

تبیین عوامل مالی و غیر مالی بر عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر احمد یعقوب‌نژاد^۱

الهام تاجیک‌نیا^۲

تاریخ تائید: ۸۸/۱۱/۱۵

تاریخ دریافت: ۸۸/۷/۱۰

چکیده

این تحقیق به بررسی عملکرد کوتاه مدت PO در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد، در این تحقیق بازده سه ماهه عرضه‌های عمومی اولیه در بین سالهای 1383-1387 مورد بررسی قرار گرفت در بین سالهای مورد بررسی در حدود 56 شرکت جدید ورود وارد بازار سرمایه شده و با استفاده از روش‌های آماری رگرسیون چند متغیره و آنالیز واریانس، تاثیر متغیرهای مطرح شده بر عملکرد کوتاه مدت سهام یک بار به همراه یکدیگر^۱ و یکبار به صورت مجزا^۲ بر عملکرد کوتاه مدت عرضه عمومی اولیه سهام این شرکتها مورد ارزیابی قرار گرفت.

نتیجه تحقیق نشان داده است که تاثیر عرضه عمومی اولیه بر روی وجود بازده کوتاه مدت در بورس اوراق بهادار تهران مثبت بود. و همچنین در ادامه اثر عوامل مالی و غیر مالی در غالب 5 متغیر بر روی عملکرد کوتاه مدت IPO مورد بررسی قرار گرفت، متغیرهای مورد بررسی حجم انتشار سهام میزان شهرت موسسه حسابرسی کننده صورتهای مالی شرکت جدید ورود، میزان تملک مالکیت سرمایه توسط اشخاص حقیقی و حقوقی، نوع مالکیت شرکت جدیدالورود به بورس (دولتی و یا خصوصی)، میزان سرمایه شرکت بودند که تاثیراتشان بر بازده کوتاه مدت شرکت‌هایی که عرضه عمومی اولیه داشته‌اند مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. پس از بررسی مجزای متغیرها تنها شهرت موسسه رسیدگی کننده به صورت‌های مالی شرکت جدیدالورود بر بازده کوتاه مدت IPO تاثیر گذار بود، و همچنین تاثیر توأم متغیرها بر بازده کوتاه مدت IPO بسیار ناچیز و تقریباً بی اثر بود.

واژگان کلیدی: عرضه عمومی اولیه (IPO)، بازده کوتاه مدت غیر عادی، عملکرد کوتاه مدت بازار، عوامل مالی و غیر مالی

۱- استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

۲- دانش‌آموخته کارشناسی ارشد رشته حسابداری واحد علوم و تحقیقات (نویسنده مسئول و طرف مکاتبه)

۱- مقدمه

عرضه اولیه سهام یکی از پدیده های مالی است که در سرتاسر جهان تحقیقات و نظریات گوناگونی^۳ راجع به آن عنوان شده است. سرمایه گذاران همواره به دنبال فرصت های مناسب برای بدست آوردن بازده های کوتاه مدت هستند به همین دلیل روزهای اولیه انتشار سهام می تواند فرصت مناسبی برای سرمایه گذاران در تمامی بازار های سرمایه در سرتاسر دنیا باشد.

هرساله شرکتهای زیادی با عرضه سهام خود به عموم از طریق بازار سرمایه، نیازهای مالی خود را تامین می کنند. البته این شرکتها کمتر درباره قیمت گذاری پایین سهامشان و یا وجود بازده کوتاه مدت غیر عادی که عاید سرمایه گذارانشان می شود فکر و تصمیم گیری می کنند. به نظر کسب بازده غیر عادی مثبت به نفع خریداران و پس از آن به ضرر مالکان قبلی که اقدام به عرضه اولیه می نمایند است.

معمای وجود بازده کوتاه مدت غیر عادی تئوری اقتصادی کلاسیک بازار کارا را به چالش می کشد محققین همواره این شانس را داشته اند که با حل کردن این معما بتوانند قدرت تئوری پشتوانه آن را نشان دهند. یکی از تئوری های موفق در این زمینه تئوری مالی رفتاری و تئوری عدم تقارن اطلاعاتی است که تقریباً توانسته اند در دهه های اخیر موفقیت هایی در بیان علت این پدیده داشته باشند

هدف این تحقیق تعیین میانگین بازده کوتاه سهام جدید در بورس اوراق بهادار تهران در طی پنج سال مورد بررسی و مقایسه آن با میانگین کوتاه مدت سایر سهام های بازار و همچنین بررسی تاثیر عوامل مالی و غیر مالی مطرح شده بر عملکرد کوتاه مدت IPO، تا بتوان از این طریق متناسب با شرایط بازار و سایر عوامل موثر بازار سرمایه گذار را در تصمیم گیری بهتر یاری نمود می باشد.

۲- ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

۲-۱- بازده و عملکرد

عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام (IPO)^۴ یکی از مباحثی است که همواره مورد بحث و تحقیق در ادبیات مالی بوده است. به دلیل بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام اولیه و افت قیمت در بلند مدت، تئوریهای متعددی شکل گرفته است که در ادبیات مالی شواهدی

همسو و یا مخالف این نظریه ها ارائه شده است. در تحقیقات زیادی که بر روی عرضه اولیه سهام (IPO) صورت گرفته، پدیده بازده کوتاه مدت غیر عادی IPO و افت قیمت در بلند مدت یا عملکرد بلند مدت عرضه اولیه سهام (IPO)^۵ در اکثر کشورها مشاهده شده است. در ذیل به تشریح هر کدام از موارد فوق می پردازیم:

الف) بازده کوتاه مدت سهام عرضه های اولیه^۶:

شواهد تجربی فراوانی بر این موضوع تاکید دارد که سرمایه گذارانی که سهام عرضه های اولیه را در روز اول عرضه خریداری کرده و پس از مدت کوتاهی آن را به فروش می رسانند، به بازدهی غیرعادی قابل توجهی دست می یابند. در ادبیات مالی بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام عرضه های اولیه را همواره یک پدیده مالی جالب برای محققان و سرمایه گذاران بوده است. در این زمینه تحقیقات وسیعی نیز در سرتاسر دنیا انجام شده است به طور مثال لوگران و ریتز^۷ (2002) در مطالعات خود در باره عملکرد کوتاه مدت IPO بیان نمودند که بازده کوتاه مدت در ایالات متحده آمریکا در سال 1980 در حدود 7٪ و در سال 1990 این بازده در حدود 15٪ است. ریتز و ولچ^۸ (2002) میانگین بازده کوتاه مدت را در حد فاصل سالهای 1980-2001 را در بازار سرمایه آمریکا در حدود 18.6٪ لیوایز^۹ (1993) و در بازار سرمایه انگلستان بازده کوتاه مدت IPO در حدود 8.6٪ تا 17٪ بیان شده است. لی^{۱۰} (1991) میانگین بازده کوتاه مدت IPO را در بازار سرمایه کره جنوبی در بین سالهای 1988-1990 در حدود 65٪ اعلام نمود و همچنین کمرمان و والچی^{۱۱} (2005) میانگین بازده کوتاه مدت را در بازار سرمایه کشور سوئیس در حدود 34.9٪ بیان می دارد.

ب) عملکرد بلند مدت سهام عرضه اولیه^{۱۲}

در طولانی مدت عملکرد قیمت سهام عرضه اولیه در مقایسه با شرکتهای مشابه که قبلاً وارد بورس شده اند بسیار ضعیف است. بنگاه های اقتصادی در هنگام ورود به بورس اوراق بهادار با مشکلات و ناطمینانی های متعددی مواجه هستند که همه ی این عوامل باعث شده است فرایند عرضه عمومی اولیه از سوی آنها فرایندی پرمخاطره تلقی گردد.

ریتر (۱۹۹۱) یک نمونه از ۱۵۲۶ شرکت که عرضه اولیه در طی سالهای ۱۹۷۵-۱۹۸۴ داشته اند را مورد بررسی قرار داد و دریافت که متوسط بازده این شرکت ها در طی سه سال بعد از ورود به بازار سرمایه ۱۵/۰۸٪ بوده است.

۲-۲- عوامل مالی و غیر مالی موثر بر IPO

در حقیقت این مسئله که قیمت سهام جدید در حدود ۱۰٪ الی ۱۵٪ به طور میانگین بیشتر از متوسط سایر سهام ها در روزهای اول انتشار است توسط محققان و تحلیل گران سراسر جهان پذیرفته شده .

اولین مطالعات محققان در رابطه با عملکرد کوتاه مدت IPO به حدود ۵۰ سال پیش بر می گردد ، ایباتسون و سیندلار^{۱۳} (۱۹۶۰) جزء اولین کسانی بودند که در این رابطه تحقیقات وسیعی انجام دادند ، آنها بازده سهام جدید در روزهای اول معامله را بررسی کرده و به وجود بازده غیر عادی کوتاه مدت IPO پی بردند ، بعد از آنها محققان گوناگونی از سراسر جهان این پدیده مالی را در بازار های سرمایه کشور خود مورد بررسی قرار دادند . در مطالعات بعدی تقریباً محققین به وجود بازده کوتاه مدت غیر عادی در بیشتر بازار های سرمایه اذعان نمودند و سعی در بررسی عوامل اثر گذار بر روی این پدیده مالی نمودند . از آنجا که تئوری های مالی رایج و همچنین نظریه بازار کارا در این رابطه نتوانستند توجیحات قابل قبولی ارائه نمایند بررسی تاثیر سایر عوامل در اولویت قرار گرفت . و نظریه ها و فرضیات گوناگونی در این باره مطرح گردید .

در سراسر جهان تاثیر عوامل گوناگونی بر بازده کوتاه مدت IPO مورد بررسی قرار گرفت اولین بار ایبوتسون و جف^{۱۴} (۱۹۷۵) و سیندلار و ریتر^{۱۵} (۱۹۸۸) با معرفی عواملی مالی و غیر مالی موثر بر IPO به سنجش تاثیر آنها پرداختند در بیشتر بازار های دنیا تاثیر عوامل مالی و غیر مالی هر ساله بر پدیده بازده کوتاه مدت IPO بررسی و مورد تجزیه و تحلیل واقع می شود. البته شایان ذکر است که تاثیر این عوامل علاوه بر بازده کوتاه مدت IPO بر عملکرد بلند مدت IPO نیز تحت بررسی واقع شده است . در ذیل به چند نمونه از عوامل مالی و غیر مالی اشاره شده است.

۲-۲-۱- عوامل مالی

تاثیر عوامل مالی متعددی بر بازده کوتاه مدت سهام جدید توسط محققین سرتاسر جهان مورد بررسی و آزمون واقع شده است، به طور مثال:

- نسبتهای مالی شرکت، فروش شرکت، ریسک، رشد فروش شرکت، سرمایه شرکت، نرخ تورم و عوامل اقتصادی، توان نقد شوندگی شرکت، هزینه های انتشار و

۲-۲-۲- عوامل غیر مالی

از عوامل غیر مالی موثر بر عملکرد کوتاه مدت IPO که توسط سایر محققان بررسی و یا پیشنهاد شده است را می توان به دو گروه تقسیم بندی کرد گروه اول آنهایی که جزء ویژگی های شرکت جدیدالورود است و گروه دوم آن عوامل غیر مالی که شرایط بیرونی شرکت را در برگرفته و شرکت جدیدالورود تحت تاثیر این شرایط قرار می گیرد. که در این تحقیق شهرت موسسه حسابرسی از عوامل غیر مالی است که جزء شرایط بیرونی شرکت می باشد و نوع مالکیت دولتی و خصوصی نیز جزء خود ویژگی های خود شرکت می باشد.

در ذیل به تعدادی از این عوامل اشاره شده است:

- سن شرکت، ساختار مالکیت (میزان مالکیت تملک سرمایه)، موسسه کارگزاری، شهرت موسسه حسابرسی رسیدگی کننده به صورتهای مالی، روشهای انجام عرضه عمومی اولیه و

همواره محققین گوناگونی تاثیر این عوامل را بر عملکرد کوتاه مدت IPO در بازار های سرمایه مختلف مورد بررسی و تجزیه و تحلیل قراردادده اند. در تحقیق حاضر نیز سعی شده با توجه به شرایط حاکم در بورس اوراق بهادار تهران و موارد مهم از دیدگاه سرمایه گذار برای تصمیم گیری این عوامل مالی و غیر مالی انتخاب و در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد.

۲-۳- پیشینه تحقیق

تحقیقات انجام شده بر روی قیمت گذاری کمتر از واقع را می توان به دو دسته تقسیم نمود:

۱-۳-۲- تئوریهای و فرضیات مرتبط با بازده کوتاه مدت IPO

محققان دلایل متعددی را برای بازده کوتاه مدت غیر عادی IPO ارائه کرده اند. این دلایل در قالب تئوریهای سنتی مثل عدم تقارن اطلاعات تا تئوریهای نوین همچون تئوریهای رفتاری، شکل گرفته و ارائه شده است. که در زیر به تشریح مهمترین این تئوریا می پردازیم:

تئوری عدم تقارن اطلاعات، سطوح مختلفی از اطلاعات را در بین گروههای مختلف شرح میدهد، تحقیقات آکادمیک سه روش زیر را برای وقوع اطلاعات نامتقارن مطرح می کند:

الف) اطلاعات نامتقارن بین سرمایه گذاران مطلع و سرمایه گذاران غیرمطلع.

ب) اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشر کننده و بانکهای سرمایه گذاری.

ج) اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشر کننده سهام و سرمایه گذاران.

که این تحقیق بر پایه اطلاعات نامتقارن بین سرمایه گذاران مطلع و سرمایه گذاران غیرمطلع بنا شده است .

۱-۳-۲- تئوری اطلاعات نامتقارن بین سرمایه گذاران مطلع و سرمایه گذاران

غیرمطلع

راک ۱۶ (۱۹۸۶) پیرامون موضوع عملکرد کوتاه مدت IPO در تحقیق خود به دو

گروه سرمایه گذار بالقوه در بازار اشاره می کند:

اول) سرمایه گذاران مطلع که در تولید اطلاعات شرکت می کنند و فقط وقتی برای سهام جدید پذیره نویسی می کنند که انتظار دارند قیمت بازار ثانویه سهام بیشتر از عرضه اولیه آن باشد.

دوم) سرمایه گذاران غیرمطلع یا ناآگاه که برای سهام جدید بدون استثناء و تمیز دادن آنها از یکدیگر، پذیره نویسی می کنند و اطلاع خاصی درباره این اوراق بهادار تازه عرضه شده ندارند. در این حالت از آنجاییکه همواره نوعی بی ثباتی و عدم اطمینان بر قیمت های بازار سهام جدید حاکم است اگر انتشار دهندگان و موسسات تامین کننده سرمایه سعی کنند که اوراق بهادار را در قیمت های تعادلی مورد انتظار بازار عرضه کنند این موضوع سبب می شود که سرمایه گذاران ناآگاه سهام را گرانتر از قیمت واقع آنها خریداری کنند،



در حالیکه سهامداران آگاه سهامی را خریداری می کنند که بازده مورد انتظار آنها بیش از بازده بازار باشد.

بتی و ریتر^{۱۷} (۱۹۸۶) نظریه راک را مورد تایید و تحقیق بیشتر قرار دادند. آنها بازده کوتاه مدت غیر عادی را به استمرار فعالیت در بازار بورس نسبت دادند که نتیجه تحقیق آنها تحت عنوان تئوری نفرین برنده مطرح گردید.

۲-۱-۳-۲- فرضیه نفرین برنده^{۱۸}

در این فرضیه، بازده کوتاه مدت سهام عرضه های اولیه پاداشی جهت جذب سرمایه گذاران کم اطلاع و مبتدی، به مشارکت مستمر در عرضه های اولیه محسوب می شود، زیرا سرمایه گذاران با اطلاع در مقایسه با سرمایه گذاران بی اطلاع و شرکت عرضه کننده سهم و بانک سرمایه گذار، اطلاعات بیشتر و بهتری درباره ارزش ذاتی سهم عرضه شده در اختیار دارند. لذا می توانند عرضه های اولیه خوب را از عرضه های اولیه بد تشخیص دهند. بنابراین، متقاضی خرید سهام عرضه های اولیه با قیمت های کمتر از واقع می شوند در حالیکه سرمایه گذاران بی اطلاع، متقاضی خرید کلیه سهام (چه خوب و چه بد) می شوند. از این رو، اگر سهام عرضه شده بیش از واقع قیمت گذاری شوند، منحصرأ عاید سرمایه گذاران بی اطلاع شده و در نتیجه برای آنها بازده منفی ایجاد می کند؛ این موضوع برای سرمایه گذاران بی اطلاع " نفرین برنده " را ایجاد می کند.

۳-۱-۳-۲- فرضیه ابهام آتی^{۱۹}

بتی و ریتر (۱۹۸۶) نشان دادند که عامل اصلی بازده کوتاه مدت IPO به ابهام آتی در خصوص ارزش ذاتی سهم عرضه شده نسبت داده می شود. با فرض ثابت بودن سایر عوامل عرضه هایی که بیشتر در معرض عدم تقارن اطلاعات دارند، بازده کوتاه مدت بیشتری خواهند داشت.

۴-۱-۳-۲- فرضیه علامت دهی^{۲۰}

در این فرضیه بین شرکت عرضه کننده سهم و سرمایه گذاران بالقوه در بازار عدم تقارن اطلاعات وجود دارد. تئوری های مختلفی در زمینه اطلاع رسانی (علامت دهی)

ارائه شده است، نظیر تأثیر فروشندگان داخلی^{۲۱}، بازده کوتاه مدت IPO به عنوان علامت کیفیت سرمایه گذاران^{۲۲} و فرضیه بازخور بازار^{۲۳}.

۵-۱-۳-۲- فرضیه جلوگیری از دعاوی^{۲۴}

تحقیق تینیک همچنین عنوان می کند که شرکتها سهام عرضه اولیه خود را کمتر از واقع قیمت گذاری می کنند تا احتمال طرح دعاوی به وسیله سرمایه گذاران را کاهش دهند.

۶-۱-۳-۲- فرضیه افزایش حبابی قیمت^{۲۵}

این تئوری افزایش بازده سهام اولیه پس از ورود به بازار را نتیجه فاصله بین عرضه و تقاضا برای سهام اولیه می داند.

۷-۱-۳-۲- فرضیه منافع در طولانی مدت

براساس این تئوری سرمایه گذاران سهام جدید را پس از ورود به بازار بالا ارزشیابی می کنند و تحت مفروضات بازار کارا قیمت سهام در عرضه اولیه بر اساس همبستگی منفی بین بازده اولیه و عملکرد سهام عرضه اولیه در طولانی مدت به یک قیمت تعادلی می رسد.

۸-۱-۳-۲- فرضیه های رفتاری^{۲۶}

نیز مربوط به وجود سرمایه گذاران غیرمنطقی خریدار سهام در قیمتی بالاتر از قیمت واقعی آن و یا دشواریهای پیش رو شرکت ناشر سهام، به دلیل فشارهای وارده از محل پیش داوریهای رفتاری، به منظور مجاب نمودن بانکهای پذیره نویس برای کاهش میزان ارزش گذاری زیر قیمت می باشد.

۳- فرضیه های تحقیق

فرضیه های اصلی :

فرضیه اصلی اول: بازده کوتاه مدت سهام جدید در بورس اوراق بهادار تهران از بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس طی دوره متناظر بیشتر است.

فرضیه اصلی دوم: عوامل مالی و غیر مالی برای IPO در کسب بازده کوتاه مدت بیشتر نسبت به بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس موثر است. برای فرضیه فرعی دوم پنج فرضیه فرعی مطرح شده است

فرضیات فرعی

فرضیه فرعی یک: حجم سهام برای IPO، در کسب بازده کوتاه مدت بیشتر نسبت به بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس موثر است.

فرضیه فرعی دوم: میزان شهرت موسسه حسابرسی رسیدگی کننده به صورتهای مالی موسسه انتشار دهنده IPO، در کسب بازده کوتاه مدت بیشتر نسبت به بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس موثر است.

فرضیه فرعی سوم: میزان تملک مالکیت سرمایه شرکت در IPO، در کسب بازده کوتاه مدت بیشتر نسبت به بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس موثر است.

فرضیه فرعی چهارم: نوع مالکین شرکت (دولتی یا خصوصی) برای IPO، در کسب بازده کوتاه مدت بیشتر نسبت به بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس موثر است.

فرضیه فرعی پنجم: میزان سرمایه شرکت در کسب بازده کوتاه مدت بیشتر نسبت به بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس موثر است.

۴- متغیرهای تحقیق و شیوه اندازه گیری متغیرها

متغیر اصلی این تحقیق عبارت از اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس نسبت به سایر شرکت فعالیت کننده در بازار طی دوره مشابه است. برای اندازه گیری این اختلاف بازده، قیمت سهام شرکت تازه وارد در زمان ورود با قیمت سهام آن در سه ماه پس از شروع فعالیت آن در بازار مقایسه شده و بازده کوتاه مدت شرکت تازه وارد به دست می آید. در مقابل بازده کوتاه مدت بازار نیز با استفاده از شاخص قیمت بورس طی دوره متناظر با دوره ورود شرکت به بازار محاسبه شده و تفاوت بین بازده کوتاه مدت شرکت جدید و بازده کوتاه مدت بازار از لحاظ آماری با استفاده از روش آماری آزمون تی مستق مورد سنجش و بررسی قرار می گیرد. به این منظور تغییرات قیمت یا بازده کوتاه مدت سهام به صورت زیر تعریف می شود:

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}}$$

در معادله بالا :

IR_i : نشان دهنده بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس اوراق بهادار

P_{i1} : نشان دهنده قیمت در پایان سومین ماه از معامله سهام در بازار

P_i : نشان دهنده قیمت پیشنهادی برای معامله سهام جدید در ابتدای پذیرفته شدن آن در بورس اوراق بهادار تهران است .

پس از محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت تازه وارد به بازار با استفاده از معادله (2) بازده کوتاه مدت بازار در زمان متناظر با دوره مورد استفاده برای محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت مورد نظر محاسبه می شود . این فرمول به شرح زیر است :

$$IR_m = \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}}$$

IR_m : عبارت از بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت کلی شرکت ها در بازار سرمایه

P_{m1} : شاخص قیمت در پایان دوره سه ماهه معامله سهام شرکت تازه وارد به بازار سرمایه

P_{m0} : شاخص قیمت در ابتدای دوره معامله سهام شرکت تازه وارد به بازار سرمایه .

در نهایت با استفاده از نتایج حاصل از معادله (1) و (2) و مقایسه آنها می توان

معادله (3) را برای سنجش و آزمون فرضیه اصلی این تحقیق مورد استفاده قرار داد :

$$AIR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{m0}} - \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}}$$

در فرمول بالا همانطور که قبلاً بیان گردید AIR_i عبارت از تفاوت بین تغییر قیمت

سهام شرکت تازه وارد به بازار یا بازده کوتاه مدت آن ظرف سه ماه پس از پذیرفتن شدن

آن در بورس در مقایسه با تغییرات قیمت یا بازده کوتاه مدت سایر شرکت های موجود در

بازار در دوره متناظر با آن (سه ماه) است . حال برای آزمون فرضیه اصلی اول ، تفاضل

فوق را از نتایج حاصل از بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد در مقایسه با بازده کوتاه

مدت بازار بدست آورده و با مقایسه این تفاضل با مقدار عددی صفر از لحاظ آماری آزمون



می شود. در مقابل در صورتی که این تفاضل برابر صفر باشد فرضیه اصلی اول این تحقیق رد می شود و در غیر این صورت فرضیه اصلی مطرح شده تایید خواهد شد. علاوه بر این در صورتی که شرکت در طی دوره مورد نظر تجزیه سهام داشته باشد از معادله (4) برای محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت استفاده شده است.

$$IR_i = \frac{N \times P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}}$$

که در معادله بالا:

IR_i : نرخ بازده کوتاه مدت سهام شرکت i است که در این شرکت تجزیه سهام صورت گرفته است. همچنین N عبارت از ضریب تجزیه سهام یا تعداد سهام جدید صادر شده به ازای هر سهم قدیمی است.

و برای آزمون فرضیه فرعی اول و پنجم از معادله رگرسیونی با یک متغیر مستقل استفاده می شود. معادله رگرسیونی فرضیه فرعی اول به شرح زیر تعریف شده است:

$$AIR = C + Bx_i + \mathfrak{S}_i$$

AIR : مقدار تفاوت در تغییرات قیمت سهام جدید نسبت به تغییرات قیمت بازار

C : عبارت است از مقدار ثابت در معادله رگرسیون

B : ضریب متغیر توصیفی یا پیش بینی کننده

X_i : متغیر مستقل توصیفی (درصد سهام عرضه شده)

\mathfrak{S}_i : خطای تصادفی مدل رگرسیونی

و معادله رگرسیون فرضیه فرعی پنجم به شرح زیر است:

$$AIR_i = C + \beta x_{i1} + \mathfrak{S}_i$$

AIR_i : مقدار تفاوت در تغییرات قیمت سهام جدید نسبت به تغییرات قیمت بازار

C : عبارت است از مقدار ثابت در معادله رگرسیون

B : ضریب متغیر توصیفی یا پیش بینی کننده

X_i : متغیر مستقل توصیفی (سرمایه شرکت جدیدالورود)

\mathfrak{S}_i : خطای تصادفی مدل رگرسیونی



Archive of SID

برای آزمون سایرمتغیر های فرعی از مدل آنالیز واریانس استفاده می شود در این مدل تاثیر تک تک متغیر های فاکتوری بر روی متغیر وابسته تحت مدل زیر مورد آزمون قرار می گیرد :

$$AIR_{gi} = \mu + T_i + \varepsilon_{ig}$$

که در معادله بالا :

μ : مقدار ثابت مدل

T_i : اثر متغیر فاکتوری در نظر گرفته شده در فرضیه فرعی که می تواند ، شهرت موسسه حسابرسی کننده ، میزان تملک مالکیت سرمایه ، نوع مالکیت در بدو ورود (دولتی و یا خصوصی)

ε_{iz} : خطای تصادفی در مدل آنالیز واریانس

و در آخر فرضیه اصلی دوم ، مبنی بر بررسی توام عوامل مالی و غیر مالی مطرح شده با استفاده از تحلیل رگرسیون چند متغیره به شرح زیر مورد آزمون قرار می گیرد :

$$AIR_{igk} = \mu + X_i + \rho_i + \delta_k + \gamma_i + \alpha_i + \varepsilon_{ig}$$

μ : مقدار ثابت مدل

X_i : ضریب متغیر همراه که در اینجا همان درصد عرضه سهام توسط شرکت تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران است .

α_i : اثر متغیر فاکتوری میزان سرمایه شرکت تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران است .

γ_i : اثر متغیر فاکتوری نوع مالکیت شرکت (دولتی یا خصوصی) در زمان ورود به بورس

ρ_i : اثر متغیر فاکتوری نوع موسسه حسابرسی کننده به صورتهای مالی شرکت تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران است .

δ_k : اثر متغیر فاکتوری میزان مالکیت تملک سرمایه توسط اشخاص حقیقی یا حقوقی که به دو گروه تقسیم بندی شده است .

ε_{iz} : خطای تصادفی مدل رگرسیونی

۵- روش شناسی تحقیق

روش پژوهش حاضر از نوع پیمایشی- توصیفی می باشد ، در این تحقیق عملکرد بورس اوراق بهادار تهران در رابطه با بازده کوتاه مدت سهام شرکتهای تازه وارد در حد فاصل سالهای ۱۳۸۷-۱۳۸۳ مورد بررسی و تحلیل قرار گرفته است که برای جمع آوری داده های

این شرکتها از روش کتابخانه ای و از گزارشهای مالی که به عنوان ابزار تحقیق حاضر هستند استفاده گردیده. به همین منظور یک دوره سه ماهه برای سنجش این عملکرد انتخاب شده و تغییرات قیمت سهام جدید در این سه ماه به عنوان ملاک تعیین بازده کوتاه مدت IPO مورد استفاده قرار می گیرد. در این دوره بازده کوتاه مدت سهام جدید با بازده کوتاه مدت بازار مقایسه و در صورت بیشتر بودن، فرضیه اصلی این تحقیق تایید خواهد شد.

و پس از آن تاثیر عوامل مالی و غیر مالی در غالب پنج فرضیه فرعی بر عملکرد کوتاه مدت IPO به صورت مجزا و برای آزمون فرضیه اصلی دوم نیز تاثیر عوامل مالی و غیر مالی به صورت توأم بر عملکرد کوتاه مدت IPO سنجیده می شود.

در این تحقیق از آمار استنباطی استفاده شده است. آمار استنباطی در این حالت شامل آماره های آزمون مشاهده شده و سطوح معنی داری برای تایید یا رد فرضیه ها است. برای آزمون فرضیه های تحقیق از روش همبستگی ساده و چند متغیره^{۲۷} و همچنین از روش آنالیز واریانس و آنالیز واریانس چند راهه استفاده می شود. برای آزمون فرضیه های مختلف این مطالعه از سطح معنی دار 5% به منظور رد یا قبول فرضیه ها استفاده شده است.

و همچنین در این مطالعه تقریباً نمونه آماری همان جامعه شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس وراق بهادار تهران است. تنها در این میان تعداد 5 شرکت به دلیل عدم معامله سهام آنها در بورس حذف گردیده است.

در این تحقیق برای جمع آوری داده های مورد نیاز، فرضیه ها و همچنین مبانی نظری پژوهش، از روش کتابخانه ای و داده های تجربی استفاده شده است. همچنین ابزار تحقیق صورت های مالی، یادداشت ها همراه و اعلامیه پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران تحت عنوان امید نامه پذیرش و درج که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران منتشر گردیده است و همچنین از نرم افزارهای ره آورد نوین و تدبیر پرداز سازمان بورس اوراق بهادار اطلاعات مورد نیاز استخراج شده است. این نوع اطلاعات در سایت بورس www.irbourse.com موجود بوده و آرشیو شده است بنابراین داده های آن از نوع ثانویه محسوب شده و مشخصاً دارای اعتبار^{۲۸} و روایی^{۲۹} مناسب می باشد. در انتها پس از

تهیه کامل متغیرها در محیط Excel تمام متغیرهای به محیط SPSS جهت پردازش آماری منتقل شده است.

۶- نتایج تحقیق ، آزمون فرضیات و تجزیه و تحلیل آن

۶-۱- فرضیه اول

نتایج تحقیق درمورد فرضیه اصلی اول با استفاده از روشهای آماری (آزمون T مستقل) تایید می گردد. در این حالت بیان آماری فرضیه اول به صورت زیر می باشد:

$$H_0 : \mu_1 \geq \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 < \mu_2$$

منظور از μ همان میانگین بازده کوتاه مدت بین شرکت های تازه وارد به بازار و بازده دیگر شرکت ها است.

نتایج آزمون t مستقل میانگین بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد و سایر شرکت

های بورس

| سطح اطمینان با ۰/۹۵ اعتماد | | اختلاف میانگین | معناداری (p) | درجه آزادی | T مستقل | آزمون لوین | |
|-------------------------------|------|-------------------|-----------------|---------------|------------|------------|-------|
| پائین | بالا | | | | | معناداری | F |
| ۰.۰۴۱۱ | ۰.۲۴ | ۰.۱۴۴ | ۰.۰۰۷ | ۱۱۰ | ۲.۷۶ | ۰.۳۷۳ | ۰.۸۰۶ |

جدول فوق نشان می دهد که با توجه به این که مقدار ضریب معنی داری آزمون لوین جهت بررسی تساوی واریانس ها برابر با 0/37 بوده و این مقدار خیلی بیشتر از ضریب ملاک یعنی 0/05 است، بنابراین با 0/95 اطمینان گفته می شود که دو گروه از نظر واریانس برابر هستند و پیش فرض تساوی واریانس های دو گروه جهت آزمون t رعایت گشته است.

همان گونه که نتایج آزمون t مستقل نشان می دهد از آنجا که مقدار t به دست آمده (2/76) با درجه آزادی 110 ، از مقدار t جدول (1/65) بزرگتر است و همچنین از آنجا که سطح معنی داری این آزمون برابر 0/007 می باشد و چون این مقدار کمتر از سطح

معنی داری 0/05 می باشد، بنابراین با 95 درصد اطمینان می توان گفت که تفاوت مشاهده شده بین میانگین بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد به بازار بورس تهران با میانگین بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس معنی دار می باشد و با توجه به مقایسه میانگین ها این گونه استنباط می شود که بازده کوتاه مدت سهام جدید از بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس در دوره متناظر بیشتر است.

نتیجه حاصل از انجام آزمون بر روی فرضیه اصلی اول (تفاوت بازده کوتاه مدت) این تحقیق نشان دهنده وجود اختلاف بین بازده کوتاه مدت شرکتهای تازه پذیرفته شده به بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با بازده کوتاه مدت سایر شرکتهای بورس (طی دوره متناظر با ورود شرکت تازه وارد به بازار سرمایه) است.

همچنین نتیجه آزمون فرضیه اصلی تحقیق نشان می دهد که بازده کوتاه مدت شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به طور قابل توجهی بیشتر از بازده کوتاه مدت معمول بورس طی دوره مشابه است . با توجه به نتیجه مشاهده شده در این رابطه می توان گفت که بورس اوراق بهادار تهران نیز از نظر وجود پدیده بازده کوتاه مدت بیشتر شرکتهای تازه وارد به بازار سرمایه مشابه بازار های سرمایه در کشورهای دیگر دنیا است .

۲-۶- فرضیه اصلی دوم :

برای آزمون فرضیه اصلی دوم بررسی تاثیر عوامل مالی و غیر مالی بر عملکرد کوتاه مدت IPO ابتدا به آزمون فرضیات فرعی (عوامل مالی و غیر مالی مطرح شده تحت عنوان فرضیات فرعی) آن پرداخته و پس از آن به آزمون این فرضیه خواهیم پرداخت .

۱-۲-۶- فرضیه فرعی اول

نتایج تحقیق در مورد فرضیه فرعی فرضیه اصلی دوم با استفاده از روش تجزیه و تحلیل رگرسیون نشان دهنده عدم ارتباط بین در صد عرضه و بازده کوتاه مدت بود . و فرضیه فرعی اول رد می شود . بیان آماری فرضیه فرعی اول به صورت زیر می باشد:

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_1 : \rho \neq 0$$

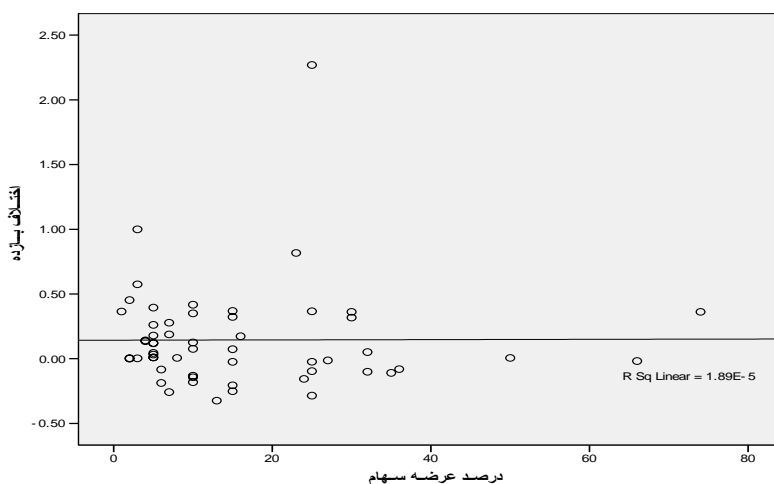
در فرضیه فوق منظور از ρ همان ضریب همبستگی بین عرضه سهام و اختلاف بازده بین شرکت های تازه وارد به بازار و بازده دیگر شرکت ها است .

. برای آزمون این فرضیه ابتدا با استفاده از آزمون همبستگی وجود رابطه خطی بین متغیر مستقل درصد عرضه سهام با متغیر وابسته اختلاف بازده را آزمون کرده تا از وجود رابطه خطی بین این دو متغیر مطمئن شویم . نتیجه حاصل از این آزمون در جدول شماره ۸-۴ به شرح زیر نشان داده شده است.

جدول ۸-۴: جدول ضریب همبستگی بین درصد عرضه سهام و تفاوت بازده

| متغیر | همبستگی پیرسون | تعداد | سطح معنی داری |
|----------------|----------------|-------|---------------|
| درصد عرضه سهام | ۰.۰۰۰۴ | ۵۶ | ۰.۴۸۷ |
| اختلاف بازده | | | |

نتیجه حاصل از این آزمون نشان دهنده عدم وجود رابطه خطی بین متغیر مستقل میزان عرضه سهام و متغیر وابسته اختلاف بازده کوتاه مدت است . این موضوع را می توان با توجه به سطح معناداری و همچنین ضریب همبستگی پیرسون به دست آمده بین دو متغیر اختلاف بازده کوتاه مدت و میزان عرضه سهام در جدول ضریب همبستگی مشاهده کرد. نمودار پراکنش نیز نشان دهنده عدم وجود رابطه خطی بین دو متغیر می باشد . در ادامه با استفاده از روند رگرسیونی معنی داری تاثیر خطی با استفاده از معادله رگرسیون مطرح شده برای آزمون این فرضیه مطرح می شود .



نمودار ۲-۴: نمودار پراکنش بین متغیر مستقل درصد عرضه سهام و متغیر وابسته اختلاف بازده

جدول 9-4: نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول مطابق مدل رگرسیونی

| ضریب تعیین | سطح معناداری | ضریب بتا | F مقدار | متغیر مورد نظر |
|---------------|--------------|----------|---------|-----------------|
| ۰.۰۰۰۰۱۶ | ۰.۹۷۵ | ۰.۰۰۰۴ | ۰.۰۰۱ | میزان عرضه سهام |

با توجه به یافته های جدول فوق مشخص می شود که متغیر مستقل میزان عرضه سهام تاثیری بر روی متغیر وابسته اختلاف بازده ندارد. دلیل این موضوع سطح معنی داری برابر 0.975 است که بزرگتر از مقدار آلفای مشخص شده برابر با 0.05 می باشد. بنابراین می توان گفت که هیچگونه ارتباطی بین این دو متغیر مشاهده نمی شود. بنابراین فرضیه فرعی اول پژوهش با 95 درصد اطمینان رد و فرض صفر که به عدم ارتباط معنی دار بین دو متغیر اشاره می کند تائید می شود.

۲-۲-۶- فرضیه فرعی دوم

نتایج تحقیق درمورد فرضیه فرعی دوم که با استفاده از آزمون انالیز واریانس انجام شده است نشان دهنده عدم ارتباط بازده کوتاه مدت IPO و متغیر مورد بررسی دارد و این فرضیه رد می شود.

بیان آماری این فرضیه در این حالت به شرح زیر است:

$$H_0 : \varnothing_1 = \varnothing_2$$

$$H_1 : \varnothing_1 \neq \varnothing_2$$

منظور از \varnothing در فرضیه های بالا عبارت از تاثیر متغیر فاکتوری نوع موسسه حساسی بر روی اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد به بازار است، بین دو متغیر نوع موسسه حساسی و اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد به بازار از لحاظ آماری رابطه معنی داری وجود دارد. دلیل این امر سطح معنی داری 0.028 می باشد که کوچکتر از مقدار آلفای 0.05 انتخاب شده برای انجام آزمون است. همچنین با توجه به ضریب تعیین به دست آمده در نتیجه آزمون می توان گفت که همبستگی کمی بین دو متغیر وجود دارد و این متغیر نمی تواند به طور کامل بیان کننده علت تغییرات بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد به بازار نسبت به سایر شرکت ها باشد. به عبارت دیگر از لحاظ آماری با

توجه به ضریب تعیین 0.086 تاثیر متغیر نوع موسسه حسابرسی بر روی اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت های جدید کم و ناچیز است . بنابراین فرضیه فرعی دوم پژوهش با 95 درصد اطمینان تایید و فرض صفر که به عدم ارتباط معنی دار بین دو متغیر اشاره می کند رد می شود..

نتایج حاصل از آزمون تاثیر نوع موسسه حسابرسی بر روی بازده کوتاه مدت با استفاده از

روش آنالیز واریانس

| متغیر مورد آزمون | درجه آزادی | F مقدار | سطح معناداری | ضریب تعیین |
|-------------------|------------|---------|--------------|------------|
| نوع موسسه حسابرسی | ۱ | ۵.۰۸ | ۰.۰۲۸ | ۰.۰۸۶ |

3-2-6- فرضیه فرعی سوم

نتایج تحقیق درمورد فرضیه فرعی سوم با استفاده از آزمون آنالیز واریانس انجام شده است نشان دهنده عدم ارتباط بازده کوتاه مدت IPO و متغیر مورد بررسی دارد و این فرضیه رد می شود .

بیان آماری این فرضیه در این حالت به شرح زیر است:

$$H_0 : \sigma_1 = \sigma_2$$

$$H_1 : \sigma_1 \neq \sigma_2$$

منظور از σ در فرضیه های بالا عبارت از تاثیر متغیر فاکتوری میزان تملک سرمایه شرکت تازه وارد بر روی اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد به بازار است

نتایج حاصل از آزمون تاثیر میزان تملک سرمایه بر روی بازده کوتاه مدت

با استفاده از روش آنالیز واریانس

| متغیر مورد آزمون | درجه آزادی | F مقدار | سطح معناداری | ضریب تعیین |
|-------------------|------------|---------|--------------|------------|
| میزان تملک سرمایه | ۱ | ۰.۷۸ | ۰.۳۸ | ۰.۰۱۴ |

بین دو متغیر میزان تملک سرمایه و اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد به بازار از لحاظ آماری رابطه معنی داری وجود ندارد . دلیل این امر سطح معنی داری 0.38 می باشد که بزرگتر از مقدار آلفای 0.05 انتخاب شده برای انجام آزمون است . همچنین مقدار عددی بسیا کوچک ضریب تعیین (0.014) تایید کننده دیگری از عدم تاثیر این دو متغیر بر روی هم می باشد . بنابراین فرضیه فرعی سوم پژوهش با 95 درصد اطمینان رد و فرض صفر که به عدم ارتباط معنی دار بین دو متغیر اشاره می کند تایید می شود.

4-2-6- فرضیه فرعی چهارم

نتایج تحقیق درمورد فرضیه فرعی چهارم با استفاده از آزمون انالیز واریانس انجام شده است نشان دهنده عدم ارتباط بازده کوتاه مدت IPO و متغیر مورد بررسی دارد و این فرضیه رد می شود .

بیان آماری این فرضیه در این حالت به شرح زیر است:

$$H_0 : \varnothing_1 = \varnothing_2$$

$$H_1 : \varnothing_1 \neq \varnothing_2$$

منظور از \varnothing در فرضیه های بالا عبارت از تاثیر متغیر فاکتوری نوع مالکیت شرکت تازه وارد بر روی اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد به بازار است

نتایج حاصل از آزمون تاثیر نوع مالکیت شرکت بر روی بازده کوتاه مدت

با استفاده از روش آنالیز واریانس

| متغیر مورد آزمون | درجه آزادی | F مقدار | سطح معناداری | ضریب تعیین |
|------------------|------------|---------|--------------|------------|
| نوع مالکیت شرکت | ۱ | ۱.۳۱ | ۰.۲۵ | ۰.۰۲۶ |

بین دو متغیر نوع مالکیت شرکت و اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد به بازار از لحاظ آماری رابطه معنی داری وجود ندارد . دلیل این امر سطح معنی داری 0.25 می باشد که بزرگتر از مقدار آلفای 0.05 انتخاب شده برای انجام آزمون است . همچنین مقدار عددی بسیا کوچک ضریب تعیین (0.026) تایید کننده دیگری از عدم تاثیر این دو



متغیر بر روی هم می باشد . بنابراین فرضیه فرعی چهارم پژوهش با 95 درصد اطمینان رد و فرض صفر که به عدم ارتباط معنی دار بین دو متغیر اشاره می کند تأیید می شود.

5-2-6- فرضیه فرعی پنجم

نتایج تحقیق درمورد فرضیه فرعی پنجم با استفاده از روش تجزیه و تحلیل رگرسیون نشان دهنده عدم ارتباط بین میزان سرمایه و بازده کوتاه مدت بود . و فرضیه فرعی پنجم رد می شود .

. در این حالت بیان آماری فرضیه فرعی پنجم به صورت زیر می باشد:

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_1 : \rho \neq 0$$

در فرضیه فوق منظور از ρ همان ضریب همبستگی بین میزان سرمایه شرکت و اختلاف بازده بین شرکت های تازه وارد به بازار و بازده دیگر شرکت ها است

جدول ضریب همبستگی بین میزان سرمایه شرکت و تفاوت بازده

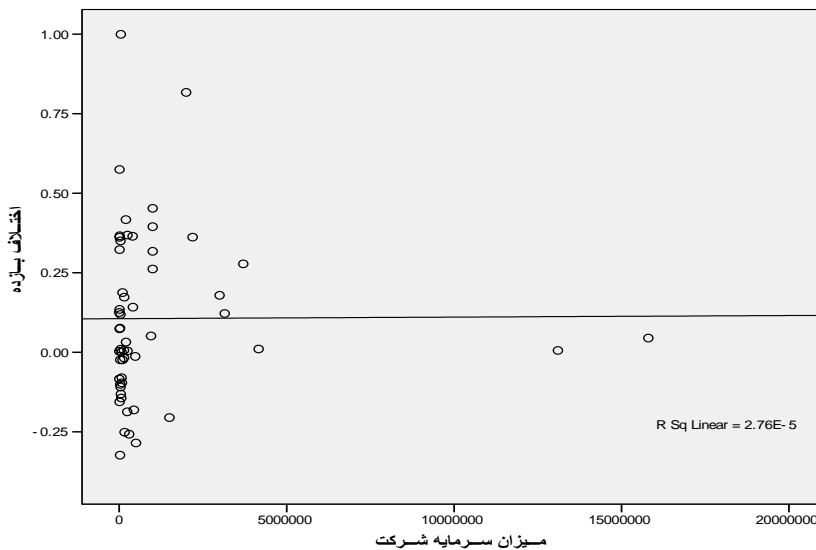
| متغیر | همبستگی پیرسون | تعداد | سطح معنی داری |
|-------------------|-------------------|-------|---------------|
| میزان سرمایه شرکت | ۰.۰۰۵ | ۵۶ | ۰.۴۸۵ |
| اختلاف بازده | | | |

نتیجه حاصل از این آزمون نشان دهنده عدم وجود رابطه خطی بین متغیر مستقل میزان سرمایه شرکت و متغیر وابسته اختلاف بازده کوتاه مدت است.

نمودار پراکنش نیز نشان دهنده عدم وجود رابطه خطی بین دو متغیر می باشد . در ادامه با استفاده از روند رگرسیونی معنی داری تاثیر خطی با استفاده از معادله رگرسیون مطرح شده برای آزمون این فرضیه مطرح می شود .

در ادامه با استفاده از روند رگرسیونی معنی داری تاثیر خطی با استفاده از معادله رگرسیون مطرح شده برای آزمون این فرضیه مطرح می شود .





جدول ۱۴-۴: نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی پنجم مطابق مدل رگرسیونی

| متغیر مورد نظر | F^2 مقدار | ضریب بتا | سطح معناداری | ضریب تعیین |
|-------------------|-------------|----------|--------------|------------|
| میزان سرمایه شرکت | ۰.۰۰۱ | ۰.۰۰۵ | ۰.۹۷ | ۰.۰۰۰۰۱ |

با توجه به یافته های جدول فوق مشخص می شود که متغیر مستقل میزان سرمایه شرکت تاثیری بر روی متغیر وابسته اختلاف بازده ندارد. دلیل این موضوع سطح معنی داری برابر 0.97 است که بزرگتر از مقدار آلفای مشخص شده برابر با 0.05 می باشد. بنابراین می توان گفت که هیچگونه ارتباطی بین این دو متغیر مشاهده نمی شود. بنابراین فرضیه فرعی پنجم پژوهش با 95 درصد اطمینان رد و فرض صفر که به عدم ارتباط معنی دار بین دو متغیر اشاره می کند تائید می شود با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی اول الی پنجم، فرضیه اصلی دوم که عبارت است از "عوامل مالی و غیر مالی برای IPO در کسب بازده کوتاه مدت بیشتر نسبت به بازده کوتاه مدت سایر سهام های بورس موثر است" آزمون می گردد.

برای آزمون توام تاثیر همزمان متغیرهای مستقل را که شامل پنج مولفه عوامل مالی و غیرمالی می باشد، بر روی متغیر وابسته (اختلاف بازده)، از تحلیل رگرسیون چند متغیره استفاده کرده ایم که نتیجه در جدول زیر آورده شده است .

ضریب همبستگی چندگانه (ضریب رگرسیون) برای متغیرهای پیش گوئی کننده (پیش بینی اختلاف بازده از روی متغیرهای مستقل)

| شاخص آماری روش | ضریب رگرسیون | ضریب تعیین | خطای استاندارد | F | سطح معناداری |
|--------------------|-----------------|---------------|-------------------|------|-----------------|
| رگرسیون چند متغیره | ۰.۳۹ | ۰.۱۵۴ | ۰.۲۵ | ۱.۶۰ | ۰/۱۷۹ |

همان طور که نتایج نشان می دهد مقدار R به دست آمده 0.39 می باشد که این ضریب رگرسیون نشان دهنده عدم معنی داری نقش متغیرهای پیش بینی کننده (پنج عامل مالی و غیرمالی) در متغیر ملاک (اختلاف بازده) می باشد و از آنجا که مقدار f به دست آمده معنادار نیست یا به عبارت دیگر مقدار سطح معناداری به دست آمده (0.179) از مقدار سطح ملاک 0.05 بزرگتر است نشان دهنده عدم معناداری مقدار رگرسیون می باشد برای حصول اطمینان بیشتر، آزمون مقایسه ضرایب رگرسیون استاندارد شده و استاندارد نشده نیز انجام که نتایج آن در جدول زیر آورده شده است .

جدول ضرایب رگرسیون استاندارد شده و استاندارد نشده

| سطح معنی داری | t | ضرایب استاندارد شده | ضرایب استاندارد نشده | | شاخص آماری متغیرهای پژوهش |
|---------------------|-------|---------------------------|----------------------|-----------------|------------------------------|
| | | Beta | خطای استاندارد | ضریب رگرسیون | |
| .769 | -2.96 | | .219 | -0.065 | مقدار ثابت |
| .599 | -5.29 | -0.074 | .002 | -0.001 | عرضه سهام |
| .015 | 2.528 | .383 | .080 | .202 | شهرت موسسه حسابرسی |
| .699 | -3.90 | -0.062 | .093 | -0.036 | میزان تملک سرمایه شرکت |
| .552 | -6.00 | -0.087 | .080 | -0.048 | نوع مالکیت شرکت |
| .592 | .540 | .084 | .000 | 7.59E-009 | میزان سرمایه |

ضرایب Beta در جدول فوق به ما می گوید که با تغییر یک انحراف معیار در متغیر مستقل مورد نظر ، چند انحراف معیار تغییر در متغیر وابسته رخ خواهد داد. بنابراین متغیر شهرت موسسه حسابرسی نقش مهمتری در متغیر وابسته (اختلاف بازده) دارد زیرا تغییری به اندازه یک واحد انحراف معیار در نمره موسسه حسابرسی موجب 0.383 انحراف معیار تغییر در نمره اختلاف بازده می شود.

بنابر این معادله رگرسیون در پیش بینی متغیر ملاک (اختلاف بازده) به شرح زیر می باشد:

$$-0.75 - \text{سرمایه } 0.0000000759 - \text{نوع مالکیت } 0.048 - \text{تملك سرمایه } 0.39 - \text{شهرت موسسه } 0.22 + \text{عرضه سهام}$$

$$-0.001 = \text{اختلاف بازده}$$

۷- نتیجه گیری و بحث

با توجه به تایید فرضیه اصلی اول ، مبنی بر وجود بازده غیر عادی ، میانگین بازده غیرعادی سه ماهه IPO در بورس اوراق بهادار تهران 16٪ می باشد

که دلایل وجود این بازده کوتاه مدت غیر عادی برای IPO در بورس اوراق بهادار تهران می تواند موارد زیر باشد :

اگر بازده اینگونه سهام بالاتر از بازده بورس نباشد به خاطر نا آشنا بودن مردم با سهم جدید تمایل زیادی برای خرید آن سهم به وجود نمی آید و چه بسا سهم جدید به فروش نرود .

2- با قیمت گذاری پایین تر از واقع سهم جدید در واقع آن سهم در نزد مردم جذاب شده و گردش آن در بازار بیشتر می شود وبازار را به حرکت در می آورد .

3- در عرضه اولیه درصد کمی از سهام شرکت به بازار عرضه می شود درست است که عرضه کننده با قیمت گذاری کمتر از واقع دچار زیان می شود ولی این زیان به خاطر کم بودن حجم عرضه در مقایسه با سود های آتی که در نتیجه بازده زیاد در روزهای اولیه است ناچیز است و این عامل سبب ایجاد تمایل برای قیمت گذاری کمتر است . به عبارت دیگر عرضه کننده سهام درصد کمی را در عرضه اولیه به قیمت کم عرضه می کند و به این طریق بازده این سهام در روزهای اولیه بالا می رود . بعد از افزایش رضایت بخش قیمت سهام درصد بیشتری را با قیمت بالاتر عرضه می کند و سودی که از این طرق می برد بالاتر از زیان اولیه است .



Archive of SID

اگر خلاف این موضوع اتفاق افتد ممکن است در عرضه اولیه سودی نصیب شرکت عرضه کننده شود ولی بنا به تجربه و به احتمال زیاد قیمت سهام در روزهای بعد کاهش پیدا کند و در نهایت زیان بیشتری نسبت به سود عرضه اولیه نصیب شرکت عرضه کننده می شود . دلائل فوق و همچنین دلائل دیگر امکان دارد باعث شود که عرضه اولیه سهام همراه با بازده کوتاه مدت غیر عادی باشد .

در رابطه با تاثیر درصد عرضه اولیه بیشتر محققین معتقد اند که در صد سهام عرضه شده توسط شرکت های جدید الورود می تواند یکی از عوامل تاثیر گذار بر بازده کوتاه مدت IPO باشد در رابطه با رد فرضیه فرعی اول نیز می توان عنوان نمود که :

قوانین بورس اوراق بهادار درباره عرضه سهام در اولین عرضه به صورتی است که مقداری از سهام شرکت به بازار سرمایه ارائه می شود که باعث تسهیل معامله اینگونه سهام در بورس شود و برای همین معمولاً شرکتهای تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران کمتر از 10٪ از سهام خود را در اولین عرضه سهام به بورس عرضه می کنند . این موضوع نیز می تواند یکی از دلائلی باشد که باعث رد این فرضیه مطابق نتایج آزمون آماری شده است . و همچنین در رابطه با فرضیه فرعی دوم نتیجه دور از انتظار بود شرکتهایی که توسط سازمان حسابرسی رسیدگی شده بوده اند دارای بازده کوتاه مدت کمتری نسبت به سایر شرکتهای جدیدالورود بودند.

فرضیه فرعی سوم انتظار می رفت که ساختار مالکیت در شرکت جدید الورود بر عملکرد کوتاه مدت IPO تاثیر گذار باشد . با توجه به تقسیم بندی میزان تملک مالکیت سرمایه به بالای 50٪ و کمتر از 50٪ شرکت های جدید الورود به بورس اوراق بهادار این متغیر بر عملکرد کوتاه مدت IPO بدون تاثیر ارزیابی شد. فرضیه فرعی چهارم عدم ارتباط بین مالکیت دولتی و خصوصی و بازده کوتاه مدت IPO را نشان می دهد و

نتایج بررسی های گوناگون در این زمینه تاثیر میزان سرمایه در بازار سرمایه کشورهای دیگر نشان دهنده این بوده است که همواره میزان سرمایه شرکت به عنوان عنصر تاثیر گذاری مطرح و مورد سنجش و مقیاس قرار گرفته است . تحقیقات گذشته نشان دهنده وجود ارتباط بین میزان سرمایه شرکتی که وارد فرآیند عرضه اولیه می شود و میزان بازده مثبت بوده است .

4- بررسی تاثیر زمان عرضه اولیه سهام (دوران رونق و یا رکود) بر بازده غیر عادی کوتاه مدت IPO

4- پیشنهاد می شود برای محاسبه بازده غیر عادی سهام جدید به جای استفاده از شاخص قیمت بورس از شاخص قیمت 50 شرکت فعال تر استفاده نمود.

فهرست منابع

- ۱) ایمانی ، حمید رضا ، بررسی قیمت گذاری سهام شرکتها در اولین عرضه سهام آنها در بورس اوراق بهادار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران ، پایان نامه کارشناسی ارشد 1384 .
- ۲) حق بین ، زینب . بررسی انواع ناهنجاری های مربوط به عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران ، دانشگاه اقتصاد و علوم اجتماعی الزهراء پایان نامه کارشناسی ارشد . 1387
- ۳) دستگیر ، محسن . علی خانی بوانی ، مهدی . 1385. عرضه اولیه سهام پدیده ارزان فروشی سهام و فرضیات مرتبط. ماهنامه بورس شماره 58
- ۴) رضا زاده ، جواد. تغییرات قیمت سهام سود و لیست شرکت پیرامون تاریخ عرضه سهام جدید . دانشکده مدیریت دانشگاه تهران پایان نامه کارشناسی ارشد سال 1374
- ۵) سعیدی ، علی . تبیین و ارائه الگوی عکس العمل رفتاری سرمایه گذاران در بازار اوراق بهادار تهران. دانشکده آزاد واحد علوم و تحقیقات رساله دکترا 1386
- ۶) عرضه اولیه اوراق بهادار ، سازمان بورس اوراق بهادار ، معاونت مطالعات اقتصادی و توسعه بازار بورس اردیبهشت 1387
- ۷) قدیری ، ایرج . بررسی علل تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران و ارتباط آن با قیمت گذاری اولیه و تاثیر آن بر تصمیم گیری . مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکز کارشناسی ارشد 1374
- ۸) حسن خانجمالی . بررسی کارایی نسبی قیمت گذاری سهام در صنایع منتخب با استفاده از مدل تحلیل پوششی دادها دانشگاه شهید بهشتی دانشکده مدیریت و حسابداری سال 1385





۹) قدرت ال... طالبی . مشکلات روشهای قیمت گذاری سهام شرکت های مشمول واگذاری در بورس اوراق بهادار تهران دانشکده مدیریت دانشگاه تهران 1372 پایان نامه دکتری حسابداری

- 10) Yongyuan Qiao. A Thesis Submitted for the Degree of PhD at the University of St. Andrews ۲۰۰۸ . ON THE DETERMINANTS OF INITIAL PUBLIC OFFERING UNDERPRICING.
- 11) Emerson Faria umea university of business and economics master thesis ۲۰۰۷ Underpricing Of Brazilian Initial Public Offerings
- 12) Jens Eriksson Carl Geijer JÖNKÖPING INTERNATIONAL BUSINESS SCHOOL JÖNKÖPING UNIVERSITY Why Are IPOs Still Attractive? May, 2006
- 13) Katrina Ellis , Roni Michaely , Maureen O'Hara "All Authors are from Cornell University "A Guide to the Initial Public Offering Process
- 14) Ibbotson R.G. (۱۹۷۵ Perice Performance of common stock new issues. Journal of Financial Economics.
- 15) Ibbotson, R. Jaffe ۱۹۷۵ (Hot issue markets) Journal of Finance ۴ . PP ۱۰۲۷-۱۰۴۲
- 16) Ljungqvost, T.J. Ritter and K. Rydqvist, ۱۹۹۴ Initial Pubalic Handbook of corporate Finance, Empirical Corporate Finance . Elsevier, North- Holland.
- 17) Jay R. Ritter Cordell Professor of Finance University of Florida (Spring 1998)" initial public offering "reprinted (with modifications) in Contemporary Finance Digest Vol. 2, No. 1 pp. 5-30
- 18) Liaw , k .Thomas .L. Moy , Ronald .(2001) ." The Irwin Guide to stock , bond and option : A Comprehensive Guide to Wall Street s markets .New york , Mc Graw Hill

یادداشتها

¹ Joint Test of Hypothesis
² Single Hypothesis Test.

- ³.Ibbotson & Sindelar (1960)
4. Jaffe (1975)
- ⁵.Ritter(1988)
- ⁶.Loughran (2002)
- 7 .Emerson Faria(2007)
- ⁸.Yongyuan Qiao(2008)
- ⁴ Initial Public Offering
- ⁵ Long-run Performance of IPO
- ⁶ Abnormal Return
- ⁷ .Loughran & Ritter
- ⁸ . Ritter & Welch
- ⁹ .Levis
- ¹⁰.Lee
- ¹¹.Kammerman & Walchi
- ¹² Long-run Performance Of IPO
- ¹³ .Ibbotson & Sindelar
- ¹⁴ .Ibbotson & Jaffe
- ¹⁵ .Sindelar & Ritter
- ¹⁶ Rock
- ¹⁷ Beatty & Ritter
- ¹⁸ Winners Curse Hypothesis
- ¹⁹ Ex-ante Uncertainty
- ²⁰ Signaling Hypothesis
- ²¹ Effect of Insider Sales
- ²² Under Pricing as Signal of Quality to Investors
- ²³ Leland & Pyle
- ²⁴ Hypothesis Avoidance Lawsuit
- ²⁵ Hypothesis Bubble Speculative

- ²⁷ .Simple and Multivariant Correlation
- ²⁸ .Reliability
- ²⁹ .Validity
- ³⁰ .Teoh et al

