی هستند آنچه مدیران از قیمت سهام یاد می‌گیرند در واقع همان اطلاعات محرمانه موجود در قیمت است. آن‌ها نشان دادند قیمت سهام حاوی هر دو نوع اطلاعات عمومی و محرمانه است؛ اما آنچه برای مدیران اهمیت دارد، اطلاعات محرمانه‌ای است که در فعالیت‌های معاملاتی سفته‌بازان وجود دارد [۱۸]. شواهد تجربی از بازارهای خارج از ایالت متحده نشان‌دهنده عدم‌سازگاری با این موضوع است. برای مثال ونگ و همکاران (۲۰۰۹)، شیائو (۲۰۰۹) و کونگ و همکاران (۲۰۱۱)، برای بازار چین نتایج مختلفی به‌دست آوردند؛ به‌طوری‌که ونگ و همکاران (۲۰۰۹)، مخالف فرضیه محتوای اطلاعاتی و شیائو (۲۰۰۹) و کونگ و همکاران (۲۰۱۱)، موافق آن هستند. ونگ و همکاران (۲۰۰۹)، معتقدند قیمت سهام حاوی اطلاعات اضافی بسیار کمی در رابطه با عملکرد عملیاتی

آینده شرکت است. ویژگی‌های بازار چین از جمله روش‌های حاکمیت شرکتی ضعیف، دستکاری بازار و شرکت‌های تحت سلطه شرکت‌های دولتی باعث این شرایط اطلاعاتی ضعیف شده است [۴۲]. از طرف دیگر شیائو (۲۰۰۹)، نشان داد که سرمایه‌گذاری به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای از نظر آماری از طریق کیو توبین تحت تأثیر قیمت سهام قرار دارد [۴۳]. کونگ و همکاران (۲۰۱۱)، نشان دادند که اطلاعات نامتقارن، تأثیر کاهنده‌ای بر حساسیت قیمت‌ها به سرمایه‌گذاری دارند. در پژوهش آن‌ها قیمت‌های سهام و اطلاعات محرمانه شرکت‌ها همبستگی مثبتی با سرمایه‌گذاری نشان داد. آن‌ها همچنین نتیجه گرفتند که سرمایه‌گذاری ممکن است به‌صورت مثبت یا منفی با قیمت سهام در ارتباط باشد [۲۹]. اندرسون و سابارامان (۱۹۹۶)، در مطالعه‌ای در سطح کلان در استرالیا، نشان دادند که اجزای بنیادی قیمت سهام نقش بیشتری در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نسبت به اجزای سفته‌بازانه دارد [۱].

اسکر و همکاران (۲۰۱۵)، نشان دادند که تأثیر قیمت سهام بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری توسط رفتار کوتاه‌بینانه مدیران نیز تعیین می‌شود. آن‌ها توضیح دادند اگرچه هدف از عرضه اولیه افزایش وجوه برای سرمایه‌گذاری است، ولی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری با فشارهای کوتاه‌مدت تحریف می‌شوند. این فشارها به کم‌شدن حساسیت مدیران به تغییر در فرصت‌های سرمایه‌گذاری منجر می‌شود [۵]. اسکر و همکاران (۲۰۱۵)، با در نظر گرفتن این فرض که شرکت‌های خصوصی دارای مسائل نمایندگی اندکی هستند، نشان دادند این رفتار کوتاه‌بینانه باعث می‌شود شرکت‌هایی که به‌صورت عمومی عرضه شده‌اند، به‌جای بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مثبت، از شوک‌های درآمدی منفی ناشی از تصمیم‌های سرمایه‌گذاری پرهیز کنند؛ در نتیجه شرکت‌هایی که به‌صورت عمومی عرضه شده‌اند به قیمت سهام حساسیت بیشتری دارند [۵].

به‌طور کلی زمانی که قیمت سهام حاوی اطلاعات مفیدی برای مدیران است و این مدیران از آن‌ها در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند، بازارهای سهام موضوعی کم‌اهمیت نیستند [۳۲] و بر فعالیت‌های واقعی اقتصاد تأثیر می‌گذارند [۲۳، ۱۵]؛ به‌عبارت‌دیگر بازار ثانویه از طریق قیمت سهام اثر واقعی بر فعالیت اقتصادی دارد. فورستر (۲۰۰۵)، نشان داد که سه راه ارتباطی بین قیمت سهام و فعالیت‌های واقعی اقتصاد وجود دارد: کانال  $q$ ؛ کانال ترازنامه و کانال مصرف-ثروت [۲۳]. کانال  $q$  بر اساس پژوهش برینارد و توبین (۱۹۶۸)، نشان می‌دهد انگیزه یک شرکت برای سرمایه‌گذاری توسط کیو توبین (نسبت قیمت سهام به هزینه جایگزینی سرمایه) اندازه‌گیری می‌شود. اگر قیمت، بالاتر از هزینه جایگزینی باشد (یعنی نسبت بزرگ‌تر از ۱)، شرکت باید سرمایه‌گذاری کند؛ زیرا هزینه این سرمایه‌گذاری کمتر از ارزش سرمایه است [۱۶]. رومر (۲۰۰۶)، نشان داد چطور می‌توان ارزش فعلی منفعت ناشی از یک دلار اضافی

1. Replacement cost of capital.

سرمایه‌گذاری توسط کیو توپین را بیان کرد که در این صورت این نسبت تمام اطلاعات آینده در مورد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را منعکس می‌کند [۳۷]. کانال ترازنامه که برای تمام عوامل اقتصادی دارای سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد، نشان می‌دهد قیمت سهام نقدینگی خانوار و تقاضای آن‌ها برای مسکن و کالای بادوام و همچنین هزینه‌های تأمین مالی بیرونی بانک‌ها و شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به‌طور کلی تغییر در قیمت سهام بر ارزش دارایی‌های مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. ارزش‌گذاری مجدد دارایی‌های مالی به ارزش‌گذاری مجدد وثیقه‌هایی که اغلب مبتنی بر یکسری دارایی‌های مالی هستند، منجر می‌شود و این باعث تغییر در ظرفیت وام‌گیری شرکت خواهد شد. به‌طور مشابه، تغییر در دارایی‌های بانک‌ها یا دیگر مؤسسه‌های مالی غیربانکی به تغییر ظرفیت وام‌دهی آن‌ها منجر می‌شود. به‌طور خلاصه قیمت سهام شرکت‌هایی که به‌صورت عمومی عرضه شده‌اند، به دلیل اثراتی که بر ظرفیت وام‌گیری و وام‌دهی دارند، سرمایه‌گذاری دیگر شرکت‌ها و همچنین بانک‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند. کانال مصرف-ثروت نیز بر این اصل استوار است که تغییرات قیمت بر رفاه مالی خانوارها و همچنین مصرف حال و آینده آن‌ها اثر می‌گذارد.

با در نظر گرفتن نقش اطلاعاتی قیمت‌های سهام، بوند و همکاران (۲۰۱۲)، سه کانال مختلف معرفی می‌کنند: کانال یادگیری مدیریتی، کانال مشوق‌های مبتنی بر قیمت<sup>۱</sup> و کانال ثابت نگه‌داشتن غیرمنطقی قیمت<sup>۲</sup>. کانال یادگیری مدیریتی نشان می‌دهد که قیمت سهام بر تصمیم‌های مدیران تأثیر می‌گذارد. کانال مشوق‌های مبتنی بر قیمت نشان‌دهنده آن است که قیمت منعکس‌کننده تصمیم‌های مدیران است. یک طرح انگیزشی مدیریت نشان می‌دهد که پاداش مدیران بر اساس قیمت سهام مشخص می‌شود؛ بنابراین آن‌ها تصمیم‌هایی می‌گیرند که قیمت سهام افزایش پیدا کند. کانال ثابت نگه‌داشتن غیرمنطقی مشابه کانال یادگیری مدیریتی است؛ با این تفاوت که مدیران قیمت سهام را صرف‌نظر از اینکه تغییرات در موارد بنیادی را منعکس می‌کند، ثابت نگه می‌دارند. مدیران ممکن است به دلیل واکنش‌های بیش‌ازحد به تغییرات قیمت، تصمیم‌های غیرمنطقی اتخاذ کنند [۱۵]. در این مطالعه هم کانال  $q$  و هم کانال یادگیری مدیریتی در نظر گرفته می‌شود؛ یعنی مدیران با مشاهده کیو توپین از قیمت سهام یاد می‌گیرند.

پژوهش‌های یادشده در مورد حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام جدای از عملکرد شرکت انجام شده‌اند. این پژوهش نشان می‌دهد علاوه بر بازار اولیه، شرکت از نقش اطلاعاتی قیمت سهام در بازار ثانویه نیز منتفع می‌شود.

1. Price-based incentive channel.  
2. Irrational price anchoring channel.

در مورد بازار اولیه، درصد سهامی که به عموم عرضه می‌شود می‌تواند در مورد کیفیت عرضه عمومی اولیه به سرمایه‌گذاران سیگنال‌دهی کند. بر اساس پژوهش لیلند و پابل (۱۹۷۷)، اطلاعات محرمانه در مورد ارزش سهام شرکت قبل از عرضه عمومی اولیه از طریق درصد عرضه‌شده به سرمایه‌گذاران بالقوه سیگنال‌دهی می‌شود. آن‌ها دریافتند که ارزش سهام به‌طور مثبت با درصد سهام باقی‌مانده در اختیار سهامداران اولیه در ارتباط است [۳۰]. کیسی و شرت (۱۹۹۲)، نشان دادند که درصد بالای نگهداشت سهام توسط مالکان اولیه به کاهش عدم‌اطمینان سرمایه‌گذاران منجر می‌شود؛ چراکه نشان‌دهنده اعتقاد مالکان اولیه به خوب بودن عملکرد شرکت است. از طرفی نگهداشت درصد بالای سهام به کاهش درصد شناوری سهام در بازار منجر می‌شود [۲۸]. آندریانشاه (۲۰۱۷)، نقش بازارهای اولیه و ثانویه بر عملکرد شرکت‌ها را بررسی کرد که در پژوهش وی درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان اولیه شرکت به‌عنوان یکی از متغیرهای بازار اولیه در نظر گرفته است [۲].

با توجه به مطلب بالا برای آزمون تأثیر درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان اولیه شرکت بر عملکرد شرکت‌ها این متغیر به‌عنوان متغیر بازار اولیه در نظر گرفته می‌شود. طبق پژوهش بوند و همکاران (۲۰۱۲)، هر دو بازار تعامل نزدیکی با هم دارند [۱۵]. این مطالعه با فراهم کردن یک چارچوب واحد، نقش هر دو بازار را بر عملکرد شرکت بررسی کرده است.

در ادامه چند پژوهش دیگر در مورد تأثیرات بازارهای اولیه و ثانویه بر عملکرد شرکت‌ها به‌اختصار آورده شده است.

ونگ (۲۰۰۵)، تأثیر بازار اولیه را بر عملکرد شرکت‌های چینی طی سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۰ بررسی کرد. پژوهش وی بر درصد مالکیت سهام شرکت‌ها تمرکز داشت. وی همچنین فروش به دارایی، سود عملیاتی به دارایی و سود خالص به دارایی را به‌عنوان متغیرهای نماینده عملکرد در نظر گرفت. نتیجه پژوهش حاکی از تأثیرگذاری درصد مالکیت حقوقی به‌صورت مستقیم و عدم تأثیرگذاری مالکیت حقیقی بود [۴۱].

فوکالت و فرسارد (۲۰۱۲)، تأثیر حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت بر عملکرد شرکت‌های آمریکایی و غیرآمریکایی را طی سال‌های ۱۹۸۹ تا ۲۰۰۶ بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها وجود رابطه‌ای مستقیم بین متغیرها را در مورد شرکت‌های آمریکایی نشان داد؛ به‌طوری‌که با افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت، متغیرهای سود خالص به دارایی و فروش به دارایی که متغیرهای نماینده عملکرد بودند، افزایش یافتند [۲۴].

حسینی و همکاران (۱۳۸۰)، ارتباط بین عملکرد شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام در «بورس اوراق بهادار تهران» را طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ بررسی کردند. آن‌ها بازده دارایی و شاخص



کیو توپین را به‌عنوان متغیرهای نماینده عملکرد در نظر گرفتند. در این پژوهش به پشتوانه نظریه‌های نمایندگی و بازخورد، ارتباط میان متغیرها بررسی شد. نتایج پژوهش نشان داد که میان نقدشوندگی و بازده دارایی و کیو توپین ارتباط مستقیمی وجود دارد [۲۶].

یعقوب‌نژاد و تاجیک‌نیا (۱۳۸۹)، عملکرد کوتاه‌مدت سهام در عرضه عمومی اولیه طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ را بررسی کردند. آن‌ها بازده سه‌ماهه سهام شرکت‌ها را به‌عنوان متغیر عملکرد در نظر گرفتند. آن‌ها همچنین از عوامل مالی و غیرمالی همچون حجم انتشار سهام، میزان شهرت مؤسسه حسابرسی‌کننده، میزان سرمایه شرکت و میزان تملک مالکیت سرمایه توسط اشخاص حقیقی و حقوقی استفاده کردند. درنهایت تنها متغیر شهرت شرکت حسابرسی‌کننده بر عملکرد شرکت اثرگذار بود [۴۴].

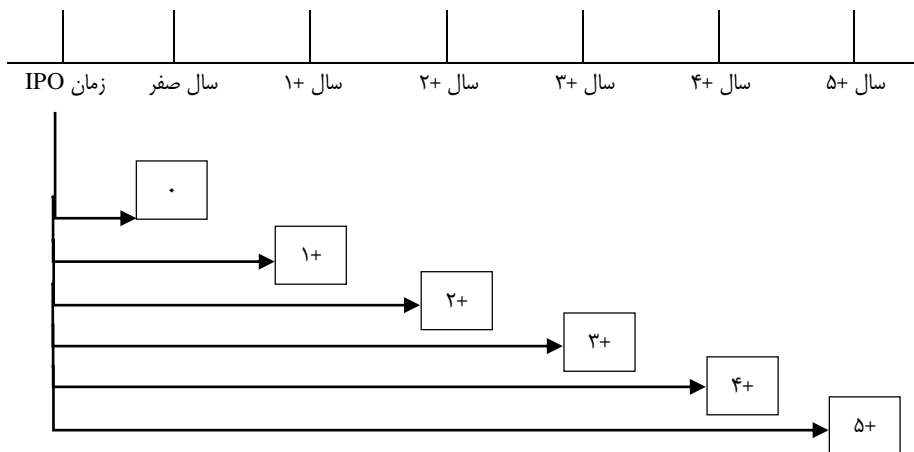
باقرزاده و همکاران (۱۳۹۰)، بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در ۲۰ صنعت در «بورس اوراق بهادار تهران» را طی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳ بررسی کردند. آن‌ها بازده چهار هفته ابتدایی از زمان عرضه اولیه را ملاک عملکرد قرار دادند و از متغیرهایی همچون اندازه شرکت، عمر شرکت، اهرم مالی و درصد عرضه اولیه سهام استفاده کردند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده تأثیرگذاری متغیرهای درصد عرضه اولیه سهام و اهرم مالی شرکت بر عملکرد شرکت بود [۷].

سنگینیان و همکاران (۱۳۹۳)، عوامل مؤثر بر عملکرد سهام در عرضه عمومی اولیه در «بورس اوراق بهادار تهران» را طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ شناسایی و بررسی کردند. آن‌ها بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت را متغیرهای نماینده عملکرد و متغیرهای اندازه شرکت، عمر شرکت، حجم ریالی معامله، نسبت قیمت به سود و درصد سهام عرضه‌شده در عرضه عمومی اولیه را به‌عنوان متغیرهای توضیحی در نظر گرفتند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده عدم تأثیرگذاری درصد سهام عرضه‌شده بر عملکرد شرکت‌ها بود [۳۸].

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های «بورس اوراق بهادار تهران» است. نمونه موردنظر به‌صورت غیراحتمالی قضاوتی هدفمند انتخاب شد؛ به‌صورتی که شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی و بانک‌ها با توجه به ماهیتی که دارند از نمونه خارج شدند؛ همچنین سهام شرکت‌های موردبررسی باید حداقل ۳ سال بعد از زمان عرضه عمومی اولیه در «بورس اوراق بهادار تهران» مبادله شده باشند. درمجموع تعداد ۵۱ سهام باقی ماند که در این پژوهش به‌کار گرفته شد. داده‌های موردنظر این پژوهش با استفاده از سایت بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و TseClient استخراج شدند. برای تحلیل داده‌ها نیز از

نرم‌افزارهای Excel، EViews و Stata استفاده شد. دوره موردبررسی از سال ۱۳۸۰ تا سال ۱۳۹۷ در نظر گرفته شده بود. خط زمانی موردنظر برای متغیرهای پژوهش مرتبط با هر شرکت به صورت شکل ۱، است.



شکل ۱. خط زمانی مرتبط با هر متغیر

**حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام.** این مطالعه برای محاسبه حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام از رویکرد اسکر و همکاران (۲۰۱۵) که حساسیت را طی یک دوره زمانی تخمین می‌زند، پیروی می‌کند. در این مطالعه دوره زمانی بر اساس دوره تغییر تجمعی در یک شاخص عملکرد عملیاتی انتخاب می‌شود. حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام (SENS) ضریب رگرسیون مربوط به معادله ۱ یا همان  $\gamma_1$  است:

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 Q_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{معادله (۱)}$$

در معادله بالا،  $I_{i,t}$  تغییر در کل خالص دارایی ثابت (اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات) شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $K_{i,t-1}$  سرمایه شرکت  $i$  در زمان  $t-1$  و  $Q_{i,t}$ ، کیو توبین شرکت  $i$  در زمان  $t$  است که به صورت نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری کل دارایی محاسبه می‌شود. مسئله اصلی با این سنجه این است که حداقل دو سال داده برای یک رگرسیون با یک متغیر مستقل و یک متغیر وابسته نیاز است. برای تخمین  $\gamma_1$  مربوط به سال ۳ از داده‌های سال‌های صفر تا ۳، برای سال ۴ از داده‌های سال‌های صفر تا ۴ و برای سال ۵ از داده‌های سال‌های صفر تا ۵ استفاده می‌شود.

**محتوای اطلاعاتی قیمت سهام.** محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکت طی دوره زمانی  $t$  بعد از عرضه اولیه (INFO) به صورت  $1-R^2$  محاسبه می‌شود؛ به طوری که  $R^2$  ضریب تعیین رگرسیون زیر است [۲].

$$r_{i,j,t} = \beta_{i,0} + \beta_{i,m} r_{m,t} + \beta_{i,j} r_{j,t} + \varepsilon_{i,j,t} \quad (۲)$$

در معادله ۲،  $r_{i,j,t}$  بازده روزانه شرکت  $i$  در صنعت  $j$  در زمان  $t$ ،  $r_{m,t}$  بازده روزانه بازار در زمان  $t$  و  $r_{j,t}$  بازده روزانه شاخص صنعت  $j$  در زمان  $t$  است. محتوای اطلاعاتی قیمت سهام طی دوره ۳، ۴ و ۵ ساله بعد از عرضه اولیه محاسبه می‌شود.

تفسیر معمول بالابودن اطلاعات محرمانه قیمت سهام ( $R^2$  پایین تر یا  $1-R^2$  بالاتر) این است که میزان اطلاعات نامتقارن بالاتر است و بنابراین روند تغییرات قیمتی سهام شباهت چندانی با روند تغییرات بازار و صنعت مربوطه ندارد؛ ولی درعین حال محیط اطلاعاتی باکیفیت تر است که به سرمایه‌گذاری کارا تر منجر می‌شود. اگرچه دو نوع تفسیر برای بالابودن عبارت  $1-R^2$  وجود دارد: نخست، داسگوپتا و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند که بالابودن  $1-R^2$  ممکن است به دلیل بالابودن اطلاعات خاص شرکت باشد و بنابراین بالابودن محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را نشان می‌دهد؛ اگرچه عدم شباهت روند تغییرات در بازده سهام با بازده بازار و صنعت ممکن است نشان از شفافیت کم محیط اطلاعاتی باشد. آن‌ها معتقدند شفافیت پایین تر در عملیات شرکت، اطلاعات کافی را برای سرمایه‌گذارانی که به نوبه خود توانایی ادغام اطلاعات در قیمت سهام را ندارند، ارائه نمی‌کند که در آن صورت سرمایه‌گذاران، معامله‌گران بی‌اطلاع قلمداد می‌شوند. یک اعلانیه شرکتی باید شامل اعلانیه‌های اضافی بااهمیتی باشد که به نوبه خود باعث تعدیل قابل ملاحظه قیمت می‌شوند [۱۹]. دوم، گاهاً یک آشفتگی که مرتبط با اطلاعات واقعی نیست [۳۶] و فعالیت‌های معاملاتی انجام شده توسط معامله‌گرانی که بدون تحلیل دادوستد می‌کنند، می‌تواند باعث جهش قیمت‌ها شود [۱۲].

این مطالعه توضیح می‌دهد که بالابودن  $1-R^2$  ممکن است بدلیل معاملات با حجم کم باشد. مادامی که سهام شرکت با حجم کم مبادله شود، قیمت سهام تغییر زیادی نخواهد کرد که به نوبه خود به  $1-R^2$  بزرگ تر منجر می‌شود.

تعداد معدودی از سرمایه‌گذاران به مبادله سهام شرکت‌های کمترشناخته شده تمایل دارند که این حجم کم مبادله باعث تغییر قابل ملاحظه در قیمت نمی‌شود. قیمت سهام تنها در پاسخ به اطلاعات منتشر شده عمومی توسط شرکت‌ها ممکن است تغییر کند. هرچند این تغییر در قیمت سهام اطلاعات اضافی جدیدی برای یادگیری مدیران به همراه ندارد؛ همچنین در حالتی که تعداد تحلیل‌گران اندک باشد نیز به معامله با حجم کم منجر می‌شود. درین و ککسکز (۲۰۱۳)،

نشان دادند که ورود و پوشش تحلیل‌گران به صورت مثبت با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری همبستگی دارد [۲۰].

مدل اصلی پژوهش به صورت زیر قابل تبیین است:

معادله (۳) (سایر عوامل، بازار ثانویه، بازار اولیه)  $f = \text{عملکرد}$

بازار اولیه از طریق عرضه به عموم و بازار ثانویه با فراهم کردن اطلاعات، شرایط تخمین حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را مهیا می‌کند. در این پژوهش مدل عملکرد عملیاتی شرکت به کاررفته در مطالعه آندریانشاه و مسینیس (۲۰۱۶)، با اضافه کردن متغیرهای بازار ثانویه و حذف متغیرهایی که در ایران کارایی ندارند، توسعه داده شد. مدل تجربی آزمون شده به صورت زیر است:

معادله (۴)  $\text{Performance}_{i,0+T} = \beta_0 + \beta_1 \text{DISINV}_{i,0} + \beta_2 \text{SENS}_{i,0+T} + \beta_3 \text{INFO}_{i,0+T} + \beta_4 (\text{SENS}_{i,0+T} \times \text{INFO}_{i,0+T}) + \gamma' Z_{i,0} + \varepsilon_{i,0+T}$

I شرکت، t یک نقطه از زمان، T انتهای یک دوره زمانی و 0+T دوره زمانی 0 تا T را نشان می‌دهد. متغیر وابسته  $\text{Performance}_{i,0+T}$  تغییر تجمعی در معیارهای اندازه‌گیری عملکرد عملیاتی (سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی، سود خالص تقسیم بر کل دارایی، فروش خالص تقسیم بر کل دارایی) از زمان عرضه اولیه تا ۳، ۴ و ۵ سال بعد از آن است.  $\text{DISINV}_{i,0}$  درصد سهام عرضه شده توسط مالکان اولیه شرکت در عرضه اولیه است.  $\text{SENS}_{i,0+T}$  حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام و  $\text{INFO}_{i,0+T}$  محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکت i طی دوره T ساله بعد از عرضه اولیه است. متغیرهای کنترلی  $Z_{i,0}$ ، اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی)، اهرم (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) و قدمت شرکت (تعداد سال‌ها از تأسیس تا تاریخ صدور بیانیه شرکت در عرضه عمومی) هستند. این متغیرهای کنترلی در مطالعات راجان و زینگالس (۱۹۹۵)، میکلسون و همکاران (۱۹۹۷)، ونگ (۲۰۰۵)، کارپنتر و روندی (۲۰۰۶) و آتوره و همکاران (۲۰۰۹) نیز به کار رفته و در ابتدای سال عرضه اولیه محاسبه شده است.

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول ۱، معرفی شده است.

جدول ۱. متغیرهای پژوهش

متغیر	شرح
<b>عملکرد</b>	
EBIT/TA	تغییر تجمعی سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی
SALES/TA	تغییر تجمعی فروش تقسیم بر کل دارایی
NI/TA	تغییر تجمعی سود خالص تقسیم بر کل دارایی
<b>بازار اولیه</b>	
DISINV	درصد سهام عرضه شده توسط مالکان اولیه شرکت
<b>بازار ثانویه</b>	
SENS	حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام
INFO	محتوای اطلاعاتی قیمت سهام
<b>متغیرهای کنترلی</b>	
AGE	قدمت شرکت (تعداد سال‌های تأسیس تا تاریخ صدور بیانیه شرکت در عرضه عمومی)
SIZE	اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی)
LEVR	اهرم (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام)

معادله ۴، با استفاده از رگرسیون‌های چارکی ناپارامتریک و تابع هسته اپانچنیکوف<sup>۱</sup> و پهنای باند چمبرلین<sup>۲</sup> تخمین زده می‌شود. این روش که نسبت به حداقل رگرسیون‌های مربعات معمولی روش بهتری برای نقاط دورافتاده و غیرنرمال است، در مطالعات آتوره و همکاران (۲۰۰۹) و باربر و لیون (۱۹۹۶)، نیز استفاده شده است. با توجه به مطلب گفته شده نرمال بودن یا نبودن داده‌ها قبل از اجرای رگرسیون بررسی می‌شود تا از صحت روش اتخاذ شده اطمینان حاصل شود. در این مطالعه سه مقدار مختلف چارک (چارک اول، چارک دوم و چارک سوم) برای توزیع شرطی در نظر گرفته شده است. چارک کمتر (بیشتر) نشان از شرکت با عملکرد پایین‌تر (بالا‌تر) دارد که در این حالت تغییرات تجمعی متغیر یادشده کمتر (بیشتر) از میانه آن است.

#### ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

آمار توصیفی و بررسی عدم نرمال بودن داده‌ها. آمار توصیفی داده‌ها در جدول ۲، ارائه شده است.

1. Epanechnikov.  
2. Chamberlain.

جدول ۲. آمار توصیفی

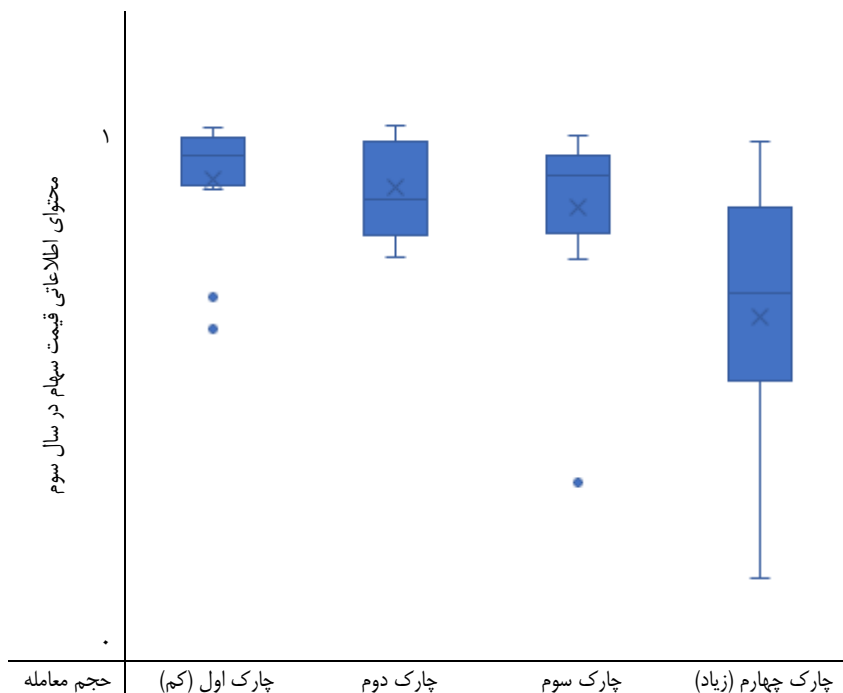
متغیرهای وابسته (عملکرد)								
EBIT/TA								
سال	تعداد	میانگین	میانۀ	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	آماره جارک‌برا	احتمال آماره
۳+	۵۱	۰/۲۹	۰/۱۱	۰/۶۳	۱/۷۴	۷	۵۹/۷۸	۰/۰۰
۴+	۴۸	۰/۵۴	۰/۲۸	۱/۰۶	۲/۶	۱۲/۲۴	۲۲۴/۸۱	۰/۰۰
۵+	۴۸	۰/۸۲	۰/۵۴	۱/۳۶	۲/۰۲	۷/۸۱	۷۸/۹	۰/۰۰
SALES/TA								
۳+	۵۱	۱/۱۸	۰/۷۳	۲/۶۸	۴/۱۵	۲۳/۸۸	۱۰۷۲/۸۲	۰/۰۰
۴+	۴۸	۲/۱۷	۱/۲۱	۴/۱۱	۳/۷۲	۱۹/۹۲	۶۸۳/۵	۰/۰۰
۵+	۴۸	۶/۴۲	۱/۶۹	۵/۴۶	۲/۵۸	۱۰/۵۲	۱۶۶/۲۶	۰/۰۰
NI/TA								
۳+	۵۱	۰/۲۹	۰/۱۲	۰/۶۵	۲/۴۴	۱۰/۶	۱۷۳/۴۷	۰/۰۰
۴+	۴۸	۰/۵۳	۰/۲۹	۱/۰۷	۳/۱۵	۱۵/۲۴	۳۷۸/۹۵	۰/۰۰
۵+	۴۸	۰/۷۷	۰/۵۳	۱/۳۵	۲/۵۳	۹/۸	۱۴۳/۸۹	۰/۰۰
متغیرهای مستقل								
SENS								
۳+	۵۱	۰/۶۷	۰/۰۲	۲/۸۸	۲/۰۲	۹/۹۴	۱۳۶/۹۳	۰/۰۰
۴+	۴۸	۰/۲۹	۰/۰۱	۲/۵۲	-۱/۰۰	۱۳/۴۶	۲۲۷/۰۳	۰/۰۰
۵+	۴۸	۰/۴۵	۰/۰۶	۱/۳۶	۲/۲۸	۹/۰۴	۱۱۴/۸۳	۰/۰۰
INFO								
۳+	۵۱	۰/۸	۰/۸۸	۰/۲۱	-۱/۷۵	۵/۷	۴۱/۴۱	۰/۰۰
۴+	۴۸	۰/۸۲	۰/۹۱	۰/۲۱	-۲/۰۱	۶/۴۵	۵۶/۲۴	۰/۰۰
۵+	۴۸	۰/۸۳	۰/۹۱	۰/۲۱	-۲/۰۸	۶/۵۶	۶۰/۰۱	۰/۰۰
DISINV								
۰	۵۱	۰/۲۷	۰/۱۹	۰/۲۵	۱/۳۳	۴/۰۳	۱۷/۲۸	۰/۰۰
متغیرهای کنترلی								
AGE								
۰	۵۱	۱۶/۵۹	۱۵	۱۱/۰۴	۱/۲۳	۴/۳۴	۱۶/۶۷	۰/۰۰
LEVR								
۰	۵۱	۲	۱/۵۵	۱/۵۸	۱/۲۲	۳/۶	۱۳/۴۱	۰/۰۰
SIZE								
۰	۵۱	۱۳/۲۱	۱۲/۷۱	۱/۸۶	۰/۷۵	۲/۷	۴/۹۳	۰/۰۹

EBIT/TA، تغییر تجمعی سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی، SALES/T، تغییر تجمعی فروش تقسیم بر کل دارایی، NI/TA، تغییر تجمعی سود خالص تقسیم بر کل دارایی، SENS، حساسیت سرمایه‌گذار به قیمت سهام، INFO، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام، DISINV، درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان اولیه شرکت، AGE، قدمت شرکت، LEVR، اهرم شرکت و SIZE، اندازه شرکت است.

جدول ۲، نشان می‌دهد که ۳ تا ۵ سال بعد از عرضه عمومی اولیه، متغیرهای عملکرد افزایش یافته‌اند. برای مثال، میانگین سود عملیاتی به دارایی تا سال سوم به صورت تجمعی به ۲۹ درصد تا سال چهارم به ۵۴ درصد و تا سال پنجم به ۸۲ درصد افزایش یافته است. مقادیر میانه نیز برای متغیرها همانند میانگین روند مشابهی را نشان می‌دهد.

مقادیر مربوط به متغیر حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام مثبت بوده و به معنای این است که کیو تو بین به طور مثبت بر سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد؛ یعنی قیمت بالاتر سهام به سرمایه‌گذاری بیشتر منجر می‌شود. با توجه به روند متغیر یادشده، میزان این اثرگذاری در ابتدا کاهش و سپس افزایش می‌یابد.

مقادیر مربوط به محتوای اطلاعاتی قیمت سهام نشان می‌دهد که این متغیر تا سال پنجم مقدار تقریباً ثابتی دارد و برای میانگین حدود ۸۰ درصد و برای میانه حدود ۹۰ درصد است. مقدار بالای این متغیر می‌تواند نشان‌دهنده بالابودن اطلاعات خاص شرکتی باشد؛ اما همان‌طور که در بخش روش‌شناسی گفته شد، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام بالاتر ممکن است به دلیل معاملات با حجم کم نیز باشد. شکل ۲، رابطه بین سطوح مختلف نقدشوندگی (مقدار حجم معامله) و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام را برای سال سوم نشان دهد. با توجه به این شکل، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام برای سهام با حجم معامله بالاتر، مقدار کمتری اتخاذ کرده است.



شکل ۲. رابطه بین حجم معامله و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام

برای بررسی نرمال بودن متغیرها علاوه بر چولگی و کشیدگی از آماره جاک برا نیز استفاده شده است. نتایج مربوط به احتمال این آماره نشان می‌دهد که تمام متغیرها در سطح اطمینان ۹۰، ۹۵ و ۹۹ درصد نرمال نیستند؛ بنابراین برای اجرای رگرسیون از روش رگرسیون‌های چارکی ناپارامتریک که متناسب با مقادیر غیرنرمال و دورافتاده است، استفاده می‌شود.

**نتایج تجربی.** نتایج مربوط به تأثیرات بازارهای اولیه و ثانویه بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها در جدول‌های ۳ تا ۵، آورده شده است. برای این منظور معادله ۴ با استفاده از رگرسیون موردنظر و با چارک‌های اول، دوم و سوم اجرا شده است.

جدول ۳. رگرسیون مرتبط با متغیر عملکرد سود عملیاتی به دارایی

متغیر	چارک اول	چارک دوم	چارک سوم
<b>سال ۳+</b>			
CONSTANT	۰/۷۰۶ (۰/۶۸)	-۰/۳۵۸ (۰/۷۸)	۰/۴۲۲ (۰/۹۱)
DISINV	-۰/۰۷۸ (۰/۷۵)	-۰/۲۷۵ (۰/۳۵)	-۰/۳۴۹ (۰/۷۲)
SENS	-۰/۵۲۴* (۰/۰۷)	-۰/۴۲۳* (۰/۰۸)	-۰/۳۴۳ (۰/۷۷)
INFO	-۰/۰۱ (۰/۸۸)	۰/۴۳۲ (۰/۵۵)	-۰/۵۷۵ (۰/۷۶)
SENS×INFO	۰/۵۵۳* (۰/۰۸)	۰/۴۱۹* (۰/۰۱)	۰/۳۳۱ (۰/۷۸)
AGE	-۰/۰۰۱ (۰/۹۶)	۰/۰۰۱ (۰/۹۴)	۰/۰۲۶ (۰/۵۱)
LEVR	۰/۰۱ (۰/۷۹)	-۰/۰۵۴ (۰/۱۳)	-۰/۰۷۲ (۰/۵۳)
SIZE	-۰/۰۵۳ (۰/۵۸)	۰/۰۲۴ (۰/۶۹)	۰/۰۲۸ (۰/۸۶)
OBSERVATION	۵۱	۵۱	۵۱
Pseudo-R <sup>2</sup>	۰/۱۳	۰/۰۵	۰/۰۸
<b>سال ۴+</b>			
CONSTANT	۰/۰۱۱ (۰/۹۹)	-۰/۴۴ (۰/۸۶)	-۳/۷۵۹ (۰/۲۴)
DISINV	-۰/۳۲۶ (۰/۵۸)	۰/۱۵۲ (۰/۷۴)	-۰/۶۹۳ (۰/۵۴)
SENS	۰/۱۱۴ (۰/۸۹)	۰/۵۵۴*** (۰/۰۰)	۰/۳۸۷ (۰/۱۹)
INFO	۰/۴۱۹ (۰/۶۳)	۰/۸۸۲ (۰/۳۵)	۲/۲۰۱ (۰/۱۲)
SENS×INFO	-۰/۱۲۹ (۰/۸۹)	-۰/۶۲۷*** (۰/۰۰)	-۰/۵۵۱* (۰/۰۶)
AGE	-۰/۰۰۱ (۰/۵۶)	۰/۰۱۴ (۰/۲۲)	۰/۰۳۷ (۰/۳۵)
LEVR	-۰/۰۲ (۰/۶۷)	۰/۰۰۲ (۰/۹۶)	-۰/۰۴۴ (۰/۷۱)
SIZE	-۰/۰۰۱ (۰/۹۶)	-۰/۰۱۸ (۰/۸۷)	۰/۱۸۲ (۰/۳۳)
OBSERVATION	۴۸	۴۸	۴۸
Pseudo-R <sup>2</sup>	۰/۰۷	۰/۱۱	۰/۰۹
<b>سال ۵+</b>			
CONSTANT	۲/۱۷۴ (۰/۶۹)	-۱/۸۸۲ (۰/۴۴)	۰/۴۲۱ (۰/۹۱)



DISINV	-۰/۱۱۴ (۰/۸۲)	۰/۱۶ (۰/۸۴)	-۰/۳۱۹ (۰/۷۱)
SENS	-۰/۴۰۷ (۰/۸۲)	۰/۵۷۳** (۰/۰۵)	۰/۸۲۸* (۰/۰۹)
INFO	-۰/۶۵۲ (۰/۸۰)	۰/۹۶۳ (۰/۳۴)	۰/۱۸۳ (۰/۹۱)
SENS×INFO	۰/۴۱۶ (۰/۸۳)	-۰/۶۷۵* (۰/۱۰)	-۱/۰۴۸* (۰/۱)
AGE	-۰/۰۱۴ (۰/۵۴)	۰/۰۲۸ (۰/۲۱)	۰/۰۶۱ (۰/۱۳)
LEVR	-۰/۰۱۸ (۰/۸۲)	-۰/۰۰۱ (۰/۹۹)	۰/۰۳۲ (۰/۸۰)
SIZE	-۰/۰۹۵ (۰/۷۳)	۰/۰۹۴ (۰/۴۵)	-۰/۰۰۳ (۰/۸۸)
OBSERVATION	۴۸	۴۸	۴۸
Pseudo-R <sup>2</sup>	۰/۰۴	۰/۰۵	۰/۱۱

متغیر وابسته تغییر تجمعی در نسبت سود عملیاتی به دارایی طی ۳، ۴ و ۵ سال بعد از عرضه عمومی اولیه است. DISINV: درصد سهام عرضه شده مالکان اولیه، SENS: حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت، INFO: محتوای اطلاعاتی قیمت سهام، AGE: قدمت شرکت، LEVR: اهرم شرکت و SIZE: اندازه شرکت است. روش مورد استفاده رگرسیون چارکی ناپارامتریک و تابع هسته اپانچنیکوف و با پهنای باند چمبرلین است. اعداد داخل پرانتز مقادیر احتمال هستند. \*، \*\* و \*\*\* معناداری در سطوح اطمینان ۹۰، ۹۵ و ۹۹ درصد را نشان می‌دهند؛ همچنین معادله مورد نظر به شکل زیر است:

$$Performance_{i,0+T} = \beta_0 + \beta_1 DISINV_{i,0} + \beta_2 SENS_{i,0+T} + \beta_3 INFO_{i,0+T} + \beta_4 (SENS_{i,0+T} \times INFO_{i,0+T}) + \gamma' Z_{i,0}$$

جدول ۴. رگرسیون مرتبط با متغیر عملکرد فروش به دارایی

متغیر	چارک اول	چارک دوم	چارک سوم
سال +۳			
CONSTANT	۲/۳۳۸ (۰/۳۱)	۳/۱۶۲ (۰/۲۷)	-۲/۷۵۲ (۰/۶۳)
DISINV	-۰/۲۳۲ (۰/۷۲)	۰/۶۱۵ (۰/۴۹)	-۰/۳۳۵ (۰/۸)
SENS	-۰/۸۴۵** (۰/۰۵)	-۰/۴۸۵ (۰/۵۴)	-۰/۴۶۱ (۰/۱۹)
INFO	-۰/۹۵۳ (۰/۶۱)	-۱/۶۹۷ (۰/۳۲)	۰/۱۶۷ (۰/۹۳)
SENS×INFO	۰/۸۵۱** (۰/۰۴)	۰/۵۸۵ (۰/۴۹)	۰/۴۲۴ (۰/۱۷)
AGE	۰/۰۱۵ (۰/۴۵)	۰/۰۲۱ (۰/۲۹)	۰/۰۲۹ (۰/۴۴)
LEVR	-۰/۰۳۳ (۰/۴۵)	۰/۰۱۶ (۰/۸۵)	-۰/۰۲۷ (۰/۸۸)
SIZE	-۰/۱۰۸ (۰/۴۶)	-۰/۱۲۳ (۰/۴)	۰/۲۸۶ (۰/۴۲)
OBSERVATION	۵۱	۵۱	۵۱
Pseudo-R <sup>2</sup>	۰/۰۹	۰/۰۶	۰/۰۸
سال +۴			
CONSTANT	-۱/۶۴۲ (۰/۸۵)	۸/۲۴۳* (۰/۰۶)	۴/۸۱۴ (۰/۵۶)
DISINV	-۰/۵۳۳ (۰/۶۵)	۰/۵۱۵ (۰/۷۴)	۱/۲۸۷ (۰/۵۶)
SENS	۰/۳۰۶ (۰/۷۱)	-۰/۲۹۶ (۰/۵۱)	-۰/۶۱۷ (۰/۵۸)
INFO	۲/۴۱۶ (۰/۷۱)	-۵/۴۴۵** (۰/۰۳)	-۵/۲۹۷* (۰/۰۸)
SENS×INFO	-۰/۲۷۵ (۰/۷۷)	۰/۳۹۸ (۰/۴۶)	۰/۸۷۹ (۰/۵۳)
AGE	-۰/۰۰۴ (۰/۹۱)	۰/۰۴۳ (۰/۳۶)	۰/۱۱۶ (۰/۳۱)
LEVR	-۰/۱۴۶ (۰/۳۹)	-۰/۰۸۷ (۰/۶۱)	۰/۴۶ (۰/۲۱)

SIZE	۰/۰۲۸ (۰/۹۳)	-۰/۲۱۶ (۰/۳۷)	-۰/۰۴ (۰/۹۲)
OBSERVATION	۴۸	۴۸	۴۸
Pseudo-R <sup>2</sup>	۰/۰۳	۰/۰۴	۰/۱۵
<b>سال ۵+</b>			
CONSTANT	۸/۰۰۴ (۰/۷۹)	۱۰/۳۵۲ (۰/۲۴)	۹/۰۲۱ (۰/۳۸)
DISINV	۰/۰۹۴ (۰/۹۵)	-۰/۳۷۸ (۰/۸۶)	۰/۰۷۷ (۰/۹۸)
SENS	-۵/۲۵۶ (۰/۵۸)	-۱/۰۶۶ (۰/۲۶)	-۰/۸۰۵ (۰/۴۷)
INFO	-۳/۲۷۱ (۰/۸۵)	-۸/۱۹۸** (۰/۰۴)	-۹/۹۴۸** (۰/۰۵)
SENS×INFO	۵/۶۳۷ (۰/۵۸)	۱/۲۰۸ (۰/۳۱)	۰/۴۲۴ (۰/۷۵)
AGE	۰/۰۱۲ (۰/۸)	۰/۰۳۳ (۰/۵۸)	۰/۱۳۳ (۰/۴۱)
LEVR	-۰/۰۲۳ (۰/۹۲)	-۰/۰۵۱ (۰/۸۷)	-۰/۶۶ (۰/۱۸)
SIZE	-۰/۳۵۱ (۰/۷۷)	-۰/۱۳۲ (۰/۷۶)	۰/۰۱۵ (۰/۹۸)
OBSERVATION	۴۸	۴۸	۴۸
Pseudo-R <sup>2</sup>	۰/۰۶	۰/۰۷	۰/۱۵

متغیر وابسته تغییر تجمعی در نسبت فروش به دارایی طی ۳، ۴ و ۵ سال بعد از عرضه عمومی اولیه است. DISINV: درصد سهام عرضه شده مالکان اولیه، SENS: حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت، INFO: محتوای اطلاعاتی قیمت سهام، AGE: قدمت شرکت، LEVR: اهرم شرکت و SIZE: اندازه شرکت است. روش مورد استفاده رگرسیون چارکی ناپارامتریک و تابع هسته اپانچنیکوف و با پهنای باند چمبرلین است. اعداد داخل پرانتز مقادیر احتمال هستند. \*، \*\* و \*\*\* معناداری در سطوح اطمینان ۹۰، ۹۵ و ۹۹ درصد را نشان می‌دهند؛ همچنین معادله مورد نظر به شکل زیر است:

$$Performance_{i,0+T} = \beta_0 + \beta_1 DISINV_{i,0} + \beta_2 SENS_{i,0+T} + \beta_3 INFO_{i,0+T} + \beta_4 (SENS_{i,0+T} \times INFO_{i,0+T}) + \gamma' Z_{i,0}$$

جدول ۵. رگرسیون مرتبط با متغیر عملکرد سود خالص به دارایی

متغیر	چارک اول	چارک دوم	چارک سوم
<b>سال ۳+</b>			
CONSTANT	-۰/۱۷ (۰/۸۹)	۱/۱۴۶ (۰/۴۲)	۱/۴۸۸ (۰/۶۸)
DISINV	-۰/۱۳۴ (۰/۵۸)	-۰/۱۶۳ (۰/۴۸)	-۰/۶۳ (۰/۴۱)
SENS	-۰/۲۷۵ (۰/۱۶)	-۰/۴۰۵* (۰/۱)	-۰/۰۹۷ (۰/۸۱)
INFO	۰/۰۷۸ (۰/۸۷)	-۰/۳۸ (۰/۶۶)	-۱/۴۴۴ (۰/۴۳)
SENS×INFO	-۰/۲۸۹ (۰/۱۸)	-۰/۴۲۲* (۰/۱)	-۰/۱۲۱ (۰/۷۶)
AGE	-۰/۰۰۳ (۰/۶۸)	۰/۰۰ (۰/۹۵)	-۰/۰۳۶ (۰/۱۹)
LEVR	-۰/۰۰۲ (۰/۹۵)	-۰/۰۴۲ (۰/۲۳)	-۰/۰۵۷ (۰/۶۴)
SIZE	۰/۰۰۸ (۰/۹۱)	-۰/۰۴۳ (۰/۴۸)	-۰/۰۰۹ (۰/۹۶)
OBSERVATION	۵۱	۵۱	۵۱
Pseudo-R <sup>2</sup>	۰/۱۲	-۰/۰۸	۰/۱۱
<b>سال ۴+</b>			
CONSTANT	۰/۴۷۵ (۰/۸۵)	-۰/۹۴۹ (۰/۷۴)	۱/۱۸۹ (۰/۸۸)
DISINV	-۰/۱۱۷ (۰/۸۱)	-۰/۰۵۱ (۰/۹۳)	-۰/۱۸۲ (۰/۸۶)

SENS	-۰/۰۴۳ (۰/۹۵)	۰/۳۷** (۰/۰۲)	-۰/۰۹۸ (۰/۸۵)
INFO	-۰/۱۱۲ (۰/۸۹)	۰/۷۲۲ (۰/۵۴)	-۱/۰۹ (۰/۸۳)
SENS×INFO	-۰/۰۰۹ (۰/۹۹)	-۰/۴۳۴*** (۰/۰۲)	-۰/۱۸۳ (۰/۷۷)
AGE	-۰/۰۱۲ (۰/۳۷)	۰/۰۱۵ (۰/۴)	-۰/۰۲۹ (۰/۲۶)
LEVR	-۰/۰۵۴ (۰/۳۹)	-۰/۰۷۴ (۰/۳۷)	-۰/۰۹۲ (۰/۵۱)
SIZE	-۰/۰۱۵ (۰/۹۱)	۰/۰۴۳ (۰/۷۴)	-۰/۰۲۸ (۰/۹۲)
OBSERVATION	۴۸	۴۸	۴۸
Pseudo-R <sup>2</sup>	۰/۰۹	۰/۰۷	۰/۰۸
<b>سال ۵+</b>			
CONSTANT	-۱/۷۲۲ (۰/۵۲)	-۱/۷۱۵ (۰/۵۶)	۱/۶۲۷ (۰/۶۵)
DISINV	-۰/۲۲۹ (۰/۵۹)	۰/۱۹۷ (۰/۷۳)	-۱/۰۶ (۰/۲۱)
SENS	۰/۳۳۴ (۰/۵۷)	۰/۳۲۸ (۰/۳)	۰/۵۵۸ (۰/۱۶)
INFO	۱/۱۵۲ (۰/۳۲)	۰/۹۵۳ (۰/۴۸)	-۰/۱۴۴ (۰/۹۳)
SENS×INFO	-۰/۵۴۵ (۰/۴۲)	-۰/۴۶۶ (۰/۲۷)	-۰/۸۳۶* (۰/۰۹)
AGE	-۰/۰۲* (۰/۰۸)	-۰/۰۰۳ (۰/۹۱)	-۰/۰۲۲ (۰/۳۶)
LEVR	-۰/۱۲۴*** (۰/۰۳)	-۰/۰۵۸ (۰/۵۱)	-۰/۰۸۹ (۰/۴)
SIZE	-۰/۱۱۷ (۰/۳۸)	۰/۱۱۹ (۰/۳۹)	-۰/۰۳۱ (۰/۸۶)
OBSERVATION	۴۸	۴۸	۴۸
Pseudo-R <sup>2</sup>	۰/۱۱	۰/۰۵	۰/۰۷

متغیر وابسته تغییر تجمعی در نسبت سود خالص به دارایی طی ۳، ۴ و ۵ سال بعد از عرضه عمومی اولیه است.  
 DISINV: درصد سهام عرضه شده مالکان اولیه، SENS: حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت، INFO: محتوای اطلاعاتی  
 قیمت سهام، AGE: قدمت شرکت، LEVR: اهرم شرکت و SIZE: اندازه شرکت است. روش مورد استفاده رگرسیون  
 چارکی ناپارامتریک و تابع هسته اپانچنیکوف و با پهنای باند چمبرلین است. اعداد داخل پرانتز مقادیر احتمال هستند.\*  
 \*\* و \*\*\* معناداری در سطوح اطمینان ۹۰، ۹۵ و ۹۹ درصد را نشان می‌دهند؛ همچنین معادله موردنظر به شکل زیر است:  
 $Performance_{i,0+T} = \beta_0 + \beta_1 DISINV_{i,0} + \beta_2 SENS_{i,0+T} + \beta_3 INFO_{i,0+T} + \beta_4 (SENS_{i,0+T} \times INFO_{i,0+T}) + \gamma Z_{i,0}$

با توجه به جدول‌های ۳، ۴ و ۵، ضریب متغیر درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان اولیه شرکت معنادار نبوده و بر هیچ‌یک از متغیرهای عملکرد تأثیرگذار نیست. به‌طور کلی می‌توان گفت که بازار اولیه که درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان اولیه شرکت، نماینده آن است، بر عملکرد شرکت‌های «بورس اوراق بهادار تهران» حداقل با احتساب متغیرهای سود عملیاتی به دارایی، فروش به دارایی و سود خالص به دارایی اثر معناداری نمی‌گذارد.

جدول ۳، نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام در ۳ سال ابتدایی بعد از عرضه اولیه، متغیر عملکرد سود عملیاتی به دارایی را برای شرکت‌های با عملکرد متوسط و پایین‌تر (چارک اول و دوم) توضیح می‌دهد و رابطه آن‌ها بصورت معکوس است و هر چه بازه زمانی طولانی‌تر باشد ( ۴ و ۵ سال ابتدایی بعد از عرضه اولیه)، این رابطه برای شرکت‌های با

عملکرد متوسط و بالاتر (چارک دوم و سوم) نمود پیدا می‌کند و رابطه به صورت مستقیم می‌شود؛ به طوری که با افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت، نسبت سود عملیاتی به دارایی شرکت افزایش می‌یابد. در حالی که محتوای اطلاعاتی قیمت سهام قدرت توضیح‌دهندگی کافی برای سود عملیاتی به دارایی را ندارد و بنابراین رابطه معناداری بین آن‌ها وجود ندارد. از طرفی تأثیر حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت بر عملکرد شرکت‌ها به سطح محتوای اطلاعاتی قیمت سهام نیز بستگی دارد که این تأثیر به صورت (SENS×INFO) نشان داده شده است. نتایج این متغیر نشان می‌دهد که تأثیر حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت بر عملکرد شرکت هنگامی که محتوای اطلاعاتی قیمت سهام بالا باشد (میانگین ۸۰ و میان ۹۰ درصد)، بیشتر است.

در مورد منفی بودن رابطه بین حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت و نسبت سود عملیاتی به دارایی شرکت در سال‌های ابتدایی بعد از عرضه اولیه سهام (+۳)، می‌توان نتیجه گرفت که به طور متوسط مشاهده بازدهی سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر عملکرد شرکت حداقل ۳ سال طول می‌کشد.

جدول ۴، نشان می‌دهد که متغیر حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت و SENS×INFO در ۳ سال ابتدایی بعد از عرضه اولیه سهام بر متغیر فروش به دارایی شرکت‌های با عملکرد پایین‌تر (چارک اول) تأثیرگذار بوده است. از طرف دیگر محتوای اطلاعاتی قیمت سهام بر شرکت‌های با عملکرد متوسط و بالاتر (چارک دوم و سوم) در ۴ و ۵ سال ابتدایی بعد از عرضه اولیه سهام شرکت‌ها تأثیرگذار بوده است و هر چه بازه زمانی طولانی‌تر باشد، شیب رابطه رگرسیون تندتر شده و حساسیت فروش به تغییرات محتوای اطلاعاتی قیمت سهام بیشتر می‌شود؛ به طوری که با کاهش (افزایش) یکسان در اطلاعات محرمانه نسبت فروش به دارایی افزایش (کاهش) بیشتری می‌یابد.

در جدول ۵ که با متغیر عملکردی سود خالص به دارایی مرتبط است، ضرایب حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت و همچنین SENS×INFO برای شرکت‌های با عملکرد متوسط و در ۳ و ۴ سال ابتدایی بعد از عرضه اولیه سهام معنادار بوده و تأثیرگذاری آن به ترتیب معکوس و مستقیم است. از طرفی برای شرکت‌های با عملکرد پایین‌تر (چارک اول)، ضریب متغیرهای کنترلی قدمت و اهرم شرکت در ۵ سال ابتدایی بعد از عرضه اولیه از نظر آماری معنادار بوده و رابطه آن‌ها معکوس است.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

بر خلاف پژوهش‌های پیشین، در این مطالعه نقش هر دو بازار اولیه و ثانویه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» در یک چارچوب یکپارچه بررسی شده

است. این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های موجود می‌توانند هم از بازار اولیه و هم از نقش اطلاعاتی بازار ثانویه منتفع شوند (نحوه تأثیرگذاری قیمت سهام بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری). این مطالعه با استفاده از داده‌های ۵۱ شرکت و طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۷ انجام شده است. پرسش اول در مورد تأثیرگذاری بازار اولیه بر عملکرد شرکت‌های «بورس اوراق بهادار تهران» است و رابطه بین درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان و متغیرهای عملکردی شرکت‌ها را بررسی می‌کند. با توجه به نتایج جدول‌های ۳، ۴ و ۵، درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان اولیه شرکت بر عملکرد شرکت‌ها اثرگذار نیست که با یافته‌های پژوهش‌های لیلند و پابل (۱۹۷۷)، کیسی و شورت (۱۹۹۲) و باقرزاده و همکاران (۱۳۹۰)، مطابقت ندارد؛ اما با نتایج مطالعات ونگ (۲۰۰۵)، سنگینیان و همکاران (۱۳۹۳) و یعقوب‌نژاد و تاجیک‌نیا (۱۳۸۹)، منطبق است. دلیل احتمالی مغایرت یافته‌ها با پژوهش‌های مشابه به این دلیل است که در ایران عرضه اولیه شرکت‌ها صرفاً موجب تأمین مالی مالکان اولیه شرکت و نه خود شرکت می‌شود و بنابراین نمی‌توان رابطه معناداری بین درصد سهام عرضه‌شده و عملکرد شرکت یافت.

پرسش دوم رابطه بین متغیرهای بازار ثانویه (حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام) و متغیرهای عملکرد شرکت‌ها را می‌سنجد. با توجه به نتایج جدول ۳، حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام بر متغیر سود عملیاتی به دارایی شرکت‌ها اثرگذار بوده است؛ از سوی دیگر چنانچه فروش به دارایی به‌عنوان متغیر عملکردی در نظر گرفته شود (جدول ۴)، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام بر شرکت‌های با عملکرد متوسط و بالاتر اثرگذار بوده است. در انتها با توجه به نتایج جدول ۵، حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت بر متغیر عملکردی سود خالص به دارایی برای شرکت‌های با عملکرد متوسط تا ۴ سال بعد از عرضه اولیه سهام اثرگذار بوده است. به‌طورکلی می‌توان گفت که متغیرهای حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت و محتوای اطلاعاتی قیمت سهام به‌عنوان نمایندگان بازار ثانویه بر عملکرد شرکت‌ها اثرگذار هستند. نتایج این پژوهش با مطالعه فوکالت و فرسارد (۲۰۱۲)، مبنی بر اینکه حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام بر عملکرد تأثیر مستقیم دارد، مغایر بوده و رابطه در ابتدا به شکل معکوس و سپس مستقیم است. نتیجه این پژوهش همچنین با یافته‌های حسینی و همکاران (۱۳۹۰) که رابطه بین سود خالص به دارایی و نقدشوندگی (نماینده بازار ثانویه) را بررسی کردند، هم‌خوانی دارد. در پژوهش‌های مورک و همکاران (۱۹۹۰) و ونگ و همکاران (۲۰۰۹)، محتوای اطلاعاتی قیمت سهام بر عملکرد بی‌تأثیر بوده است؛ درحالی‌که در این پژوهش حداقل با احتساب فروش به‌عنوان نماینده عملکرد، محتوای اطلاعاتی قیمت با آن رابطه معکوس دارد. در توضیح این مسئله می‌توان به تفاوت کارایی بورس ایران در قیاس با بازار سرمایه کشورهای توسعه‌یافته اشاره کرد؛

به عبارت دیگر بالا بودن اطلاعات محرمانه شرکت‌ها در بورس تهران نقش قابل ملاحظه‌ای در معاملات سهام دارد و بر عملکرد شرکت‌ها اثر می‌گذارد.

در این پژوهش، کیو توبین به‌طور مثبت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد؛ یعنی هر چه قیمت سهام بالاتر باشد، سرمایه‌گذاری بیشتر است؛ همچنین میزان حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام ابتدا کاهش و سپس افزایش یافته است. بر این اساس می‌توان چنین استنباط کرد که ابتدا مدیران برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مقادیر قیمت سهام را کمتر در نظر می‌گیرند و سپس با گذشت زمان اهمیت قیمت سهام برای آن‌ها بیشتر می‌شود و به عبارتی از قیمت سهام یاد می‌گیرند. تفسیر دیگری که می‌توان کرد این است که با توجه به خط زمانی پنج‌ساله بعد از عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها که در این پژوهش به کار رفته است، مدیرانی که در ابتدا سرمایه‌گذاری کرده‌اند، بازدهی این سرمایه‌گذاری‌ها را تا ۴ سال پس از عرضه اولیه مشاهده کرده و از سال ۵ به بعد مجدد از قیمت سهام یاد می‌گیرند و اقدام به سرمایه‌گذاری جدید می‌کنند.

**پیشنهاد‌های برخاسته از پژوهش.** با توجه به نبود ارتباط بین درصد سهام عرضه‌شده توسط مالکان در عرضه عمومی اولیه با عملکرد شرکت پس از این تاریخ، پیشنهاد می‌شود افراد در راستای اقدامات سرمایه‌گذاری و یا بررسی عملکرد آتی شرکت این متغیر را نامرتبب تلقی کرده و از محاسبات خارج کنند.

این پژوهش نشان داد که بین محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و فروش شرکت، رابطه منفی وجود دارد که با توجه به بالا بودن ضریب متغیر محتوای اطلاعاتی قیمت سهام می‌توان نتیجه گرفت وجود اطلاعات محرمانه بیشتر در مورد شرکت می‌تواند کاهش بیشتر عملکرد فروش شرکت را در پی داشته باشد. با توجه به این مسئله به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود از خرید سهام شرکت‌هایی با اطلاعات محرمانه بالا به سبب تأثیر نامطلوب این متغیر بر میزان فروش شرکت اجتناب ورزند.

با توجه به اینکه افزایش قیمت باعث افزایش سرمایه‌گذاری و متعاقباً افزایش عملکرد شرکت خواهد شد، پیشنهاد می‌شود مدیران متعاقب افزایش قیمت سهام شرکت، اقدام به سرمایه‌گذاری جدید در دارایی‌های ثابت کنند.

با توجه به تفاوت در نتایج مربوط به متغیرهای سود عملیاتی به دارایی، فروش به دارایی و سود خالص به دارایی، پیشنهاد می‌شود افراد در زمان بررسی و مقایسه این متغیرها به ساختار مالی شرکت‌ها و تفاوت در اقلام عملیاتی و غیرعملیاتی و هزینه‌های مالی شرکت توجه کرده و در محاسبات لحاظ کنند.

**پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی.** مطالعات آتی می‌توانند برای بازار ثانویه به‌جای متغیر قیمت سهام از سایر متغیرهای مالی استفاده کرده و حساسیت سرمایه‌گذاری به آن را محاسبه کنند و به کار ببرند؛ از طرفی می‌توان اثر تغییرات قیمت سهام بر سایر دارایی‌های مالی را نیز مد نظر قرار داد.

طبق نتایج پژوهش حاضر در بازه پنج‌ساله بعد از عرضه اولیه سهام شرکت، مدیران در ابتدا از قیمت سهام یاد می‌گیرند و سرمایه‌گذاری می‌کنند و سپس منتظر بازدهی این سرمایه‌گذاری بوده و مجدد اقدام به سرمایه‌گذاری جدید با ملاحظه قیمت سهام می‌کنند؛ از این‌رو پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی خط زمانی بلندمدت‌تری در نظر گرفته شود تا بتوان در مورد رابطه قیمت سهام و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری جدید در افق زمانی بلندمدت‌تری اظهار نظر کرد و به این پرسش پاسخ داد که آیا این رابطه تکرار می‌شود یا خیر؟.

با توجه به اینکه در ایران مطالعات مشابه در سطح اقتصاد خرد و شرکتی بوده است، پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی نقش هر دو بازار اولیه و ثانویه در سطح اقتصاد کلان بررسی شود.

### منابع

1. Andersen, M., & Subbaraman, R. (1996). Share prices and investment. Discussion Paper No. 9610, *Reserve Bank of Australia Research*, Sydney.
2. Andriansyah, A. (2017). The real effects of primary and secondary equity markets on firm performance: Evidence from Indonesia. *International Journal of Managerial Finance*, 13(4), 397-418.
3. Andriansyah, A., & Messinis, G. (2014). Equity markets and economic development: does the primary market matter? *Economic Record*, 90(1), 127-141.
4. Andriansyah, A., & Messinis, G. (2016). Intended use of IPO proceeds and firm performance: a quantile regression approach, *Pacific-Basin Finance Journal*, 36, 14-30.
5. Asker, J., Farre-Mensa, J., & Ljungqvist, A. (2015). Corporate investment and stock market listing: a puzzle? *Review of Financial Studies*, 28(2), 342-390.
6. Autore, D.M., Bray, D.E., & Peterson, D.R. (2009). Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 358-367.
7. Bagherzadeh, S., Nikbakht, M. & Noravesh, E. (2011). Factors influencing short term returns on IPOs in Tehran Stock Exchange. *Management Research in Iran*, 15(1), 77-107.
8. Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
9. Baker, M., Stein, J.C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1006.
10. Bakke, T.-E., & Whited, T.M. (2010). Which firms follow the market? An analysis of corporate investment decisions. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1941-1980.
11. Barber, B.M., & Lyon, J.D. (1996). Detecting abnormal operating performance: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359-399.
12. Black, F. (1986). Noise. *Journal of Finance*, 41(3), 529-543.
13. Blanchard, O., Rhee, C., & Summers, L. (1993). The stock market, profit and investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(1), 115-136.
14. Bolbol, A.A., & Omran, M.M. (2005). Investment and the stock market: evidence from Arab firm-level panel data. *Emerging Markets Review*, 6(1), 85-106.
15. Bond, P., Edmans, A., & Goldstein, I. (2012). The real effects of financial markets. *Annual Review of Financial Economics*, 4, 339-360.
16. Brainard, W.C., & Tobin, J. (1968). Pitfalls in financial model building. *American Economic Association*, 58(2), 99-122.
17. Carpenter, R.E., & Rondi, L. (2006). Going public to grow? Evidence from a panel of Italian firms. *Small Business Economics*, 27(4/5), 387-407.
18. Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2007). Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *The Review of Financial Studies*, 20(3), 619-650.
19. Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (2010). Transparency, price informativeness and stock returns synchronicity: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1189-1220.



20. Derrien, F., & Kecskés, A. (2013). The real effects of financial shocks: evidence from exogenous changes in analyst coverage. *Journal of Finance*, 68(4), 1407-1440.
21. Dow, J., & Gorton, G. (1997). Stock market efficiency and economic efficiency: is there a connection? *Journal of Finance*, 52(3), 1087-1129.
22. Durnev, A., Morck, R., & Yeung, B. (2004). Value-enhancing capital budgeting and firm-specific return variation. *Journal of Finance*, 59(1), 65-105.
23. Forster, K. (2005). Stock prices and real economic activity: empirical results for Germany, DeutscheBank Research Notes 20, working paper series, Berlin.
24. Foucault, T., & Fresard, L. (2012). Cross-listing, investment sensitivity to stock price, and the learning hypothesis. *The Review of Financial Studies*, 25(11), 3305-3350.
25. Goldstein, I., & Guembel, A. (2008). Manipulation and the allocational role of prices. *Review of Economic Studies*, 75(1), 133-164.
26. Hoseini, S., Karami, Gh. & Shafipour, S.M. (2010). Investigating the relationship between corporate performance and stock market liquidity. *Journal of Securities Exchange*, 3(11), 20-42. (In Persian)
27. Jiang, L., Kim, J.-B., & Pang, L. (2011). Control-ownership wedge and investment sensitivity to stock price. *Journal of Banking and Finance*, 35(11), 2856-2867.
28. Keasey, K., & Short, H. (1992). The underpricing of initial public offerings: some UK evidence. *International Journal of Management Science*, 20(4), 457-466.
29. Kong, D., Xiao, T., & Liu, S. (2011). Asymmetric information, firm investment and stock prices, *China Finance Review International*, 1(1), 6-33.
30. Leland, H.E., & Pyle, D.H. (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of finance*, 32(2), 371-387.
31. Mikkelson, W.H., Partch, M.M., & Shah, K. (1997). Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of Financial Economics*, 44(3), 280-307.
32. Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W., Shapiro, M., & Poterba, J.M. (1990). The stock market and investment: is the market a sideshow? *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990(2), 157-215.
33. Ovtchinnikov, A.V., & McConnell, J.J. (2009). Capital market imperfections and the sensitivity of investment to stock prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(3), 551-578.
34. Polk, C., & Sapienza, P. (2008). The stock market and corporate investment: a test of catering theory. *Review of Financial Studies*, 22(1), 187-217.
35. Rajan, R.G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
36. Roll, R. (1988).  $R^2$ . *Journal of Finance*, 43(3), 541-566.
- Romer, D. (2006). *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill Higher Education.
37. Sanginian, A., Zamanian, Gh., & Khodaparasti, S. (2014). Long-run and short-run returns of Initial Public Offerings of public and private companies in Tehran Stock Exchange, *Journal of Empirical Research in Accounting*, 3(11), 179-200. (In Persian)
38. Stein, J.C. (2003). Agency, information, and corporate investment, in Constantinides, G., Harris, M. and Stulz, R. (Eds). *The Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier/North-Holland, New York, NY, pp. 111-165.

39. Subrahmanyam, A., & Titman, S. (1999). The going-public decision and the development of financial markets. *Journal of Finance*, 54(3), 1045-1082.
40. Wang, C. (2005). Ownership and operating performance in Chinese IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1835-1856.
41. Wang, Y., Wu, L., & Yang, Y. (2009). Does the stock market affect firm investment in China? A price informativeness perspective. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 53-62.
42. Xiao, F. (2009). Does the stock market affect investment by Chinese firms? Some new evidence. *International Review of Applied Economics*, 23(2), 197-213.
43. Yaghoobnejad, A. & Tajiknia, E. (2010). Survey financial and non-financial element in the short term operation initial public offering (IPO) in Tehran Stock Exchange. *Financial Engineering and Securities Management*, 1(1), 55-82.