

شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر احمد مدرس^۱

محمد رضا عسگری^۲

چکیده

در این تحقیق وجود بازده غیرعادی در سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران و برخی عوامل احتمالی موثر بر آن مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها بیانگر وجود بازده غیرعادی مثبت طی ۲۴ ماه پس از عرضه اولیه سهام شرکت‌های نمونه در بورس اوراق بهادار تهران است. از میان نه متغیر؛ عمر شرکت، اندازه شرکت، افق زمانی پیش-بینی سود هر سهم، نسبت اهرمی، نسبت حاشیه سود خالص، شرایط عمومی بازار قبل از عرضه، خطای پیش‌بینی سود هر سهم، نوع صنعت و نوع موسسه حسابرسی، تنها سه متغیر نوع موسسه حسابرسی، اندازه شرکت و خطای پیش‌بینی سود هر سهم رابطه معنادار با بازده غیرعادی داشتند. اما بطور کلی تحلیل رگرسیون چند متغیره نشان داد که هر نه متغیر مستقل بطور همزمان توانایی توجیه کنندگی تقریباً ۲۰ درصدی بازده غیرعادی را دارند.

۱. استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

واژگان کلیدی: عرضه اولیه سهام، بازده غیرعادی بلند مدت، خطای پیش‌بینی سود هر سهم،

رگرسیون چندگانه

طبقه بندی موضوعی: C12, C31, G10, G12, G14

مقدمه

هر ساله در کشورهای مختلف جهان شرکت‌های متعددی خواه در مسیر چرخه حیات اقتصادی و خواه از طریق برنامه خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، با عرضه عمومی اولیه^۳، سهام آنها در بورس اوراق بهادار معامله می‌شود. سالیان مدیدی است که عملکرد سهام عرضه‌های عمومی اولیه توجه پژوهشگران و اندیشمندان مالی را به خود جلب کرده است. طبق تعریف فرضیه بازار سرمایه کاراً^۴، قیمت سهام در هر لحظه از زمان منعکس کننده ارزش ذاتی سهام با توجه به اطلاعات موجود و مربوط در بازار می‌باشد. با این وجود، ادبیات مالی موید این است که در عرضه عمومی اولیه سهام سه پدیده متمایز وجود دارد که به نظر می‌رسد با مفروضات فرضیه بازار سرمایه کارا مغایرت دارد. این سه پدیده عبارتند از:

۱. قیمت‌گذاری کمتر از واقع^۵ یا به عبارتی ایجاد بازده غیرعادی مثبت در کوتاه مدت
۲. ایجاد بازده منفی در بلند مدت در مقایسه با شاخص بازار یا بازده سهام شرکت‌های مشابه در صنعت^۶
۳. تناسب بازده غیرعادی مثبت اولیه با تعداد و حجم عرضه عمومی اولیه در بازار در دوره‌های خاص، به عبارت دیگر تناسب بازده غیرعادی مثبت اولیه با دوره‌های داغ یا سرد عرضه عمومی اولیه^۷

³ Initial Public Offering

⁴ Efficient Market Hypothesis

⁵ Initial Underpricing

⁶ Long- run Underperformance

قیمت‌گذاری کمتر از واقع بدین معنی است که شرکت‌های عرضه‌کننده سهام، سهام خود را به قیمتی کمتر از ارزش ذاتی عرضه نموده و سبب می‌شوند خریداران این سهام در روزهای اول، به بازده نسبتاً بالایی (تقریباً بین ۱۰ تا ۳۰ درصد) دست پیدا کنند. شواهد تجربی فراوان در دست است که نشان می‌دهد پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه پدیده‌ای جهان‌شمول است و تقریباً در بورس اوراق بهادار همه کشورها عمومیت دارد. البته قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه در بازارهای سرمایه در حال توسعه، در مقایسه با بازارهای سرمایه توسعه یافته، بیشتر است (لیونکوویست، ۲۰۰۵؛ لوفران و ریتز، ۲۰۰۷). با این حال پدیده عملکرد منفی بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه بر خلاف ماهیت جهان‌شمول پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع، در همه بازارهای سرمایه تایید نشده، شواهد ضد و نقیضی گزارش شده است. براین اساس در دهه اخیر عملکرد منفی بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه توجه اندیشمندان مالی را بیش از پیش به خود جلب کرده است. زیرا به اعتقاد آنان از جمله لوفران و ریتز (Lovghran et al., 1995)، براو و گوپرز (۱۹۹۷)، فاما (۱۹۹۸)، آکیو و همکاران (۲۰۰۰)، گومپرز و لرنر (۲۰۰۳) و کولی و سورت (۲۰۰۴) نتایج تحقیقات مرتبط با بازده منفی بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه می‌تواند نتیجه روش‌های متفاوت (روش اقتصاد سنجی و معیار مورد استفاده جهت اندازه‌گیری و مقایسه بازده) پژوهشگران در اندازه‌گیری بازده غیرعادی بلند مدت سهام باشد.

در تبیین این دو پدیده، اندیشمندان مالی تئوری‌ها و فرضیه‌های متعددی را مطرح کرده‌اند. بطور کلی این تئوری‌ها و فرضیه‌ها مبنای استدلال خود را بر محور «عدم تقارن اطلاعات»^۷ بین

^۷ Hot / Cold Issue Periods

^۸ Information Asymmetry

سه گروه ذینفع در فرایند عرضه عمومی اولیه یعنی شرکت عرضه کننده سهم، بانک سرمایه‌گذار^۹ (مؤسسات تعهد کننده عرضه اوراق بهادار یا شرکت‌های تامین سرمایه) و سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار؛ نهاده و هر پدیده را به عوامل و متغیرهای خاصی نسبت می‌دهند. ولی مانند اکثر فرضیه‌ها در زمینه مالی و حسابداری هیچ کدام به تنهایی قادر به توضیح کامل آن نبوده‌اند.

تحقیق حاضر با طرح این پرسش‌ها که آیا سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار برخی کشورها، در بلند مدت در مقایسه با پرتفوی بازار بازده کمتر عاید سرمایه‌گذاران خود می‌سازند یا خیر؟ اگر سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران بازده غیرعادی برای خریداران خود ایجاد می‌کنند، چه عامل یا عواملی در شکل‌گیری این پدیده می‌تواند موثر واقع شوند؟ به بررسی عملکرد سهام شرکت‌های جدید ورود به بورس در اولین عرضه خود به عموم، پرداخته است.

پیشینه تحقیق

مطالعات انجام شده در داخل کشور

عبده‌تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در تحقیقی با عنوان «شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام شرکت‌های جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» شرکت‌هایی را بررسی کردند که سهام آنها برای نخستین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده بودند. در این تحقیق شرکت‌های تازه وارد به بازار طی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ مورد بررسی قرار گرفته‌اند و عوامل موثر بر بازده بلند مدت این شرکت‌ها بطور خاص آزمون شده است. این عوامل عبارت از حجم معاملات سالانه سهام، اندازه شرکت و بازده کوتاه مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های مربوط است. نتایج این تحقیق نشان دهنده وجود بازده کوتاه مدت بیشتر سهام

^۹ Investment Bank

شرکت‌های تازه وارد به بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلند مدت کمتر سهام این شرکت‌ها نسبت به شاخص بازار بوده است. بنابراین آنان عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس ایران را مشابه بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانسته‌اند.

ظریف فرد و مهرجو (۱۳۸۳) در تحقیقی عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده‌اند. در این تحقیق بازده کوتاه مدت سهام ۹۱ شرکت جدید ورود در طول سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ مطالعه شده است. نتایج این تحقیق نشان داد بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده بیشتر از بازده بازار بوده است.

ایمانی (۱۳۸۴) در تحقیقی با عنوان «بررسی قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام آنها به بورس» اختلاف بین قیمت سهام در عرضه اولیه با قیمت‌های بعدی و همچنین عوامل موثر بر این اختلاف قیمت را برای شرکت‌های پذیرفته شده طی سال‌های ۸۱ و ۸۲ در یک دوره زمانی ۳ ماه بررسی کرد. نتایج تحقیق وی نشان داد که میزان P/E شرکت، نوع صنعت، زمان عرضه سهام و میزان سرمایه شرکت در اختلاف قیمت سهام موثر است ولی درصد عرضه سهام تأثیری ندارد.

قائمی (۱۳۸۵) در تحقیقی با عنوان «بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران» رابطه متغیرهای حجم سهام عرضه شده، اندازه شرکت، شرایط بازار، وضعیت مالکیت و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام جدید را بررسی کرد. نتایج بدست آمده از ۱۵۳ شرکت نمونه بیانگر وجود رابطه بین متغیرهای شرایط بازار و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیر عادی سهام بوده است.

باقرزاده (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان «نقش اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران» نتیجه گرفت که سهام عرضه‌های اولیه

سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۳ نسبت به قیمت معاملاتی سهام در پایان ماه اول، کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده‌اند که منجر به بازده غیرعادی مثبت این سهام شده است و عمده‌ترین دلایل آن را می‌توان به پیامدهای تئوری اطلاع‌رسانی و عدم تقارن اطلاعات در بورس تهران نسبت داد.

آشتاب (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس» به بررسی سهام شرکت‌های جدید ورود طی سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۴ پرداخت. یافته‌های تحقیق بیانگر این بود که بین سود پیش‌بینی شده و سود واقعی سهام تفاوت معنی‌دار وجود دارد، همچنین بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه منفی وجود داشت.

مطالعات انجام شده در سایر کشورها

ایبوتسون (Ibboston, 1975) در تحقیق خود دریافت که شرکت‌هایی که سهام خود را برای اولین بار و از طریق بورس اوراق بهادار به عموم مردم عرضه می‌کنند سهام را به قیمتی پایین‌تر از ارزش ذاتی عرضه می‌کنند. به گونه‌ای که بین قیمت عرضه و قیمت بازار در پایان ماه اول داد و ستد اختلاف قابل توجهی وجود دارد.

ایبوتسون و جف (Ibboston et al., 1975) با بررسی نمونه وسیع‌تر از تحقیق ایبوتسون در همان قلمرو زمانی، اظهار کردند که قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه، پدیده‌ای ادواری است یعنی در دوره‌هایی که تعداد عرضه‌های عمومی اولیه در بازار زیاد است (دوره‌های داغ عرضه عمومی اولیه^{۱۰}) قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیشتر بوده و در دوره‌هایی که تعداد

¹⁰ Hot Issue Markets

عرضه‌های عمومی اولیه در بازار کمتر است (دوره‌های سرد عرضه‌های عمومی اولیه) میزان قیمت‌گذاری کمتر از واقع (بازده کوتاه مدت) کمتر می‌شود.

ریتر (Riher, 1991) نخستین پژوهشگری است که پی برد سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بلند مدت عملکرد منفی دارند. او عملکرد سهام عرضه‌های عمومی اولیه در فاصله ۱۹۷۴-۱۹۷۵ را با استفاده از شاخص‌ها و معیارهای متفاوت مورد بررسی قرار داده و گزارش نمود که سهام عرضه‌های عمومی اولیه در طول دوره سه ساله بعد از عرضه، بازده منفی ایجاد می‌کنند.

کیم و همکاران (۱۹۹۵) در بررسی بازار سرمایه کره نشان دادند که سهام عرضه‌های عمومی اولیه در این کشور ۱۹/۶٪ بازده بیشتر از بازده بازار ایجاد نموده است.

کلین (Kelin, 1996) در تحقیق خود بطور مشخص نقش و اهمیت اطلاعات حسابداری در ارزش‌گذاری سهام عرضه عمومی اولیه را بررسی کرد. نتایج تحقیق نشان داد که بین قیمت عرضه سهم با سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم قبل از تاریخ عرضه سهم رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

درین و ووماک (۲۰۰۰) بیان می‌نمایند که شرایط جاری بازار نقش مهمی در تعیین مقدار قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه ایفا می‌کند. بنابراین هر قدر شرایط بازار قبل از تاریخ عرضه‌های عمومی اولیه یا در تاریخ عرضه سهم مطلوب‌تر باشد، قیمت‌گذاری کمتر از واقع مورد انتظار نیز بیشتر خواهد بود.

یتمن (Yetman, 2001) کارایی اطلاعاتی قیمت‌گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه‌های عمومی اولیه از نظر اطلاعات حسابداری را بررسی کرد و چنین نتیجه‌گیری نمود که اطلاعات حسابداری با قیمت‌گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه‌های عمومی اولیه رابطه معنادار دارد.

باگات و سریواناسان (Bhagat et al., 2003) تحقیقی انجام دادند که شاید از جامع‌ترین تحقیقات صورت گرفته در زمینه رابطه بین اطلاعات حسابداری با ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های جدید ورود به بورس باشد. در این تحقیق علاوه بر نقش اطلاعات حسابداری، متغیرهای دیگری نظیر فرصت‌های رشد، درصد مالکیت سهامداران اولیه در تاریخ قبل و بعد از عرضه اولیه سهام و اعتبار بانک سرمایه‌گذار متولی عرضه سهام شرکت‌ها با استفاده از نمونه اطلاعات ۱۶۵۵ شرکت جدید ورود به بورس‌های آمریکا طی سال‌های ۱۹۸۶-۲۰۰۱ بررسی شد و نتایج حاکی از این بود که علاوه بر متغیرهای حسابداری نظیر سود خالص، ارزش دفتری سهم و فروش؛ عوامل دیگری نظیر درصد مالکیت سهامداران اولیه و اعتبار بانک سرمایه‌گذار متولی عرضه سهام نیز در قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام جدید نقش مهمی ایفا می‌کنند.

گائو و همکاران (Guo et al., 2004) در تحقیق خود علاوه بر بررسی متغیرهای مالی به بررسی متغیرهای غیر مالی موثر بر قیمت عرضه سهام جدید شرکت‌های داروسازی و بیوتکنولوژی پرداختند. مهم‌ترین متغیرهای مالی مورد مطالعه شامل جریان نقدی عملیاتی، فروش، سود خالص، سود عملیاتی، کل دارایی‌ها، مخارج تحقیق و توسعه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار. مهم‌ترین متغیرهای غیر مالی نیز تعداد محصولات شرکت، توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق اختراع‌ها بود. نتایج تحقیق نشان داد که از بین متغیرهای مالی تنها مخارج تحقیق و توسعه و از بین متغیرهای غیر مالی تعداد محصولات شرکت، مرحله توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق اختراع‌ها مهم‌ترین متغیرهای تاثیرگذار بر قیمت عرضه سهام شرکت‌های داروسازی و بیوتکنولوژی بشمار می‌روند. لونکانی و فرت (۲۰۰۵) با بررسی موضوع بر روی ۱۷۵ شرکت انتخابی به عنوان نمونه از ۴۶۸ شرکت دارای عرضه اولیه سهام طی سال‌های ۱۹۹۱ الی ۱۹۹۶ در تایلند، نشان دادند که

برآوردهای سود مدیران به صورت خوش بینانه (سود پیش بینی شده بیشتر از سود واقعی) بوده و دارای دقت بیشتری نسبت به مدل‌های سری زمانی است و از طرفی بین خطای برآورد سود و بازده غیرعادی بلند مدت محاسبه شده به روش بازده‌های غیرعادی تجمعی رابطه مثبتی وجود دارد ولی این رابطه معنی‌دار نیست.

تیان (Tian, 2007) به بررسی ارزان فروشی نظام‌مند در بورس‌های شانگهای و شنزن پرداخت. نمونه وی شامل ۱۳۹۷ شرکت جدید ورود طی سال‌های ۱۹۹۱-۲۰۰۴ بود. یافته‌های وی بیانگر این است که بین اطلاعات محرمانه و بازده اولیه سهام رابطه منفی معنادار وجود دارد. وی دلایل ارزان فروشی را ریسک سرمایه‌گذاری در بازار اولیه و مقررات دولتی می‌داند، زیرا مقررات دولتی موجب سهمیه بندی در عرضه اولیه شده و عرضه سهام را محدود می‌کند.

کریشنان (Krishnan, 2007) به بررسی این موضوع پرداخت که آیا اعتبار شرکت (شهرت شرکت) تاثیری بر عملکرد بلندمدت غیرعادی شرکت‌های جدید ورود به بورس آمریکا دارد یا خیر؟ در تحقیق وی که برای سال‌های ۲۰۰۲-۱۹۹۳ بوده و تعداد نمونه‌های آن به ۲۳۹۷ شرکت می‌رسید، به این نتیجه رسید که بین اعتبار موسسه و عملکرد بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه رابطه مستقیم وجود دارد.

کای و همکاران (Cai et al, 2008) با استفاده از داده‌های بورس شانگهای چین به بررسی عملکرد بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه و عوامل موثر بر آن پرداختند. نتایج تحقیق آنها سطوحی از عملکرد نامتعارف را نشان داد. همچنین خوش بینی بیش از حد اولیه و اندازه شرکت عرضه کننده سهام، فاکتورهای توضیحی مهمی برای این عملکرد نامتعارف بود.

روش تحقیق

جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۸۴ است. به دلیل اینکه فرضیه‌های تحقیق در دوره بلندمدت (۲۴ ماه پس از عرضه اولیه) آزمون می‌شوند، این بازه زمانی انتخاب گردیده است. نمونه آماری نیز شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را داشته‌اند:

۱- شرکت‌هایی که در فاصله زمانی ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۸۴ برای نخستین بار عرضه

عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران داشته‌اند.

۲- سهام آنها پس از عرضه اولیه در بورس، نباید وقفه معاملاتی بیش از شش ماه

داشته باشند.

۳- شرکت‌هایی که در اولین سال ورود به بورس بودجه خود را تدوین و

منتشر کرده‌اند.

۴- اطلاعات آن‌ها در دسترس باشد.

با توجه به محدودیت‌های فوق در نهایت ۱۰۳ شرکت به روش حذفی به عنوان نمونه آماری

انتخاب شدند. که توزیع آن‌ها براساس تعداد در هر سال در نگاره ۱ نشان داده شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

جدول ۱: توزیع نمونه‌های تحقیق بر حسب سال

سال	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۱	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	کل دوره
جامعه	۱۳	۱۰	۹	۱۷	۴۹	۳۹	۶	۱۴۳
نمونه	۱۰	۷	۸	۱۲	۳۳	۲۹	۴	۱۰۳

فرضیه‌های تحقیق

با توجه به سوالات تحقیق، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر تدوین گردید:

۱. بازده بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه تفاوت معنی‌داری با بازده بلندمدت پرتفوی بازار دارد.
۲. بین عمر شرکت و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۳. بین اندازه شرکت و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۴. بین افق زمانی پیش‌بینی سود هر سهم و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۵. بین نسبت اهرمی شرکت و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۶. بین نسبت حاشیه سود خالص و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۷. میان شرایط عمومی بازار قبل از عرضه اولیه و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۸. بین خطای پیش‌بینی سود هر سهم و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۹. بین نوع صنعت و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۱۰. بین نوع موسسه حسابرسی و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه معنی‌داری وجود دارد.

تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

بازده غیرعادی بلند مدت

در این تحقیق برای اندازه‌گیری بازده غیرعادی بلند مدت از روش بازده‌های غیرعادی تجمعی (CARs)^{۱۱} استفاده شد. از اینرو به منظور محاسبه بازده غیرعادی تجمعی سهام شرکت‌های نمونه تحقیق مدل از تعدیل شده بازار استفاده شد. در این مدل فرض شده است که بازده بازار (r_m) نتیجه فرایند مورد انتظار بازده سهام شرکت‌ها در هر دوره زمانی است، بنابراین تفاضل بازده واقعی شرکت i در دوره زمانی t با بازده بازار در همان دوره، نشانگر بازده غیرعادی سهام شرکت i در دوره t است. در تحقیق حاضر با الهام از روش‌شناسی ریتز (۱۹۹۱)، کولی و سورت (۲۰۰۴)، درابتز و همکاران (۲۰۰۵) و فرت و لونکانی (۲۰۰۵) بازده تعدیل شده با بازار سهم i در ماه t ام به صورت زیر محاسبه شد:

در این رابطه:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

r_{it} = بازده سهام شرکت i در ماه t .

r_{mt} = بازده شاخص قیمت و بازده نقدی بورس تهران^{۱۲} در ماه t .

ar_{it} = بازده غیرعادی (تعدیل شده نسبت به بازده بورس) سهام i در ماه t .

برای محاسبه بازده سهام در صورتی که شرکت هیچ‌گونه افزایش سرمایه نداشته باشد، از

رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$r_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} - P_{io}}{P_{io}}$$

^{۱۱} Cumulative Abnormal Returns

^{۱۲} TEDPIX (Tehran Stock Exchange Dividend And Price Index)

در این رابطه:

$$p_{it} = \text{میانگین قیمت سهام شرکت } i \text{ در پایان ماه } t$$

$$D_{it} = \text{سود سهام پرداختی توسط شرکت } i \text{ در ماه } t$$

$$p_{i0} = \text{میانگین قیمت سهام شرکت } i \text{ در ابتدای ماه } t$$

در مواردی که شرکت سود سهمی (سهام جایزه) و حق تقدم خرید سهام بین سهامداران خود

توزیع می کند بازده به شرح زیر تعدیل شده است.

$$R = \frac{[(\text{درصد حق تقدم} \times 100) - \text{DPS} - P_{t-1} + P_t] \times P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

نحوه محاسبه بازده بازار در ماه t:

$$r_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{m0}}{I_{m0}}$$

در این رابطه:

$$I_{mt} = \text{شاخص قیمت و بازده نقدی در پایان ماه } t.$$

$$I_{m0} = \text{شاخص قیمت و بازده نقدی در آغاز ماه } t.$$

بعد از محاسبه بازده غیرعادی ماهانه، به منظور محاسبه متوسط بازده غیرعادی n سهم

نمونه در ماه t از رابطه زیر استفاده شده است:

$$AR_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n ar_{it}$$

در این رابطه:

$$AR_T = \text{متوسط نرخ بازده غیرعادی } n \text{ سهم در ماه } t.$$

$$n = \text{تعداد سهام در ماه } t.$$

پس از محاسبه متوسط نرخ بازده غیرعادی n سهم در ماه t ، به منظور محاسبه نرخ بازده غیرعادی تجمعی از رابطه زیر استفاده شده است:

$$CAR_{q-s} = \sum_{T=q}^S AR_T$$

در این رابطه:

CAR_{q-s} = بازده غیرعادی تجمعی (انباشته) سهام جدید طی ماه‌های q تا s ام.

لازم به ذکر است که در این تحقیق دوره زمانی ۲۴ ماه به عنوان دوره زمانی بلند مدت برای محاسبه بازده غیرعادی بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در نظر گرفته شده است. برای تعیین عوامل موثر بر بازده غیرعادی بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه بورس اوراق بهادار تهران نه متغیر مهم و مربوط از ادبیات مربوط در داخل و خارج از کشور جمع‌آوری و معنی‌داری تاثیر آنها بر این بازده مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. تعاریف عملیاتی این متغیرها در نگاره ۲ ارائه شده است.



جدول ۲: تعریف عملیاتی متغیرهای احتمالی موثر بر بازده غیر عادی سهام عرضه های عمومی اولیه

متغیرها	چگونگی محاسبه	علامت اختصاری
عمر شرکت	لگاریتم (فاصله زمانی بین تاریخ تاسیس شرکت و تاریخ ورود به بورس بر حسب سال)	Age
اندازه شرکت	لگاریتم (تعداد سهام منتشره و در دست سهامداران ضرب در میانگین قیمت سهام در اولین روز معامله)	Size
افق زمانی پیش بینی سود	فاصله زمانی بین ورود شرکت به بورس (پذیرش در بورس) تا پایان سال مالی بر حسب روز	Horizon
نسبت اهرمی	حاصل تقسیم مجموع بدهی‌های به حقوق صاحبان سهام	Leverage
حاشیه سود خالص	حاصل تقسیم سود خالص دوره بر فروش دوره	Profit
شرایط عمومی بازار قبل از عرضه	نسبت تغییرات شاخص کل قیمت سهام در ماه قبل از عرضه سهام شرکت جدید الیورود در بورس	MKT
خطای پیش بینی سود هر سهم	نسبت تفاوت بین سود واقعی و سود پیش‌بینی شده هر سهم بر سود پیش بینی هر سهم، در زمان عرضه اولیه سهام	FE
نوع صنعت	یک متغیر ساختگی می باشد که یکی از اعداد صفر تا ۲۷ به تناسب وجود هر شرکت در یکی از صنایع ۲۷ گانه موجود در این تحقیق به آن شرکت تعلق می گیرد	Industry
نوع موسسه حسابرسی	یک متغیر ساختگی است که اگر موسسه حسابرسی شرکت سازمان حسابرسی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می گیرد	Audit Firm

روش گردآوری اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق از منابع اطلاعاتی مختلف نظیر مجلات و گزارش‌های سازمان بورس اوراق بهادار تهران، امیدنامه‌های پذیرش در بورس، صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های نمونه تحقیق و بانک‌های اطلاعاتی نرم افزاری موجود در بازار همچون ره‌آورد نوین، تدبیر پرداز و پایگاه اطلاعاتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی جمع آوری می‌شود.

آزمون فرضیه اول

ابتدا تفاوت معنی‌دار بازده سهام عرضه‌های عمومی اولیه با بازده پرتفوی بازار، یا به عبارتی وجود بازده غیرعادی بلند مدت معنی‌دار سهام عرضه‌های عمومی اولیه سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۷۸ بررسی شده است. همان‌طور که عنوان شد برای آزمون آماری این فرضیه، بازده غیرعادی نمونه آماری تحقیق با استفاده از روش بازده‌های غیرعادی تجمعی (CARs) محاسبه شد. بنابراین فرضیه مورد آزمون به شرح زیر صورت بندی گردید:

$$\begin{cases} H_0 : CAR_{q-s} = 0 \\ H_1 : CAR_{q-s} \neq 0 \end{cases}$$

بازده‌های غیرعادی تجمعی از لحاظ اهمیت آماری از طریق آماره زیر مورد آزمون قرار

گرفت:

$$t = \frac{CAR_{it}}{\sigma(CAR_{it}) / \sqrt{n_t}}$$

که در رابطه فوق $\sigma(CAR_{it})$ بیانگر انحراف معیار بازده‌های غیرعادی تجمعی برای نمونه متشکل از n سهم و $\sqrt{n_t}$ بیانگر تعداد سهام عرضه شده عمومی اولیه در ماه t ام می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرض فوق به شرح نگاره ۳ است.

جدول ۳: میانگین بازده غیرعادی تجمعی (CARs) سهام در طول ۲۴ ماه بعد از تاریخ عرضه در بورس

ماه	IPOs	ARt	CARs	t	p-value
۱	۹۷	۶/۵۶۴۳	۶/۵۶۴۳	۳/۴۷۳۹	۰/۰۰۰۶
۲	۱۰۳	۵/۴۹۰۷	۱۲/۰۵۵۰	۳/۸۶۰۷	۰/۰۰۰۲
۳	۱۰۳	۳/۳۱۵۹	۱۵/۳۷۰۹	۳/۵۷۷۶	۰/۰۰۰۴
۴	۱۰۳	۰/۰۰۶۵	۱۵/۳۷۷۵	۳/۳۱۴۵	۰/۰۰۱۰
۵	۱۰۳	-۱/۱۰۳۲	۱۴/۲۷۴۲	۲/۸۰۳۱	۰/۰۰۴۶
۶	۱۰۳	۰/۵۹۱۰	۱۴/۸۶۵۲	۲/۵۴۸۸	۰/۰۱۱۰
۷	۱۰۳	-۲/۶۸۷۰	۱۲/۱۷۸۲	۲/۰۹۴۴	۰/۰۳۶۶
۸	۱۰۳	۱/۱۷۹۷	۱۳/۲۵۷۹	۲/۲۰۱۷	۰/۰۲۷۸
۹	۱۰۳	-۱/۳۴۲۳	۱۳/۰۱۵۶	۱/۸۹۴۳	۰/۰۵۸۸
۱۰	۱۰۳	۱/۰۱۳۱	۱۳/۰۲۸۷	۱/۹۶۰۶	۰/۰۴۸۸
۱۱	۱۰۳	۰/۶۶۷۴	۱۳/۶۹۶۲	۲/۰۴۳۵	۰/۰۴۱۴
۱۲	۱۰۳	-۱/۱۰۸۵	۱۳/۵۸۷۷	۲/۰۴۴۰	۰/۰۴۱۴
۱۳	۱۰۳	۱/۷۸۰۵	۱۵/۳۶۸۲	۲/۲۳۳۹	۰/۰۳۵۸
۱۴	۱۰۳	۲/۱۴۲۸	۱۷/۵۱۱۰	۳/۵۰۸۴	۰/۰۰۹۸
۱۵	۱۰۳	-۱/۶۳۰۲	۱۶/۸۸۰۷	۲/۳۷۵۳	۰/۰۱۷۸
۱۶	۱۰۳	-۱/۰۷۸۴	۱۶/۸۰۳۴	۲/۳۸۹۰	۰/۰۱۷۵
۱۷	۱۰۳	-۱/۰۳۰۴	۱۶/۷۷۳۰	۲/۳۰۲۸	۰/۰۲۰۲
۱۸	۱۰۳	-۱/۳۵۵۸	۱۶/۴۱۶۲	۲/۰۸۲۶	۰/۰۳۷۲
۱۹	۱۰۳	-۱/۶۵۸۰	۱۵/۷۵۸۳	۱/۹۳۸۹	۰/۰۵۳۶
۲۰	۱۰۳	۰/۳۰۱۵	۱۶/۰۵۹۷	۱/۹۷۷۱	۰/۰۴۸۸
۲۱	۱۰۳	-۱/۴۴۴۲	۱۵/۶۱۵۵	۱/۸۸۳۶	۰/۰۶۰۲
۲۲	۱۰۳	۲/۴۳۱۲	۱۸/۰۴۶۷	۲/۱۴۴۷	۰/۰۳۳۴
۲۳	۱۰۳	-۱/۳۷۴۲	۱۷/۶۷۲۵	۲/۱۰۳۸	۰/۰۳۵۸
۲۴	۱۰۳	-۱/۴۰۱۱	۱۷/۲۷۱۳	۲/۰۸۷۶	۰/۰۲۷۰

همانطور که در ستون CAR_s مشاهده می شود سهام عرضه‌های عمومی اولیه سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۷۸ در طول ۲۴ ماه بعد از تاریخ عرضه، ۱۷/۲۷۱ درصد بازده غیرعادی تجمعی مثبت عاید سرمایه‌گذاران خود ساخته است که از لحاظ آماره‌های t و p -value به ترتیب ۲/۰۸۷ و ۰/۰۳۷ بود و در سطح ۵ درصد معنی‌دار است. بنابراین نتایج حاصل از بکارگیری معیار CAR_s برخلاف نتایج حاصل از تحقیق ریتز (Riter, 1991) در امریکا، لوئیس (۱۹۹۲) در انگلیس، کولی و سورت (۲۰۰۳) در کانادا، و لونکانی و همکاران (۲۰۰۵) در تایلند؛ مبنی بر وجود بازده غیرعادی منفی است، ولی با نتایج تحقیق ریتز و ریدکوئیست (۱۹۹۴) در مورد بورس ژاپن، لوفران و همکاران (۱۹۹۴) در مورد بازار سرمایه سوئد و کیم و همکاران (۱۹۹۵) درباره بازار سرمایه کره که حاکی از وجود بازده غیرعادی مثبت بود مطابقت دارد.

برای شناخت بیشتر درباره الگوی بازدهی سهام عرضه‌های اولیه سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۷۸، بازده غیرعادی تجمعی آنها به تفکیک سال عرضه در بورس در طول ۲۴ ماه بعد از تاریخ عرضه بررسی شد. نتایج حاصل در نگاره ۴ گزارش گردیده است.

جدول ۴: بازده غیرعادی تجمعی سهام به تفکیک سال عرضه در بورس

بازده غیرعادی تجمعی (CARs) شرکت های جدید ورود بر حسب سال عرضه سهام در بورس							
ماه	۷۸	۷۹	۸۰	۸۱	۸۲	۸۳	۸۴
۱	۲/۹۲۰۲	۲/۳۷۸۵	۲/۷۳۱۶	-۰/۷۳۰۹	-۰/۹۶۸۵	۱۴/۹۵۳۷	۱۸/۷۷۱۲
۲	۲/۳۸۸۴	-۰/۱۵۵۸	۶/۶۰۰۰	۴/۶۶۴۸	-۰/۱۰۰۷	۲۵/۸۹۵۹	۳۶/۹۸۱۲
۳	۶/۸۶۶۲	-۳/۲۵۷۴	۱/۸۵۹۱	۴/۹۵۶۲	۳/۶۸۴۹	۳۲/۵۳۵۶	۴۱/۶۸۸۹
۴	۶/۳۶۵۶	-۶/۷۲۲۰	۸/۷۵۷۳	-۲/۸۷۵۳	۴/۲۳۸۸	۳۳/۴۷۸۲	۴۴/۰۷۶۰
۵	۴/۱۲۸۰	-۷/۲۳۳۸	۷/۰۰۸۵	-۷/۸۳۷۸	۲/۶۵۲۵	۳۶/۲۱۳۳	۳۹/۴۲۲۲
۶	۲/۶۳۴۱	-۸/۰۰۰۹	۱۵/۳۳۱۱	-۱۹/۰۶۱۲	۵/۹۲۸۵	۳۷/۳۳۵۰	۳۹/۸۶۶۹
۷	-۰/۹۶۳۵	-۸/۳۱۲۹	۱۰/۵۰۳۵	-۲۵/۴۳۳۴	۱/۳۳۳۶	۳۷/۴۶۱۵	۳۸/۸۷۸۷
۸	-۱/۳۳۹۸	-۴/۸۸۴۲	۸/۱۹۲۲	-۱۶/۲۹۵۱	۱/۷۹۵۵	۳۸/۳۰۰۲	۳۷/۰۷۵۱
۹	-۰/۹۱۶۰	-۴/۰۰۳۵	۱/۴۵۲۵	-۲۱/۳۵۰۷	-۰/۸۴۴۶	۳۹/۵۳۱۸	۳۱/۵۱۴۲
۱۰	۱/۵۷۰۰	-۱/۷۶۵۹	-۵/۹۲۱۷	-۲۸/۵۲۹۴	۴/۴۸۳۶	۴۲/۱۰۹۰	۳۱/۰۷۱۶
۱۱	-۰/۹۳۹۷	-۱/۷۱۸۰	-۱۰/۸۷۳۴	-۱۳/۷۶۶۲	۶/۰۵۲۶	۴۲/۷۴۳۴	۳۱/۶۷۳۸
۱۲	-۰/۳۷۹۵	-۰/۰۹۵۵	-۱۴/۹۰۷۷	-۲۴/۴۱۶۲	۸/۵۷۸۳	۳۹/۷۵۶۳	۳۱/۶۷۵۹
۱۳	-۲/۹۱۵۸	-۲/۶۱۸۰	-۱۲/۲۰۸۶	-۲۴/۳۳۴۵	۱۳/۴۳۳۰	۴۰/۸۳۹۲	۳۶/۱۶۷۲
۱۴	-۲/۱۰۷۷	-۹/۹۸۱۴	-۱۴/۶۵۷۰	-۲۲/۵۶۱۷	۱۸/۳۱۵۹	۴۳/۸۸۷۳	۳۷/۸۵۶۷
۱۵	-۰/۱۸۸۰	-۱۵/۶۰۳۶	-۱۴/۱۲۸۲	-۲۵/۲۴۴۶	۱۸/۶۲۳۶	۴۲/۶۱۴۴	۳۸/۶۸۹۶
۱۶	۲/۰۴۹۷	-۱۸/۶۱۹۸	۲/۱۳۷۶	-۳۷/۹۷۷۵	۱۷/۲۳۳۲	۴۲/۱۶۹۵	۳۷/۲۸۹۳
۱۷	-۰/۹۸۹۷	-۲۶/۸۶۲۲	-۹/۷۲۹۳	-۱۸/۶۰۲۷	۲۰/۰۳۰۵	۴۱/۲۹۰۹	۳۶/۱۶۹۹
۱۸	-۵/۱۷۸۸	-۳۷/۶۸۱۲	-۱۹/۳۲۸۷	-۱۶/۵۷۳۰	۲۳/۷۷۷۳	۴۰/۶۱۵۳	۳۳/۰۳۲۲
۱۹	-۰/۳۳۷۸	-۳۵/۲۱۶۴	-۱۹/۸۲۸۴	-۱۴/۶۷۳۳	۲۵/۲۶۳۹	۳۷/۲۵۲۰	۳۱/۳۰۷۶
۲۰	-۶/۶۸۴۴	-۲۹/۹۶۰۲	-۲۵/۵۳۳۲	-۱۴/۵۴۶۷	۲۷/۶۰۶۲	۳۷/۵۲۲۴	۳۱/۲۰۷۹
۲۱	-۴/۲۰۲۹	-۴۱/۱۵۶۹	-۲۳/۴۹۳۳	-۱۷/۲۳۲۴	۲۹/۳۱۸۳	۳۸/۴۸۰۰	۳۲/۶۷۳۲
۲۲	۱/۹۱۲۷	-۴۲/۶۰۰۷	-۲۹/۶۸۸۸	-۱۰/۴۳۲۱	۳۱/۲۴۱۲	۴۰/۸۷۸۹	۳۱/۷۰۱۸
۲۳	۱/۴۲۶۸	-۴۶/۰۴۸۰	-۲۵/۳۱۵۴	-۳/۷۸۹۳	۳۰/۹۷۸۵	۳۷/۵۵۸۹	۳۷/۳۳۳۱
۲۴	۳/۲۸۸۷	-۴۰/۸۶۶۸	-۲۸/۶۸۳۲	-۴/۴۱۲۲	۲۸/۹۳۴۶	۳۸/۰۵۲۹	۳۵/۱۰۹۴
N	۹	۸	۶	۱۰	۳۱	۲۸	۱۱

اندازه گیری بازده غیرعادی تجمعی سهام عرضه های اولیه سال های ۱۳۸۴ - ۱۳۷۸ به

تفکیک سال عرضه در بورس نشان داد که روند بازده غیرعادی سهام عرضه های اولیه سال های

۱۳۸۱ - ۱۳۷۸ همانند بیشتر کشورها، به صورت آنچه که در ادبیات تحقیق مطرح گردید، بود

یعنی در ماه‌های اول بعد از تاریخ عرضه، بازده غیرعادی مثبت و سپس روند نزولی پیدا کرده تا اینکه در بلند مدت بازده غیرعادی منفی ایجاد شده است. این در حالی است که سهام عرضه‌های عمومی اولیه سال‌های ۸۲، ۸۳ و ۸۴ تقریباً در تمامی ماه‌های بعد از عرضه سهام بازده غیرعادی مثبت داشته است که این مقدار در سال ۸۳ نسبت به سال‌های دیگر بیشتر است. دلیل احتمالی الگوی بازدهی غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه این سال‌ها را می‌توان به شکل‌گیری پدیده حباب قیمت‌ها طی سال‌های مذکور در بورس تهران نسبت داد. به احتمال زیاد، روند نامتعارف بازده سهام جدید سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۲ و زیاد بودن شرکت‌های جدید ورود به بورس در طی این سال‌ها، بر معیار اندازه‌گیری بازده غیرعادی سهام (CARs) تأثیری بیش از حد گذاشته و باعث ایجاد بازده غیرعادی متوسط مثبت در پرتفوی انتخابی از سهام عرضه‌های عمومی اولیه طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۷۸ شده است.

آزمون فرضیه‌های دوم تا دهم

در فرضیه‌های دوم تا دهم تحقیق عوامل احتمالی موثر بر بازده غیرعادی بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. فرضیه‌های مذکور به ترتیب بیان می‌دارند که بین عمر شرکت، اندازه شرکت، افق زمانی پیش بینی سود هر سهم، نسبت اهرمی شرکت، نسبت حاشیه سود خالص، شرایط عمومی بازار قبل از عرضه اولیه، خطای پیش‌بینی سود هر سهم، نوع صنعت شرکت و نوع موسسه حسابرسی کننده شرکت با بازده غیرعادی بلند مدت سهام (مجموع بازده‌های غیرعادی ماهانه سهام طی ۲۴ ماه بعد از عرضه) رابطه معنادار وجود دارد. با توجه به اینکه در فرضیه‌های مذکور رابطه بین متغیرهای توضیحی و متغیر وابسته در یک مقطع زمانی خاص^{۱۳} بررسی می‌شود، برای آزمون فرضیه‌ها از روش

^{۱۳} . Cross-Sectional

رگرسیون مقطعی چند متغیره و آزمون‌های آماری متناسب با آن استفاده شده است. مدل رگرسیون مقطعی چند متغیره مورد استفاده به شرح ذیل می‌باشد:

$$CAR = a_0 + b_1 AGE_{it} + b_2 SIZE_{it} + b_3 HORIZON_{it} + b_4 LEVERAGE_{it} + b_5 PROFIT_{it} + b_6 MKT_{it} + b_7 FE_{it} + b_8 INDUSTRY_{it} + b_9 AUDIT_{it} + e_i$$

جهت سنجش اهمیت آماری (معنادار بودن) ضریب هر یک از متغیرهای توضیحی مدل از آماره t و جهت آزمون معنادار بودن کل معادله رگرسیون از آماره F استفاده شد. همچنین به منظور بررسی استقلال خطاها (تفاوت مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده توسط معادله رگرسیون) از آزمون دوربین-واتسون انجام شد. نتایج حاصل از آزمون معناداری کل مدل در نگاره شماره ۵ آورده شده است.

جدول ۵: نتایج آزمون معناداری کل مدل رگرسیون

ضریب همبستگی (R)	ضریب تعیین (R ²)	آماره F	سطح معناداری (Sig)	دوربین - واتسون
۰/۴۶۳	۰/۲۱۴	۲/۷۵۴	۰/۰۰۷	۱/۵۹۷

با توجه به مقادیر آماره F و سطح معناداری که در نگاره شماره ۵ نشان داده شده و به ترتیب برابر با ۲/۷۵۴ و ۰/۰۰۷ می‌باشد، کل مدل رگرسیون در سطح اهمیت ۹۹٪ تایید می‌گردد. همچنین از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، یکی از مفروضات اصلی مدل رگرسیون یعنی عدم همبستگی میان خطاها پذیرفته می‌شود. در نگاره شماره ۶ میزان معناداری ضرایب هر یک از متغیرهای توضیحی مدل نشان داده شده است.



جدول ۶: میزان معناداری هر یک از متغیرهای مدل

متغیر	ضریب (β)	(β) استاندارد	آماره t	سطح معناداری (Sig)
مقدار ثابت	۴۷۵/۸۹۵		۳/۱۷۴	۰/۰۰۲
عمر	-۲۰/۱۸۳	-۰/۰۸۴	-۰/۸۲۱	۰/۴۱۴
اندازه	-۳۸/۲۶۹	-۰/۳۰۳	-۳/۰۵۸	۰/۰۰۳
افق زمانی پیش بینی سود هر سهم	۰/۱۵	۰/۱۹۳	۱/۹۳۷	۰/۰۵۶
نسبت اهرمی	-۰/۴۸۹	-۰/۰۰۸	-۰/۰۷۷	۰/۹۳۹
نسبت حاشیه سود خالص	۱۵/۵۷۴	۰/۰۴۶	۰/۴۳۹	۰/۶۶۲
شرایط عمومی بازار قبل از عرضه	-۱۹۱/۶۷۶	-۰/۱۲۷	-۱/۳۰۴	۰/۱۹۵
خطای پیش بینی سود هر سهم	۵۵/۱۴۶	۰/۲۸۲	۲/۷۷۶	۰/۰۰۷
نوع صنعت	۰/۲۴۱	۰/۰۱۹	۰/۱۹۸	۰/۸۴۳
نوع موسسه حسابرس	-۵۳/۴۵۱	-۰/۳۱۴	-۳/۱۹۴	۰/۰۰۲

همان گونه که در نگاره شماره ۶ مشاهده می شود سطح معناداری متغیرهای اندازه شرکت، خطای پیش بینی سود هر سهم و نوع موسسه حسابرس کمتر از ۵ درصد بوده و از اینرو نتایج آزمون حاکی از ارتباط معناداری متغیرهای مذکور با بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه می باشد. نظر به اینکه علامت ضرایب متغیرهای اندازه شرکت و نوع موسسه حسابرس منفی و خطای پیش بینی سود هر سهم مثبت است، بنابراین بازده غیرعادی بلند مدت با اندازه شرکت و نوع موسسه حسابرس رابطه معکوس و با خطای پیش بینی سود هر سهم رابطه مستقیم دارد.

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

تحقیقات مالی سه دهه اخیر نشان می‌دهد که سهام عرضه‌های عمومی اولیه در کوتاه مدت بازده غیرعادی مثبت و در بلند مدت در مقایسه با پرتفوی بازار بازده غیرعادی منفی عاید سرمایه‌گذاران می‌کند. با توجه به یافته‌های تحقیق حاضر در آزمون فرضیه اول تحقیق، وجود بازده غیرعادی در بورس اوراق بهادار تهران نیز تایید شد که نشان دهنده بازده غیرعادی مثبت بود. همچنین بررسی بازده غیرعادی به تفکیک سال‌های مختلف حاکی از بازده غیرعادی منفی در سال‌های ۷۹ - ۸۰ و ۸۱ و مثبت در بقیه سال‌های مورد بررسی بود. در ادامه برای یافتن عوامل و فاکتورهای موثر بر بازده غیرعادی بلند مدت سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران، نه متغیر مهم و مربوط از ادبیات موضوع و نیز با توجه به شرایط اقتصادی ایران انتخاب گردید و معنی‌داری تاثیر آنها بر این بازده در قالب فرضیه‌های دوم تا دهم آزمون شد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها نشان داد که مدل رگرسیون چند متغیره ساخته شده با این نه متغیر، در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است و تمامی متغیرهای توضیحی به طور توانمند (با توجه به R^2 مدل) توانایی توجیه‌کنندگی تقریباً ۲۰ درصدی تغییرات بازده غیرعادی بلند مدت محاسبه شده برای ۲۴ ماه را دارند. همچنین با توجه به ضرایب استاندارد تک‌تک متغیرهای توضیحی و معناداری آنها، به ترتیب نوع موسسه حسابرسی و اندازه شرکت بصورت معکوس و خطای پیش بینی سود هر سهم بطور مستقیم، بیشترین تاثیر را بر بازده غیرعادی دارند و بقیه متغیرها تاثیر معناداری بر این بازده ندارند. لازم بذکر است که نتیجه بدست آمده درباره اندازه شرکت در تحقیقات متعددی از جمله کولی و سورت (۲۰۰۳) و کای و همکاران (۲۰۰۸) مورد تایید قرار گرفته است.

با توجه به نتایج بدست آمده، به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود نسبت به خرید سهام عرضه‌های عمومی اولیه و نگهداری آنها برای دوره‌های بلندمدت، متغیرهایی چون نوع موسسه حسابرسی، اندازه شرکت و سود پیش‌بینی شده هر سهم را بیشتر از عوامل دیگر مورد توجه قرار داده و بکار می‌برند. به احتمال زیاد دلیل آن اعتماد بیشتر نسبت به سازمان حسابرسی در مقایسه با سایر موسسات حسابرسی است. همچنین توجه بیشتر نسبت به اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌های بزرگ و در نتیجه قیمت‌گذاری مناسب سهام آنها می‌باشد. زیرا شرکت‌های کوچک در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و ابهامات بیشتری که در مورد ارزش واقعی و آینده آنها وجود دارد، ریسک بیشتری داشته و بیشتر در معرض اهداف سوداگرانه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند و دارای عملکرد نامتعارف‌تری هستند. بنابراین پیشنهاد می‌گردد:

۱. روند شکل‌گیری و حضور بانک‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کشور تسریع شده تا از دانش، تخصص و امکانات آنها استفاده گردد و از قیمت‌گذاری بیش از واقع یا کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه توسط کارگزاران بورس که منجر به ایجاد بازده‌های غیرعادی اعم از مثبت یا منفی بعد از عرضه اولیه می‌شود، جلوگیری به عمل آید.

۲. تاکید بیشتر سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نیز سازمان حسابرسی به عنوان مرجع تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری بر الزام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران به انتشار اطلاعات مالی مربوط و قابل اتکا که توسط حسابرسان مستقل به دقت بررسی شده است، خصوصاً در مورد پیش‌بینی سود هر سهم.

منابع و مأخذ:

۱. آشتاب، علی. (۱۳۸۶)، " بررسی رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی.
۲. ایمانی، محمد. (۱۳۸۴)، " بررسی قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام آنها به بورس"، پایان‌نامه کارشناسی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
۳. باقرزاده، سعید. (۱۳۸۶)، "نقش اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه (IPOs) در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه دکتری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
۴. تبریزی، عبده و دموری، داریوش (۱۳۸۲). " شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی ۵ (۱۵)، دانشگاه تهران.
۵. ظریف‌فرد، احمد و مهرجو، حامد (۱۳۸۳). " بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری ۳ (۸)، دانشگاه علامه طباطبائی.
۶. قائمی، محمدحسین (۱۳۸۵). " بررسی بازده کوتاه‌مدت سهام عادی شرکت‌های جدیدالورود به بورس تهران"، مطالعه تحقیقاتی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره).
7. Bhagat .s, and S. rangan, (2003), "IPO valuation in the new and old economies" working paper, university of Colorado.
8. Cai ,Xiaoqiong. Liu, S,Guy. Mase, Bryan (2008), "The long-run performance of initial public offerings and its

- determinants: the case of China", *Review of Quantitative Finance and Accounting* (30): 419-433
9. Firth, M.(1998). "IPO profit forecasts and their role in signalling firm value and explaining post-listing returns", *Applied Financial Economics*, pp 29-39.
 10. Guo. Re-jin, lev. b and zhou .n , (2004) , "the valuation of science-based IPOs" , working paper , university of Illinois at Chicago , newyork university and suny-binghamton.
 11. Ibbotson, G. (1975). "Price performance of common stock new issues", *Journal of Financial Economics*, No.2, pp 235-272.
 12. Ibbotson, Roger G. and Jaffe, Jeffrey (1975). "Hot issue markets". *Journal of Finance*. Vol,xxx, No,4,pp 1027-1042.
 13. Kelin. A, (1996), "the association between the information contained in prospectus and the price IPOs", *journal of financial statement analysis* 2:23-40.
 14. Loughran, T. J, Ritter and K, Rydqvist. (1994). "Initial Public Offering: International Insights" *pacific-basin finance journal* 2. pp, 165-199
 15. Ritter, R. (1991), "The long-run performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, No.40, pp 3-27.
 16. Rock, K., (1986). "Why New Issues Are Underpriced". *Journal of Financial Economics*. 15. pp. 187-212.
 17. Tian, Lihui, (2007), "Regulatory Underpricing : Determinant of Chinese Extreme IPO Returns".

18. Yetman, M. H, (2003), "Accounting-Based Value Metrics and Informational Efficiency of IPO Early Market Prices", Unpublished Ph.D Dissertation, University of Iowa.

