



پژوهشنامه‌ی علوم اقتصادی

علمی - پژوهشی

سال نهم، شماره‌ی ۱ (پیاپی ۳۷)، نیمه‌ی اول ۸۹

## رابطه‌ی دقت پیش‌بینی سود و بازده سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران

جواد رضازاده\*

علی آشتاب\*\*

تاریخ پذیرش: ۸۸/۲/۲۷

تاریخ دریافت: ۸۷/۲/۲۲

### چکیده

برای کاهش ریسک اطلاعاتی سرمایه‌گذاران، شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران ملزم به پیش‌بینی و گزارش سود سال مالی آتی هستند. این گونه گزارشگری مستقیم در اقتصاد در حال توسعه‌ی ما اهمیت ویژه‌ای دارد؛ زیرا در محیط اقتصادی ما از یک سو تحلیل گران مالی حضوری فعال ندارند و از سوی دیگر سرمایه‌گذاران به ندرت به صورت حرفه‌ای عمل می‌کنند. در این تحقیق وجود پدیده‌ی ارزان‌فروشی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس و هم‌چنین رابطه‌ی دقت سود پیش‌بینی شده با بازده اولیه‌ی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس مورد بررسی قرار گرفته است. وجود این رابطه با در نظر گرفتن آثار متغیرهای کنترلی نیز آزمون شده است. بدین منظور از اطلاعات مربوط به ۱۰۷ شرکت جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران نیز هم‌چون سایر کشورها، پدیده‌ی ارزان‌فروشی وجود دارد و بین خطای پیش‌بینی سود و بازده اولیه‌ی سهام شرکت‌های جدیدالورود، رابطه‌ی معنی‌دار وجود دارد. بدین ترتیب معلوم می‌شود که سرمایه‌گذاران می‌توانند خطای پیش‌بینی سود را تشخیص دهند و از آن در قیمت‌گذاری سهام استفاده کنند.

**واژه‌های کلیدی:** عرضه‌ی اولیه‌ی سهام، ارزان‌فروشی، بازده اولیه، خطای پیش‌بینی سود

طبقه‌بندی JEL: M41، G20.

\* نویسنده‌ی مسؤل - استادیار دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)

\*\* کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)

## ۱. مقدمه

خرید سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار نسبت به سایر شرکت‌های عضو بورس، مخاطره‌ی بیشتری دارد؛ زیرا سرمایه‌گذاران درباره‌ی شرکت‌های جدیدالورود، اطلاعات زیادی ندارند (فیرث، ۱۹۹۸). همچنین عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران بالقوه، مهم‌ترین مسأله‌ای است که سرمایه‌گذاران در مورد این شرکت‌ها با آن مواجه‌اند. در چنین شرایطی شرکت‌های جدیدالورود ناگزیر به ارائه‌ی اطلاعاتی هستند که به سرمایه‌گذاران در تعیین قیمت سهام کمک کند. شواهد تجربی نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران برای قیمت‌گذاری سهام به اطلاعاتی نظیر پیش‌بینی سود هر سهم که توسط مدیران گزارش می‌شود، توجه زیادی نشان می‌دهند (جگ و مک‌کنومی، ۲۰۰۳). این پیش‌بینی‌ها بیان‌کننده‌ی انتظارات مدیران در مورد رویدادهای احتمالی آتی است. بنابراین، دقت این پیش‌بینی‌ها برای سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارد.

دقت پیش‌بینی سود گزارش شده از سوی شرکت‌های جدیدالورود، اغلب در کشورهایی همچون استرالیا، بریتانیا، هنگ کنگ، مالزی، نیوزیلند و سنگاپور مورد توجه و مطالعه‌ی محققان قرار گرفته است. این کشورها در خصوص اوراق بهادار، قوانین و مقررات و نهادهای مشابهی دارند. بر عکس، از این نظر اوضاع ایران با این کشورها فرق دارد؛ بنابراین، شناسایی دقت و نقش سودهای پیش‌بینی شده در ایران امر لازمی است. در ایران کفه‌ی اقتصاد دولتی سنگین‌تر از کشورهای مورد اشاره است؛ تا حدی که اقتصاد ایران را می‌توان اقتصاد دولتی نام نهاد. اما در سال‌های اخیر و بر اساس تجدید نظر در اصل ۴۴ قانون اساسی، که حدود و ثغور بخش‌های اصلی تشکیل‌دهنده‌ی اقتصاد ایران یعنی بخش دولتی، بخش تعاونی و بخش خصوصی را مشخص می‌سازد، و همچنین تدوین چشم‌انداز بیست‌ساله، هدف اصلی دست‌اندرکاران اقتصادی کشور کاستن از فعالیت‌های اقتصادی دولت و گسترش بخش خصوصی است. برای نیل به این هدف، لازم است بورس اوراق بهادار تهران و مناطق کشور فعال‌تر شود تا مسیر عرضه‌ی سهام شرکت‌های دولتی به عموم مردم هموار شود. اما مقدمه‌ی عرضه‌ی عمومی سهام شرکت‌های دولتی، شفاف‌سازی است. گزارش سود پیش‌بینی شده از سوی این دسته از شرکت‌ها، یکی از روش‌های شفاف‌سازی و کاهش عدم تقارن

اطلاعاتی بین مدیران دولتی این شرکت ها و سرمایه گذاران بالقوه است. اما تا کنون دقت پیش بینی سودها در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار نگرفته است. بنابراین، اولین هدف این تحقیق آزمون دقت پیش بینی سود منتشره از سوی شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران است. دومین هدف تحقیق آزمون رابطه‌ی دقت پیش بینی سودها و بازده سهام در دوره‌ی عرضه‌ی اولیه است.

نتایج حاصل از این مطالعه می تواند برای سرمایه گذاران در استفاده‌ی بهینه از اطلاعاتی که شرکت های جدیدالورود گزارش می کنند، مفید باشد. علاوه براین، دقت پیش بینی سود می تواند برای تبیین بازده غیر عادی سهام شرکت های جدیدالورود مورد استفاده قرار گیرد. از کاربردهای عملی نتایج این مطالعه می توان به سنجش ارزش اطلاعات منتشره و به خصوص پیش بینی سود از سوی شرکت های جدیدالورود اشاره کرد. مسئولان بورس اوراق بهادار می توانند با استفاده از نتایج این مطالعه به تعیین قابلیت اتکای اطلاعات پیش بینی شده بپردازند. چنانچه شرکت ها در پیش بینی سود تعصب و سوگیری دامنه داری را اعمال کنند، مسئولان بورس اوراق بهادار می توانند جریمه هایی را تصویب و اعمال کنند.

ساختار بخش های باقیمانده مقاله بدین شرح است: بخش دوم به اختصار به بررسی پیشینه‌ی موضوع در خارج و داخل کشور می پردازد. بخش سوم به معرفی روش تحقیق اختصاص دارد. بخش چهارم به ارائه‌ی نتایج تجزیه و تحلیل داده ها و بخش پنجم به بحث و نتیجه گیری می پردازد.

### ۲. بررسی پیشینه‌ی موضوع

سابقه‌ی اولیه‌ی تحقیق درباره‌ی گزارش سود پیش بینی شده از سوی شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار را می توان در کشورهای مشترک المنافع بریتانیا یافت. گزارش سودهای پیش بینی شده در بسیاری از این کشورها، امری رایج و در بعضی از این کشورها اجباری است. همان گونه که قبلاً نیز اشاره شد، سودهای پیش بینی شده بخش مهمی از اطلاعات مورد نیاز سرمایه گذاران را تشکیل می دهد. فیث (۱۹۹۸)، طی تحقیقی به رابطه‌ی سود پیش بینی شده و ارزشیابی شرکت ها پی برد و متوجه شد سود پیش بینی شده حاوی اطلاعات مهمی درباره‌ی ارزش شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار است و نقشی بسیار مهم تر از سایر روش‌ها و ابزارهای

علامت دهی از جمله درصد مالکیت محفوظ برای سهامداران اصلی شرکت دارد. کیم و ریتر (۱۹۹۹) نیز دریافتند که سود پیش بینی شده در مقایسه با سودهای تاریخی، ابزار علامت دهی مؤثری برای ارزشیابی شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار است. استفاده از سود پیش بینی شده برای ارزشیابی شرکت ها به باور سرمایه گذاران درباره ی دقت این پیش بینی ها بستگی دارد.

ارزیابی دقت پیش بینی سود گزارش شده توسط شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار، موضوع اصلی شاخه ی مهمی از تحقیقات را تشکیل می دهد. تحقیقات به عمل آمده در استرالیا (لی و همکاران، ۱۹۹۳)، کانادا (پدول و همکاران، ۱۹۹۴) و نیوزیلند (فیرث و اسمیت، ۱۹۹۲) حاکی از وجود خطای با اهمیت در سودهای پیش بینی شده است. مطالعات صورت گرفته در مورد شرکت های جدیدالورود در بورس اوراق بهادار کشورهای آسیایی به طور نسبی نشانه ی خطای جزئی در این گونه پیش بینی ها بوده است؛ به نحوی که چان و همکارانش (۱۹۹۶) و جاگی (۱۹۹۷) میانگین قدر مطلق خطای پیش بینی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ را به ترتیب ۱۸ درصد و ۱۲/۹ درصد گزارش کرده اند. اما نتایج تحقیق در بورس اوراق بهادار مالزی روند مشخصی را نشان نمی دهد. محمد و همکارانش (۱۹۹۴) در این کشور خطای پیش بینی سود را اندک تا متوسط گزارش کردند؛ اما تحقیق بعدی که جلیک و همکارانش (۲۰۰۱) انجام داده اند، حاکی از وجود خطای بیشتر بود.

فیرث و اسمیت (۱۹۹۲) دقت پیش بینی سود از سوی شرکت های جدیدالورود به بورس نیوزیلند را طی سال های ۱۹۸۷-۱۹۹۱ بررسی کردند. در بررسی آن ها، دقت پیش بینی به وسیله ی «خطای پیش بینی سود»، «قدر مطلق خطای پیش بینی سود» و «مجذور خطای پیش بینی سود» اندازه گیری شده است. یافته های آن ها بیان کننده ی این بود که میزان دقت پیش بینی سود در این کشور در مقایسه با مطالعات انجام شده در بریتانیا کمتر است. فرضیه ی مورد آزمون آنان این بود که دقت پیش بینی سود با بازده اولیه ی سهام رابطه دارد. ولی نتایج تجربی از این فرضیه حمایت نکرد.

فیرث و همکارانش (۱۹۹۵) در تحقیقی دریافتند که به طور نسبی دقت پیش بینی سود توسط شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار سنگاپور بیشتر از سایر کشورها است. چن و فیرث (۱۹۹۹) دقت پیش بینی سود و ارتباط آن با بازده اولیه ی

## رابطه‌ی دقت پیش بینی سود و بازده سهام شرکت های ... ۵۹.....

سهام شرکت‌های جدیدالورود را در چین مورد بررسی قرار دادند. آنان تمامی شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار شانگهای و بورس اوراق بهادار شنژن را در طی سال‌های ۱۹۹۱-۱۹۹۶ مطالعه کردند و دریافتند که پیش بینی سود این شرکت ها به طور متوسط دقیق است و سود پیش‌بینی شده با ارزشیابی شرکت ها ارتباط دارد. لونکانی و فیرث (۲۰۰۵) نیز با انتخاب ۱۷۵ شرکت از ۴۶۸ شرکت که طی سال‌های ۱۹۹۱-۱۹۹۶ در بورس اوراق بهادار تایلند به ثبت رسیده بودند به مطالعه‌ی رابطه‌ی دقت پیش‌بینی سود و بازده اولیه‌ی سهام شرکت‌های جدیدالورود پرداختند و دریافتند که بین خطای پیش‌بینی سود و بازده اولیه‌ی سهام رابطه‌ی مثبت و معنی‌دار وجود دارد. باید مبانی نظری این روابط را در استدلال‌های مایکل فیرث، اندیشمند پیشگام تحقیق درباره‌ی عرضه‌ی اولیه‌ی سهام جستجو کرد.

فیرث (۱۹۹۷) استدلال می‌کند که سود پیش‌بینی شده می‌تواند در تبیین بازده اولیه در اولین روز معامله‌ی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس مفید باشد. زیرا بنا به اظهارات او سرمایه‌گذاران برای قیمت‌گذاری سهام جدید، سود پیش‌بینی شده را در نسبت قیمت بر سود هر سهم (نسبت P/E) مناسبی ضرب می‌کنند. فیرث با به کار گرفتن ضریب P/E شرکت های مشابهی که قبلاً در بورس اوراق بهادار به ثبت رسیده اند برای ارزشیابی سهام شرکت های جدیدالورود، اعلام می‌کند که این ضریب را می‌توان هم به عنوان علامت و هم به عنوان تبیینی بر پدیده‌ی ارزان فروشی سهام شرکت های جدیدالورود، معرفی کرد.

ارزان فروشی سهام به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن بانک سرمایه‌گذار یا به عبارت بهتر، بنگاه انتشار دهنده‌ی سهام، قیمت عرضه‌ی سهام را به‌طور تعجب‌آوری بسیار پایین تر از قیمت بازار آن تعیین می‌کند؛ طوری که اولین خریداران این گونه سهام، تنها از مبادله‌ی سهام در روز اول، بازده قابل ملاحظه‌ای به دست می‌آورند. میزان ارزان فروشی یا بازده سرمایه‌گذاری در روز اول از تفاوت بین قیمت بسته شدن سهام در روز اول مبادله با قیمت عرضه‌ی سهام بخش بر قیمت عرضه به دست می‌آید. به طور میانگین، این کسر در همه‌ی کشورها مثبت گزارش شده است. سابقه‌ی ارزان فروشی سهام شرکت های جدید الورد به بورس را می‌توان به تحقیقات اجرا شده در سال های ۱۹۷۰ ردیابی کرد. در آمریکا طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۰ میزان ارزان

فروشی به مقدار قابل توجه ۶۵ درصد رسیده بود. میزان ارزان فروشی طی سال‌های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۸ در هفت کشور اروپایی آلمان، فرانسه، ایتالیا، هلند، اسپانیا، سوئیس و سوئد، ۱۶٫۵ درصد گزارش شده است (دستگیر و علیخانی بوانی، ۱۳۸۵).  
تیان و مگینسن (۲۰۰۷) ارزان فروشی نظام‌مند سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار شانگ‌های و شنژن را طی سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۴ مورد مطالعه قرار دادند. بنا به یافته‌های آنان بیشترین ارزان فروشی سهام در جهان به کشور چین اختصاص دارد. به نحوی که میانگین بازده سهام در روز مبادله به ۲۴۷ درصد و میان‌ه‌ی آن به ۱۲۲ درصد رسیده است که تاکنون بی سابقه بوده است. البته دلیل اصلی چنین بازده بی سابقه را به دخالت مستقیم دولت در عرضه‌ی سهام شرکت‌های دولتی نسبت می‌دهند به نحوی که برای قیمت گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس، دولت ضریب P/E را در دامنه‌ی پانزده تا بیست تعیین می‌کند؛ در حالی که متوسط ضریب واقعی P/E در بورس‌های اوراق بهادار یاد شده بیشتر از سی است. گفته می‌شود هدف دولت از این دخالت‌ها، تشویق سرمایه‌گذاران و تسریع فرایند خصوصی سازی شرکت‌های دولتی است.

بازده سرمایه گذاری در سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران نیز مورد توجه و بررسی محققان قرار گرفته است. عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) با مطالعه‌ی بازده سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران دریافتند که بازده کوتاه مدت سهام این شرکت‌ها بیشتر از بازده بازار و بازده بلندمدت این شرکت‌ها کمتر از بازده بازار است. از این نظر قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار در ایران مشابه سایر کشورها است. ظریف فرد و مهرجو (۱۳۸۳) با مطالعه‌ی بازده سه ماهه‌ی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ به این نتیجه رسیدند که بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های جدیدالورود بیشتر از بازده بازار است. بدین ترتیب نتایج تحقیقات داخلی نیز حاکی از وجود پدیده‌ی ارزان فروشی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار است. در حالی که با گذشت زمان، بازده‌های بالای سهام این شرکت‌ها روز به روز کاهش می‌یابد. از آن‌جا که پیش‌بینی و گزارش سود آتی توسط شرکت‌های جدیدالورود از جمله موارد الزامی است و رابطه‌ی دقت پیش‌بینی سود با بازده اولیه‌ی سهام این گونه

### رابطه‌ی دقت پیش بینی سود و بازده سهام شرکت های ..... ۶۱

شرکت ها در ایران مورد مطالعه قرار نگرفته است، مطالعه‌ی حاضر به بررسی این موضوع می پردازد.

### ۳. روش تحقیق

#### ۳-۱- جامعه ی آماری و نمونه ی تحقیق

روش مورد استفاده در این تحقیق، روش تجربی از نوع پس‌رویدادی با استفاده از مدل های مقطعی است. جامعه ی آماری تحقیق، شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ است. اهمیت انتخاب این دوره از نظر گسترش چشم گیر بازار بورس طی آن سال ها و حجم زیاد شرکت‌هایی است که برای اولین بار سهام خود را در بورس اوراق بهادار تهران عرضه کرده‌اند. در این دوره ۱۴۷ شرکت در بورس به ثبت رسیده است و نمونه ی مورد مطالعه به روش حذفی شامل ۱۰۷ شرکت است که جدول شماره ی یک نحوه ی توزیع آن‌ها را بر حسب سال نشان می‌دهد. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌های جدیدالورود از طریق بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز و رهاورد نوین و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده و سپس با جمع‌بندی و محاسبات مورد نیاز در صفحه ی گسترده ی اکسل، برای تجزیه و تحلیل آماده شده است. تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزار SPSS نسخه چهارده انجام شده است.

جدول شماره ی یک - توزیع نمونه ی تحقیق بر حسب سال

سال	۱۳۷	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	کل دوره
جامعه	۱۳	۱۰	۹	۱۷	۴۹	۳۹	۶	۳	۱۴۷
نمونه	۱۰	۷	۸	۱۲	۲۳	۳۰	۴	۳	۱۰۷

در جدول شماره ی دو توزیع نمونه‌ی تحقیق بر حسب صنایع مختلف و سهم هر صنعت نشان داده شده است.

جدول شماره ی دو - توزیع نمونه ی تحقیق بر حسب صنعت

ردیف	صنعت	تعداد	درصد	جامعه	نمونه	درصد (نسبت به جامعه)
۱	استخراج ذغال سنگ	۱	۰,۹۳	۱	۱	۱۰۰
۲	استخراج کانی های فلزی	۴	۳,۷۳	۶	۴	۶۶
۳	انبوه سازی	۹	۸,۴۱	۱۳	۹	۷۵
۴	بانک ها	۱	۰,۹۳	۴	۱	۲۵
۵	چند رشته ای صنعتی	۱	۰,۹۳	۱	۱	۱۰۰
۶	حمل و نقل انبارداری	۲	۱,۸۶	۴	۲	۵۰
۷	خدمات فنی مهندسی	۱	۰,۹۳	۲	۱	۵۰
۸	خودرو و ساخت قطعات	۹	۸,۴۱	۱۰	۹	۹۰
۹	دارویی	۶	۵,۶۰	۹	۶	۶۶
۱۰	رادیو و تلویزیون	۲	۱,۸۶	۲	۲	۱۰۰
۱۱	رایانه	۲	۱,۸۶	۳	۲	۶۶
۱۲	ساخت محصولات فلزی	۴	۳,۷۳	۵	۴	۸۰
۱۳	سایر کانی غیر فلزی	۵	۴,۶۷	۶	۵	۸۳
۱۴	سایر واسطه گری مالی	۲	۱,۸۶	۴	۲	۵۰
۱۵	سرمایه گذاری	۴	۳,۷۳	۸	۴	۵۰
۱۶	سیمان گچ آهک	۱۱	۱۰,۲۸	۱۵	۱۱	۷۳
۱۷	فرآورده های نفتی	۲	۱,۸۶	۲	۲	۱۰۰
۱۸	فلزات اساسی	۱۱	۱۰,۲۸	۱۳	۱۱	۸۵
۱۹	کاشی و سرامیک	۲	۱,۸۶	۲	۲	۱۰۰
۲۰	کشاورزی و دامپروری	۱	۰,۹۳	۱	۱	۱۰۰
۲۱	لاستیک و پلاستیک	۳	۱,۸۶	۴	۳	۵۰
۲۲	ماشین آلات و تجهیزات	۳	۲,۸۰	۶	۳	۵۰
۲۳	ماشین آلات و دستگاه های برقی	۴	۳,۷۳	۴	۴	۱۰۰
۲۴	مبلمان و مصنوعات دیگر	۱	۰,۹۳	۱	۱	۱۰۰
۲۵	محصولات غذایی	۹	۸,۴۱	۹	۹	۱۰۰
۲۶	مواد شیمیایی	۷	۶,۵۴	۱۰	۷	۷۰
۲۷	وسایل اندازه گیری پزشکی	۱	۰,۹۳	۲	۱	۵۰
۲۸	جمع	۱۰۷	۱۰۰	۱۴۷	۱۰۷	۷۳

۳-۲- تدوین فرضیات تحقیق

با توجه به مطالبی که پیش تر از این درباره ی پدیده ی ارزان فروشی ارائه شد، اولین فرضیه ی تحقیق به مقایسه ی بازده کوتاه مدت سهام شرکت های جدیدالورود و



## رابطه‌ی دقت پیش بینی سود و بازده سهام شرکت های ... ..... ۶۳

بازده بازار اختصاص دارد. به طور خلاصه استدلال می شود به دلیل ریسک بالای خرید سهام شرکت های جدیدالورود، انتظار بر این است که بازده کوتاه مدت سهام این شرکت ها بیش تر از بازده بازار باشد. منظور از بازده کوتاه مدت در این تحقیق، بازده چهار ماهه‌ی سهام شرکت های جدیدالورود و بازده چهار ماهه‌ی بازار است. بنابراین، اولین فرضیه به صورت زیر بیان می شود:

**H<sub>1</sub>**: بازده کوتاه مدت سهام شرکت های جدیدالورود به بورس بیشتر از بازده کوتاه مدت بازار است.

شرکت‌هایی که درخواست پذیرش آن‌ها توسط بورس اوراق بهادار مورد قبول واقع می‌شود، ملزم هستند سود هر سهم خود را در سال ورود به بورس و یک سال بعد از آن، برآورد و گزارش کنند. از سوی دیگر شرکت‌ها برای جلب سرمایه‌گذاران بالقوه و اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران فعلی، سعی می‌کنند سود هر سهم را با دقت پیش‌بینی کنند. زیرا هر چه خطای پیش‌بینی سود بیشتر باشد، نوسانات قیمت سهام بیشتر خواهد شد و سرمایه‌گذاران به بازدهی بیشتر و به بیان دیگر بازدهی غیر عادی دست خواهند یافت. با این استدلال، فرضیه‌ی دوم به صورت زیر بیان می شود:

**H<sub>2</sub>**: بین خطای پیش‌بینی سود و بازده اولیه‌ی سهام جدید رابطه‌ی مثبت وجود دارد.

لونکانی و فیرث (۲۰۰۵) استدلال می کنند خطای پیش‌بینی سود توسط شرکت‌ها تحت تأثیر اندازه و عمر شرکت است. زیرا این دو را می توان جانشینی بر عامل ریسک شرکت تلقی کرد؛ بدین معنی که سرمایه گذاری در سهام شرکت های بزرگ و قدیمی در مقایسه با شرکت های کوچک و جوان، ریسک کمتری دارد. علاوه بر این، اندازه و عمر شرکت ها را می توان به عنوان متغیر جانشین برای قابلیت دسترسی سرمایه گذاران به اطلاعات شرکت ها محسوب کرد. زیرا سرمایه گذاران به طور نسبی، اطلاعات مورد نیاز خود را از شرکت های بزرگ و قدیمی آسان تر می توانند کسب کنند تا شرکت های کوچک و جوان. می توان بر استدلال های فوق افزود که در شرکت‌های بزرگ، استقرار سیستم‌های کنترلی و نظارتی دقیق، به کارگیری کارکنان و مدیران حرفه ای و الزام پاسخ‌گویی به طیف گسترده ای از سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان موجب اعمال دقت بیشتر در پیش‌بینی سود می شود. از سوی دیگر شرکت‌های قدیمی نسبت به شرکت‌های جوان، تجارب بیشتری در مورد پیش‌بینی سود دارند. بنابراین

انتظار می‌رود بین متغیرهایی هم چون اندازه و عمر شرکت و بازده اولیه ی سهام رابطه ی معکوس وجود داشته باشد.

برای مطالعه ی دقیق رابطه ی بین دقت پیش بینی سود و بازده اولیه ی سهام، علاوه بر دو عامل فوق باید از بازده بازار نیز به عنوان متغیر کنترل استفاده کرد. زیرا، در صورتی که شاخص بازار نوسانات زیادی داشته باشد، بازده سهام نیز بیشتر خواهد بود. بنابراین انتظار بر این است که بین بازده بازار و بازده سهام رابطه ی مثبت وجود داشته باشد. در فرضیه ی سوم هدف این است که به بررسی رابطه ی متغیرهایی هم چون خطای پیش‌بینی سود و بازده اولیه ی سهام جدید با حضور متغیرهای کنترل (اندازه ی شرکت، عمر شرکت و بازده بازار) بپردازیم:

**H<sub>3</sub>:** بین خطای پیش‌بینی سود و بازده اولیه سهام جدید با در نظر گرفتن آثار متغیرهای کنترل، رابطه ی مثبت وجود دارد.

### ۳-۳ محاسبه ی بازده غیرعادی سهام جدید

طبق استدلال محققان استفاده از نرخ بازده بازار به عنوان معیاری برای محاسبه ی بازده غیر عادی، ضمن این که ساده و آسان است، نتایج حاصل از آن با نتایج حاصل از مدل های چند عاملی همانند مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۲) و مدل های مشابه دیگر تفاوتی ندارد (لونکانی و فیث، ۲۰۰۵). به همین دلیل در تحقیق حاضر برای محاسبه ی بازده غیرعادی سهام شرکت ها در طی دوره ی چهار ماهه، مدل تعدیل شده ی بازار توسط لونکانی و فیث (۲۰۰۵) به شرح رابطه ی (۱) را مبنای کار قرار می دهیم. طبق این مدل، تفاضل بازده واقعی شرکت  $i$  در دوره ی زمانی  $t$  با بازده بازار در همان دوره را به عنوان بازده غیرعادی سهام شرکت  $i$  در دوره ی  $t$  در نظر می گیریم:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt} \quad (1)$$

در رابطه ی (۱) داریم:

$ar_{it}$  = نرخ بازده غیرعادی (تعدیل شده نسبت به بازده بازار) سهم شرکت  $i$  در طی چهار ماه ؛

$r_{it}$  = نرخ بازده سهم شرکت  $i$  در طی چهار ماه ؛

$r_{mt}$  = نرخ بازده بازار در طی چهار ماه ؛

## رابطه‌ی دقت پیش بینی سود و بازده سهام شرکت های ... ۶۵.....

برای محاسبه نرخ بازده سهام در صورتی که شرکت هیچ گونه افزایش سرمایه و تجزیه ی سهام نداشته باشد از رابطه ی (۲) استفاده می کنیم:

$$r_{it} = \frac{P_{it} - P_{io}}{P_{io}} \quad (۲)$$

در رابطه ی (۲) داریم:

$P_{it}$  = میانگین قیمت سهام شرکت  $i$  در پایان ماه چهارم؛

$P_{io}$  = میانگین قیمت سهام شرکت  $i$  در پایان اولین روز معامله .

برای محاسبه‌ی نرخ بازده بازار در طی چهار ماه، از رابطه ی (۳) استفاده می کنیم:

$$r_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{m0}}{I_{m0}} \quad (۳)$$

در رابطه ی (۳) داریم:

$r_{mt}$  = نرخ بازده بازار در طی چهار ماه؛

$I_{mt}$  = شاخص کل بورس در پایان ماه چهارم؛

$I_{m0}$  = شاخص کل بورس در پایان اولین روز معامله ی سهم هر یک از شرکت های مورد مطالعه.

برای آزمون فرضیه‌ی اول مبنی بر فزونی بازده کوتاه مدت سهام جدید بر بازده کوتاه مدت بازار از آزمون  $t$  استفاده می کنیم. یعنی برابر بودن یا نبودن میانگین بازده غیر عادی سهام جدید را با صفر می آزمایشیم و بیان آماری آن بدین صورت است:  
 $H_0: \mu_{ar} = 0$

### ۳-۴- اندازه‌گیری خطای پیش‌بینی سود هر سهم توسط مدیران

با استفاده از مدل چنگ و فیرث (۲۰۰۰) فرایند اندازه‌گیری خطای پیش‌بینی سود

هر سهم به صورت زیر است:

$$FE_{it} = (AP_{it} - FP_{it}) / |FP_{it}| \quad (۴)$$

در رابطه ی (۴) داریم:

$$FE_{it} = \text{خطای بر آورد سود هر سهم شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$AP_{it} = \text{سود خالص واقعی هر سهم شرکت } i \text{ در سال } t$$

$$FP_{it} = \text{سود خالص پیش‌بینی‌شده توسط مدیران برای شرکت } i \text{ در سال } t$$

در رابطه ی (۴) هر دو سود (پیش‌بینی شده و واقعی) به صورت خالص و پس از کسر مالیات در نظر گرفته شده است. چون ممکن است میزان سود واقعی کمتر باشد و استفاده از آن در مخرج کسر موجب متورم شدن رابطه ی (۴) گردد در مخرج کسر از سود پیش‌بینی شده استفاده شده است.

### ۳-۵- محاسبه ی بازده اولیه (ارزان فروشی) سهام جدید

برای محاسبه ی بازده ی اولیه ی سهام از رابطه ی (۵) استفاده شده است:

$$IR = \frac{FT - OP}{OP} \quad (5)$$

در رابطه ی (۵) داریم:

$$IR = \text{بازده اولیه؛}$$

$$FT = \text{قیمت بسته شدن سهام در روز اول مبادله؛}$$

$$OP = \text{قیمت عرضه ی سهام؛}$$

برای آزمون فرضیه‌های دوم و سوم، مدل‌های رگرسیون تک متغیره و چند متغیره ی زیر را به کار برده ایم:

$$IR_{it} = b_0 + b_1 FE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$IR_{it} = b_0 + b_1 FE_{it} + b_2 SIZE_{it} + b_3 AGE_{it} + b_4 MKT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

در این مدل‌ها داریم:

$$IR_{it} = \text{بازده اولیه ی سهام جدید؛}$$

$$FE_{it} = \text{خطای پیش‌بینی سود شرکت } i \text{ در سال } t$$

## رابطه‌ی دقت پیش بینی سود و بازده سهام شرکت های ... ۶۷.....

$SIZE_{it}$  = اندازه‌ی شرکت  $i$  در سال  $t$  (لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت که برابر است با تعداد سهام منتشر شده و در دست سهامداران  $\times$  میانگین قیمت بازار سهام در اولین روز معامله)؛

$AGE_{it}$  = عمر شرکت  $i$  در سال  $t$  (لگاریتم سال تأسیس شرکت تا سال ورود به بورس)؛

$MKT_{it}$  = بازده بازار در زمان  $t$  ؛

$b_i$  = ضرایب مدل رگرسیون ؛

$\varepsilon_{it}$  = مانده‌ی مدل رگرسیون.

### ۴. نتایج تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق (مستقل، وابسته، کنترل) در جدول شماره ی سه نشان داده شده است. همان گونه که ملاحظه می‌شود کمترین عمر و اندازه ی شرکت‌های جدیدالورود در محدوده ی زمانی سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۵ تقریباً برابر با ۱,۵ (۱۰<sup>-۰/۱۷۶</sup>) سال و ۷۰۰ میلیون ریال (۱۰<sup>-۸/۸۴۵</sup>) است. از سوی دیگر میانگین ارزان فروشی سهام جدید ۳۹/۴۳ درصد است. هم‌چنین خطای پیش‌بینی سود مثبت بوده (۰/۲۶۶۲) و علامت مثبت آن بیان‌کننده‌ی این است که سود واقعی بیش از سود پیش‌بینی شده بوده و مدیران شرکت‌های جدیدالورود در ایران، در پیش‌بینی سود محافظه کار هستند.

جدول شماره‌ی سه - آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	میانگین	واریانس	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	دامنه ی تغییرات
عمر شرکت	۱/۱۲۶۰	۰/۱۲۶	۰/۳۵۴۵	۱/۶۹۰۱	۰/۱۷۶	۱/۵۱۴۱
اندازه ی شرکت	۱۱/۳۴۵۵	۰/۵۳۹	۰/۷۳۴۳	۱۳/۴۷۷۴	۸/۸۴۵	۴/۶۳۲۴
خطای پیش‌بینی سود	۰/۲۶۶۲	۰/۱۲۲	۰/۳۴۸۶	۱/۲۸۷۵	-۰/۷۹۰۹	۲/۰۷۸۴
بازده اولیه (ارزان‌فروشی)	۰/۳۹۴۳	۰/۱۵۸	۰/۳۹۷۷	۲/۴۵۳	-۰/۷۳۲۹	۳/۱۸۵۹
بازده بازار	۰/۰۰۵۲	۰/۰۰۱	۰/۰۳۶۳	۰/۰۹۱	-۰/۲۸۲۴	۰/۳۷۳۴

در جدول شماره ی چهار، توزیع بازده اولیه در سطوح مختلف نشان داده شده است. با مراجعه به این جدول متوجه می شویم که از بین ۱۰۷ شرکت جدیدالورود در طی سال های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ در ۹۹ شرکت (۹۲/۳۹ درصد) پدیده ی ارزان فروشی وجود دارد. در ضمن برای هشت شرکت (۷/۶۱ درصد) قیمت عرضه بیش از قیمت آخرین روز معامله بوده که بیان کننده ی گران فروشی سهام جدید است.

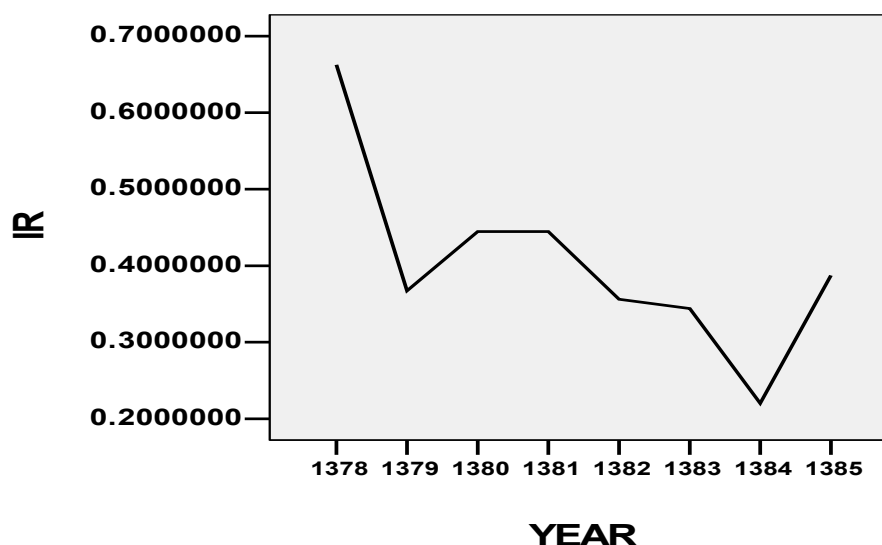
**جدول شماره ی چهار - توزیع بازده اولیه در سطوح مختلف**

بازده اولیه	تعداد شرکت ها	درصد تعداد شرکت	درصد انباشته
$IR > 100$	۳	۲/۸	۲/۸
$100 > IR > 90$	۶	۵/۶	۸/۴
$90 > IR > 80$	۴	۳/۷	۱۲/۱
$80 > IR > 70$	۷	۶/۵	۱۸/۶
$70 > IR > 60$	۱۰	۹/۳۴	۲۷/۹۴
$60 > IR > 50$	۸	۷/۴۷	۳۵/۴۱
$50 > IR > 40$	۱۰	۹/۳۴	۴۴/۷۵
$40 > IR > 30$	۱۰	۹/۳۴	۵۴/۰۹
$30 > IR > 20$	۱۵	۱۴/۰۱	۶۸/۱
$20 > IR > 10$	۱۴	۱۳/۰۸	۸۱/۱۸
$10 > IR > 0$	۱۲	۱۱/۲۱	۹۲/۳۹
$0 > IR > -75$	۸	۷/۶۱	۱۰۰
کل	۱۰۷	۱۰۰	

در نمودار شماره ی یک میزان ارزان فروشی سهام جدید طی دوره ی مورد مطالعه نشان داده شده است. همان گونه که ملاحظه می شود، بیشترین ارزان فروشی در سال ۱۳۷۸ بالغ بر ۶۶ درصد و کمترین میزان آن در سال ۱۳۸۴ بالغ بر ۲۲ درصد است.

رابطه‌ی دقت پیش بینی سود و بازده سهام شرکت های ... ۶۹.....

نمودار شماره‌ی یک - توزیع ارزان فروشی بر حسب سال



#### ۴-۱- آزمون فرضیه‌ی اول

همان گونه که قبلاً اشاره شد، هدف اصلی این تحقیق، بررسی وجود پدیده‌ی ارزان فروشی در بورس اوراق بهادار تهران و به بیان دیگر بررسی فزونی بازده کوتاه مدت سرمایه گذاری در سهام شرکت های جدید ورود به بورس بر بازده بازار است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول در جدول شماره‌ی پنج نشان داده شده است.

#### جدول شماره‌ی پنج - نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی اول

متغیر	آماره‌ی t	مقدار sig. در آزمون دو دامنه	فاصله‌ی اطمینان در سطح ۹۹ درصد	
			کران پایین	کران بالا
ar	۵/۶۲۷ ***	۰/۰۰۰	۰/۱۵۵۶۰۵	۰/۴۲۷۳۸۰

\*\*\* نتیجه‌ی آزمون در سطح خطای ۰/۰۱ معنی دار است.

همان گونه که ملاحظه می‌شود، فرض  $H_0$  مبنی بر برابری میانگین بازده غیر عادی سهام شرکت های جدید ورود با صفر ( $H_0: \mu_{ar} = 0$ )، رد و فرض مقابل آن مورد قبول واقع

می شود. از سوی دیگر چون هر دو کران بالا (۰/۴۲۷۳۸) و کران پایین (۰/۱۵۵۶۰۵) مثبت هستند، پس نتیجه می گیریم که بازده سهام جدید در کوتاه مدت بیشتر از بازده بازار است.

#### ۴-۲- آزمون فرضیه ی دوم

در اجرای آزمون فرضیه ی دوم، هدف ما این است که بدانیم آیا بین بازده اولیه ی سهام جدید و خطای پیش بینی سود توسط مدیران رابطه ی مثبت و معنی دار وجود دارد یا خیر؟ نتایج حاصل از اجرای این آزمون در جدول شماره ی شش نشان داده شده است. مقدار ضریب تعیین (۰/۳۴۳) بیان کننده ی این است که ۳۴ درصد تغییرات بازده اولیه ی سهام جدید ناشی از خطای پیش بینی سود بوده و ۶۵ درصد، (۰/۳۴۳ - ۱) تغییرات آن، تحت تأثیر سایر عوامل است. مقدار آماره ی دوربین واتسون ۱/۹۸۶ بوده و بیان کننده ی این است که در مورد خود همبستگی مشکل خاصی وجود ندارد. هم چنین ملاحظه می کنیم ضریب خطای سود پیش بینی شده در سطح ۰/۰۱ معنی دار است. به این نتیجه می رسیم که بین خطای پیش بینی سود و بازده اولیه ی سهام جدید در سطح اطمینان ۹۹ درصد، رابطه ی مثبت و معنی دار وجود دارد. این نتیجه گیری مبنی تأیید فرضیه ی دوم است. مدل رگرسیونی تک متغیره ی خطی مورد استفاده با توجه به خطای پیش بینی سود هر سهم به صورت زیر است:

$$IR_{it} = 0.216 + 0.669 FE_{it}$$

جدول شماره ی شش - نتیجه ی آزمون فرضیه ی دوم

$IR_{it} = b_0 + b_1 FE_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر مستقل	ضرایب	خطای استاندارد	آماره ی t	sig.
مقدار ثابت	۰/۲۱۶***	۰/۳۹	۵/۴۸۲	۰/۰۰۰
FE	۰/۶۶۹***	۰/۰۹	۷/۴۱۱	۰/۰۰۰
$R^2$ (ضریب تعیین)		۰/۳۴۳		
$R^2$ تعدیل شده		۰/۳۳۷		
Durbin-Watson		۱/۹۸۶		
آماره ی F		۵۴/۹۳		
سطح معنی داری F		۰/۰۰۰		
*** ضریب متغیر مستقل مدل در سطح خطای ۰/۰۱ معنی دار است.				



## رابطه‌ی دقت پیش بینی سود و بازده سهام شرکت های ..... ۷۱

برای تجزیه و تحلیل همه جانبه‌ی داده ها، تحلیل واریانس مدل رگرسیون مورد استفاده نیز اجرا شده و با توجه به این که آماره‌ی  $F$  برابر  $۵۴/۹۳$  و سطح معنی داری آن برابر  $۰/۰۰۰$  است، به طور کلی قدرت پیش بینی مدل رگرسیون هم معنی دار است. با این توضیح از ارائه‌ی کامل جدول تحلیل واریانس خودداری می شود.

همان گونه که ملاحظه می شود قدرت توجیه مدل رگرسیون تک متغیره خطی کم است. بنابراین، سایر توابع رگرسیونی غیرخطی ساده (تابع معکوس، تابع درجه‌ی دوم و تابع درجه‌ی سوم) به کار می گیریم شاید نتایج دقیق تر و قوی تری به دست آید.

با مراجعه به جدول شماره ی هفت ملاحظه می شود که بیشترین توجیه نوسانات بازده اولیه به وسیله تابع درجه‌ی سه (دارای ضریب تعیین  $۶۵$  درصد) حاصل شده است. بنابراین، تابع درجه‌ی سه زیر را برای تبیین رابطه‌ی بین خطای پیش بینی سود و بازده اولیه‌ی سهام جدید خواهیم داشت:

$$IR = 0.237 + 0.62 FE - 0.18 FE^2 + 0.223 FE^3$$

جدول شماره‌ی هفت - نتیجه‌ی اجرای توابع رگرسیون معکوس، درجه‌ی دو و

درجه‌ی سه

توابع	$R^2$	Sig.	بر آورد پارامترها			
			مقدار ثابت	$b_1$	$b_2$	$b_3$
معکوس	۰/۰۰۱	۰/۸۰۱	۰/۳۹۶	۰/۰۰۰	-	-
درجه دو	۰/۳۴۴	۰/۰۰۰	۰/۲۱۷	۰/۶۸۴	-۰/۳۰	-
درجه سه	۰/۶۵۸	۰/۰۰۰	۰/۲۳۷	۰/۶۲۰	-۰/۱۸	۰/۲۲۳

### ۴-۳- آزمون فرضیه‌ی سوم

نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی سوم در جدول شماره‌ی هشت نشان داده شده است. مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که رگرسیون چند متغیره خطی به تنهایی حدود  $۴۲$  درصد از کل تغییرات بازده اولیه سهام جدید را توجیه می کند و  $۵۸\%$  ( $۱ - ۰/۴۲$ ) تغییرات آن تحت تأثیر سایر عوامل است. آماره‌ی دوربین واتسون نیز برابر با  $۱/۹۳۵$ ، بیان کننده‌ی این است که از نظر خود همبستگی متغیرها مشکل خاصی وجود ندارد. همان طور که ملاحظه می شود قدرت توجیه مدل رگرسیون چند متغیره ی خطی تقریباً  $۱/۲۲$  برابر ( $۰/۳۴۳ \div ۰/۴۲$ ) بیشتر از مدل رگرسیون تک متغیره خطی است.

همچنین با مراجعه به جدول شماره ی هشت ملاحظه می شود که ضریب خطای پیش بینی سود در سطح ۰/۰۱ معنی دار است. پس با اطمینان ۹۹ درصد ادعای تحقیق (H<sub>3</sub>) را می پذیریم. چنان که ملاحظه می شود و بر اساس مبانی نظری مورد بحث، بین اندازه ی شرکت و بازده اولیه ی سهام جدید رابطه ی معکوس وجود دارد و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار است. همچنین همان طور که انتظار می رفت، بین بازده بازار و بازده اولیه ی سهام، رابطه ی مثبت وجود دارد و در سطح اطمینان ۹۰ درصد معنی دار است. علی رغم انتظار، بین بازده اولیه و متغیر کنترل عمر شرکت ها رابطه ی مثبت وجود دارد؛ اما مقدار آن خیلی جزیی و بی اهمیت است. پس مدل رگرسیون چند متغیره ی خطی برای متغیرهای مستقل دارای اثر معنی دار در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت زیر می باشد:

$$IR_{it} = 1.462 + 0.692 FE_{it} - 0.112 SIZE_{it}$$

جدول شماره ی هشت - نتیجه ی آزمون فرضیه ی سوم

$IR_{it} = b_0 + b_1FE_{it} + b_2SIZE_{it} + b_3AGE_{it} + b_4MKT_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر های مستقل	ضرایب مدل	خطای استاندارد	آماره ی t	Sig.
Constant مقدار ثابت	۱/۴۶۲ ***	۰/۵۲	۲/۸۱۴	۰/۰۰۰
FE خطای پیش بینی سود	۰/۶۹۲ ***	۰/۰۸۷	۷/۹۳۲	۰/۰۰۰
SIZE اندازه ی شرکت	- ۰/۱۱۲ **	۰/۰۴۳	-۲/۶	۰/۰۱۲
AGE عمر شرکت	۰/۰۰۸	۰/۰۸۸	۰/۰۹۵	۰/۹۲۴
MKT بازده بازار	۱/۶۵۱ *	۰/۸۴۳	۱/۹۵۹	۰/۰۵۳
R <sup>2</sup> ضریب تعیین		۰/۴۲		
R <sup>2</sup> تعدیل شده		۰/۳۹۷		
Durbin-Watson		۱/۹۳۵		
آماره ی F		۱۸/۴۶		
سطح معنی داری F		۰/۰۰۰		
*** و ** و * ضرایب مدل به ترتیب در سطح خطای ۰/۰۱، ۰/۰۵ و ۰/۱۰ معنی دار است.				

با توجه به مقدار آماره ی F که برابر ۱۸/۴۶ است، قدرت پیش بینی مدل رگرسیون مورد استفاده نیز تأیید می شود.

با تأیید فرضیه‌های دوم و سوم مشخص می شود که به دلیل مثبت بودن ضریب همبستگی بین خطای پیش‌بینی سود و بازده اولیه‌ی سهام، هر چه خطای پیش‌بینی سود بیشتر باشد، بازده اولیه‌ی این شرکت‌ها بیشتر است و بالعکس.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

در بورس اوراق بهادار تهران نیز همانند سایر بورس های اوراق بهادار دنیا، پدیده‌ی ارزان فروشی سهام شرکت های جدیدالورود وجود دارد. متوسط این پدیده که با بازده اولیه‌ی سهام اندازه گیری می شود در بورس اوراق بهادار تهران بالغ بر ۳۹ درصد است و در مقایسه با کشورهای مشابه، می توان ادعا کرد که وضعیت متعادل‌تری دارد. زیرا همان طور که اشاره شد این متوسط در بورس اوراق بهادار شانگهای و شنژن به رقم بی سابقه‌ی ۲۴۷ درصد رسیده است و بنا به گزارش تیان و مگنسن (۲۰۰۷)، متوسط بازده اولیه‌ی سهام در بورس اوراق بهادار کشورهای مالزی (۱۰۲ درصد)، برزیل (۷۷ درصد)، کره‌ی جنوبی (۶۹ درصد) و تایلند (۴۸ درصد) در رتبه های بعدی قرار می گیرند.

یکی از دلایل اصلی پدیده‌ی ارزان فروشی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار، نبود اطلاعات کافی در مورد این شرکت ها و هم‌چنین بالا بودن سطح نسبی عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران شرکت ها و سرمایه گذاران و به بیان دیگر ریسک اطلاعاتی است. برای حل این مشکل در بورس اوراق بهادار تهران نیز همانند بورس اوراق بهادار سایر کشورها، پیش بینی و گزارش سود توسط شرکت های متقاضی ورود به بورس، الزامی است. اما توجه سرمایه گذاران به سود پیش بینی شده و استفاده از آن در ارزشیابی سهام شرکت ها و هم‌چنین دقت این گونه پیش بینی ها همواره مورد سؤال بوده است.

بنا به نتایج تحقیق حاضر سود پیش بینی و گزارش شده توسط شرکت های ایرانی نیز همراه با خطا بوده است و متوسط این خطا بالغ بر ۲۶ درصد است. یعنی سود واقعی شرکت های ایرانی به طور متوسط ۲۶ درصد بیشتر از سود پیش بینی شده است و مدیران شرکت های ایرانی از این نظر محافظه کارانه عمل می کنند. سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از وجود این خطا آگاه هستند و در ارزشیابی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس از این خطا استفاده می کنند و به بازده اولیه ای بیش از بازده بازار

می رسند. از این نظر ۳۴ درصد بازده اولیه ی سهام توسط خطای پیش بینی سود قابل توجیه است. در نتیجه نباید القا کرد که در شرایط فعلی برای تعیین قیمت سهام و در نهایت بازده آن، تنها از سود پیش بینی شده استفاده می شود. زیرا ۶۶ درصد تغییرات بازده اولیه ی سهام تحت تأثیر سایر عوامل است.

از میان عوامل دیگر در این تحقیق، عواملی چون اندازه و عمر شرکت ها و هم چنین بازده بازار به عنوان عوامل کنترلی مورد مطالعه قرار گرفته و قدرت توجیه بازده اولیه از ۳۴ درصد به ۴۲ درصد افزایش یافته است. دو عامل که از نظر آماری موجب چنین بهبودی ای در قدرت توجیه بازده اولیه شده اند، اندازه ی شرکت ها و بازده بازار است. یعنی نتایج آزمون ها نشان می دهد که هر چه شرکت ها بزرگ تر باشند، ریسک اطلاعاتی آن ها کمتر و در نتیجه بازده مورد انتظار سرمایه گذاران نیز اندک است. به بیان دیگر بین اندازه ی شرکت و بازده اولیه سهام جدید رابطه ی معکوس وجود دارد. نوسانات بازده بازار هم می تواند انتظارات سرمایه گذاران را بالا ببرد و طبق نتایج تحقیق حاضر بین بازده بازار و بازده اولیه ی سهام جدید رابطه ی مثبت و قوی حاکم است.

برای نیل به بینش جدید در تحقیق حاضر برای تبیین رفتار بازده اولیه ی سهام جدید از توابع رگرسیون معکوس، درجه ی دو و درجه ی سه نیز سود برده ایم. با در نظر گرفتن خطای پیش بینی سود به عنوان تنها متغیر مستقل، تابع درجه ی سه بهترین تبیین را به همراه دارد به نحوی که ۶۵ درصد از رفتار بازده اولیه را توجیه می کند. در تحقیق حاضر به دلیل تحدید موضوع روی متغیرهای خاص، میسر نشد تأثیر عوامل دیگر را بر ارزشیابی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس و توجیه رفتار بازده اولیه ی آن ها، مورد بررسی قرار دهیم. از جمله این عوامل می توان به شکل های مختلف سود سال های قبل از ورود به بورس اوراق بهادار (هم چون سود عملیاتی، سود خالص و ...) اشاره کرد. هم چنین در تحقیق حاضر برای محاسبه بازده غیر عادی، بازده بازار را معیار قرار دادیم؛ در حالی که می توان برای بهبود دقت آن از بازده صنعت هم استفاده کرد. موارد یاد شده می تواند زمینه ی مناسبی برای تحقیقات آتی باشد.

## منابع

- 1- Abdoh T. H., and Damory D., 2003, 'factors Affecting Long-term Stock Return Recently Offered at Tehran Stock Exchange: an Interrelated Analysis, *Financial Research*, 15: 23-50, (In Persian).
- 2- Chan A. M. Y., C. L. K. Sit, M. M. L. Tong, D. C. K. Wong, and R. W. Y. Chan(1996) «Possible factors of the accuracy of prospectus earnings forecasts in Hong Kong», *International Journal of Accounting*, 31: 381-398.
- 3- Chen G., and M. Firth(1999) «The accuracy of profit forecasts and their roles and association with IPO firm valuations», *Journal of International Financial Management and Accounting*, 10: 202-226.
- 4- Cheng T.Y., and M. Firth(2000) «An empirical analysis of the bias and rationality of profit forecasts published in new issue prospectuses», *Journal of Business Finance & Accounting*, 27: 423-446.
- 5- Dastgir M., and M. Alikhani, (2006), 'Initial Public Offering and the under pricing Phenomena', *Journal of Bourse Iran*, 58: 30-33, (In Persian).
- 6- Fama E. F., and K. French(1992) «The cross-section of expected stock returns», *journal of Finance*, 47:427-465.
- 7- Firth M. and A. Smith, (1992) «The accuracy of profit forecasts in IPO prospectuses», *Accounting and Business Research*, 22: 239-247.
- 8- Firth M.(1997) «An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand», *Pacific-basin Finance Journal*, 5: 63-85.
- 9- Firth M.(1998) «IPO profit forecasts and their role in signaling firm value and explaining post-listing returns», *Applied Financial Economics*, 8: 29-39.
- 10- Firth M., B. Kwok, C. K. Liao-Tan, and G. Yeo(1995) «Accuracy of profit forecasts contained in IPO prospectuses», *Accounting and Business Review*, 2:55-83.

- 11- Jaggi B.(1997) «Accuracy of forecast information disclosed in IPO prospectuses of Hong Kong companies», *International Journal of Accounting*, 32: 301-319.
- 12- Jelic R., B. Saadoni, and R. Briston(2001) «Performance of Malaysian IPO's: underwriters' reputation and management earnings forecasts», *Pacific-Basin Finance Journal*, 9: 457-486.
- 13- Jog V., and B. J. McConomy(2003) «Voluntary disclosures of management earnings forecasts in IPO prospectuses», *Journal of Business Finance & Accounting*, 30: 125-167.
- 14- Kim M., and J. R. Ritter(1999) «Valuing IPOs», *Journal of Financial Economics*, 53: 409-437.
- 15- Lee P., S. Taylor, C. Yee, and M. Yee(1993) «Prospectus earnings forecasts: Evidence and explanations», *Australian Accounting Review*, pp 21-32.
- 16- Lonkani R., and M. Firth(2005) «The accuracy of IPO earnings forecasts in Thailand and their relationships with stock market valuation», *Journal of Accounting and Business Research*, 35: 269-286.
- 17- Mohamad S., A. Nassir, K. K. Tan, and M. Ariff(1994) «The accuracy of forecasts of Malaysian IPOs», *Capital Markets Review*, 2: 49-69.
- 18- Pedwell k., H. Warsame, and D. Neu(1994) «The Accuracy of Canadian and New Zealand earnings forecasts: A comparisons of voluntary versus compulsory disclosures», *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 3: 221-236.
- 19- Tian L., and W. L. Megginson(2007) «Regulatory Under pricing: Determinant of Chinese Extreme IPO Returns», *available at URL: www.ifc.org*.
- 20- Zarif Fard H., and H. Mehrjoo, 2004, 'Surveying the Performance of Initial Public Offerings Pricing in Tehran Stock Exchange', *Accounting Studies*, 8: 1-28, (In Persian).