

چکیده

بررسی

قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام در بورس اوراق بهادار موضوع اصلی این تحقیق است. شواهد تجربی نشان می‌دهد قیمت سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس معمولاً کمتر از قیمت واقعی آن است و در این زمینه فرضیات متعددی وجود دارد. در این تحقیق ضمن مروری بر ادبیات و تحقیقات انجام شده، این موضوع در بورس اوراق بهادار تهران آزمون شده است. عوامل مؤثری که در این تحقیق مورد توجه قرار گرفته است شامل درصد عرضه سهام، زمان عرضه سهام، نوع صنعت، نسبت قیمت به درآمد هر سهم (P/E) و نیز میزان سرمایه شرکت است که اثر آن‌ها بر تفاوت قیمت اولیه و بعدی سهام بررسی شده است. نتایج در دوره مورد بررسی (۱۳۸۱-۱۳۸۲) نشان می‌دهد که ۱) قیمت سهام در اولین عرضه سهام به بورس به طور معنی داری از قیمت آن در معاملات آتی متفاوت است و در این زمینه درصد عرضه سهام در اختلاف قیمت مؤثر نیست ولی میزان سرمایه شرکت، نوع صنعت، زمان عرضه و نسبت قیمت به درآمد آن در اختلاف قیمت مؤثر است.

مقدمه

سالانه تعداد زیادی از شرکت‌ها برای اولین بار وارد بازار سرمایه و یا بورس اوراق بهادار

حمیدرضا ایمانی

بررسی قیمت‌گذاری سهام

شرکت‌ها در عرضه اولیه در بورس

اوراق بهادار تهران



می‌شوند. معمولاً این شرکت‌ها آنقدر سریع رشد می‌کنند که منابع مالی رایج همچون وام بانکی و منابع اعتباری مشابه آن برای تأمین مالی توسعه این شرکت‌ها کافی نیست و لازم است بخشی از نیازهای مالی خود را با افزایش سرمایه تأمین کنند. بنابراین برای چنین شرکت‌هایی مهم است که قیمت سهام آن‌ها نشان دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت باشد. این مسأله به‌خصوص در زمان عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس اهمیت زیادی پیدا می‌کند. در چند سال اخیر تعداد شرکت‌های تازه وارد به بورس تهران افزایش چشمگیر و قابل توجهی داشته است. از جمله در ده ماهه اول سال ۱۳۸۲ به‌طور متوسط هر هفته یک شرکت جدید در بورس تهران پذیرفته شده است و به نظر می‌رسد که با ادامه روند فعلی، تعداد شرکت‌های تازه وارد به بورس هرچه بیشتر افزایش پیدا کند. در ایران به دلیل فقدان بازار سامان‌یافته خارج از بورس (OTC)، برای سهامی که برای اولین بار در بورس عرضه می‌شود، قیمت قبلی و مشخص شده وجود ندارد و تنها در هنگام ورود شرکت به بورس قیمت سهام آن به صورت دستوری یا قانون عرضه و تقاضا مشخص می‌شود.

تجربه بازار در مواردی نشان داده که سهام شرکت‌ها پس از وارد شدن به بورس، نوسان زیاد و قابل توجهی داشته است و قیمت تعیین شده برای آن از کارایی لازم برخوردار نبوده است. در این تحقیق تلاش می‌شود تا کارایی قیمت سهام در عرضه اولیه به بورس تهران و اثر برخی عوامل نظیر درصد سهام عرضه شده، زمان عرضه، میزان سرمایه شرکت، نسبت P/E شرکت و نوع صنعت بر آن بررسی و آزمون شود.

واژه‌های کلیدی: قیمت سهام در عرضه اولیه، بازده سهام جدید، بورس اوراق بهادار تهران
فرضیات و نظریات مطرح شده در باره بازده سهام جدید

۱- فرضیه مخاطره‌گریزی تضمین‌کننده فروش اوراق بهادار
عرضه زیر قیمت سهام جدید مبتنی بر مخاطره‌گریزی تضمین‌کننده فروش اوراق

بهادار است یعنی مؤسسه تأمین سرمایه معمولاً سهام جدید را به منظور کم کردن مخاطره‌ها و هزینه‌هایش زیر قیمت می‌فروشد. به عبارت دیگر عرضه زیر قیمت به عنوان یک شیوه کاهش احتمال انتشار ناموفق یک سهم و زیان‌های ناشی از آن عمل می‌کند.

۲- فرضیه بیمه ضمنی در مقابل مسولیت‌های قلیتی

عرضه سهام جدید زیر قیمت «ناشی از مشکلات قانونی بالقوه انتشار سهام جدید به قیمت گران است، زیرا سرمایه‌گذارانی که سهام تازه انتشار را به قیمت خیلی گران خریدمانند ممکن است علیه تضمین‌کنندگان فروش سهام جدید یا اعضای هیات مدیره شرکت به خاطر انتشار اطلاعات گمراه‌کننده یا ناقص در آگهی پذیره‌نویسی اقامه دعوی کنند.



تجربه بازار در مواردی نشان داده که سهام شرکت‌ها پس از وارد شدن به بورس، نوسان زیاد و قابل توجهی داشته است و قیمت تعیین شده برای آن از کارایی لازم برخوردار نبوده است.

۳- فرضیه قدرت انحصاری

بعضی از محققان مانند ریتزر (۱۹۸۴) ادعا می‌کنند که عرضه زیر قیمت ممکن است نتیجه قدرت انحصاری مؤسسات تأمین سرمایه در تضمین فروش سهام شرکت‌های کوچک پر خطر باشد.

سهام جدید شرکت‌های کوچک به وسیله مؤسسات تأمین سرمایه ای تضمین فروش می‌شود که از قدرت چانه زنی بیشتری در برابر انتشار دهندگان سهام برخوردار هستند. این مؤسسات تأمین سرمایه به طور عمدی اوراق بهادار را زیر قیمت عرضه می‌کنند و آن‌ها را برای مشتریان بزرگ خودشان که به طور منظم خدمات متنوع سرمایه‌گذاری را از آن‌ها می‌خرند سهمیه‌بندی می‌کنند.

۴- فرضیه شهرت (اعتبار) مؤسسات تأمین سرمایه

عقیده رایج در بازارهایی این است که شهرت

مؤسسات تأمین سرمایه بر قیمت سهام جدید اثر می‌گذارد. هر چه کیفیت مؤسسه تأمین سرمایه بهتر باشد می‌توان سهام جدید را به قیمت بالاتر فروخت. «کارترومنستر» (۱۹۹۰) اثر شهرت و اعتبار تضمین‌کنندگان فروش اوراق بهادار را بر عملکرد اولیه سهام جدید بررسی کردند. آنان رابطه منفی معنی‌داری بین شهرت تضمین‌کنندگان فروش سهام جدید و اندازه عرضه زیر قیمت سهام جدید مشاهده کردند. به نظر کارترو «دارک و سینک» (۱۹۹۸) هر چه تضمین‌کننده معتبرتر باشد، عرضه زیر قیمت در کوتاه مدت کمتر است.

۵- فرضیه حباب سفته‌بازی^۲

طبق این فرضیه بازده اضافی زیاد سهام جدید به امیال سفته‌بازی سرمایه‌گذارانی بازمی‌گردد که نتوانسته‌اند سهام جدید را از تضمین‌کنندگان فروش اوراق بهادار به قیمت‌های عرضه اولیه بخرند یعنی قیمت‌های عرضه اولیه سهام جدید مطابق ارزش واقعی اقتصادی آن‌ها می‌باشد. فرضیه حباب سفته‌بازی دلالت بر این دارد که سفته‌بازی در بازار ثانویه باعث می‌شود قیمت‌های سهام به طور موقت بیش از ارزش ذاتی آن‌ها شوند. اما بعد از بازده‌های اضافی مثبت اولیه سهام جدید وقتی که حباب می‌ترکد، بازده‌های منفی چشمگیری بدست می‌آید.

۶- فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی^۳

فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی دلالت بر این دارد که میانگین عرضه زیر قیمت برای سهامی با ابهام قبلی بیشتر، زیادتر می‌شود. مشهورترین مدل‌های مبتنی بر فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی مربوط به «بارون»^۴ (۱۹۸۴) و «راک» (۱۹۸۶) است. در مدل «بارون» بین انتشار دهندگان سهام و مؤسسات تأمین سرمایه و در مدل راک (که بر مبنای «مصیبت برندگان» است) بین سرمایه‌گذاران مطلع و نامطلع عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

مدل «بارون» (۱۹۸۲) فرض می‌کند که مؤسسات تأمین سرمایه نسبت به انتشار دهندگان سهام اطلاعات بیشتری درباره تقاضای سرمایه‌گذاران دارند. علاوه بر این شهرت و اعتبار مؤسسات تأمین سرمایه ممکن است به تأیید کیفیت سهام و ایجاد تقاضا برای

1. Carter and Manaster .

2. Carter, Dark and Singh .

3. Speculative-Bubble .

4. Asymmetric-Information .

5. Baron .

در ایران به دلیل فقدان بازار سامان‌یافته خارج از بورس (OTC)، برای سهامی که برای اولین بار در بورس عرضه می‌شود، قیمت قبلی و مشخص شده وجود ندارد

سهام جدید شرکت‌های کوچک به وسیله مؤسسات تأمین سرمایه ای تضمین فروش می‌شود که از قدرت چانه زنی بیشتری در برابر انتشار دهندگان سهام برخوردار هستند



طبق فرضیه علامت دهی قیمت اولیه بازار نشانه ای از کیفیت سهام جدید است. عدم اطمینان به قیمت واقعی سهام جدید به دلیل کمبود اطلاعات عمومی هنگام عرضه اولیه است. عرضه زیر قیمت سهام جدید اطلاعات مهمی درباره کیفیت شرکت به سرمایه گذاران می دهد، زیرا فقط شرکت های خوب اطمینان دارند که این زیان بعدا جبران خواهد شد.

بر اساس این فرضیه، مالکان ارزش واقعی شرکت را می دانند، اما سرمایه گذاران بالقوه از آن اطلاعاتی ندارند. عرضه زیر قیمت برای علامت دهی ارزش واقعی شرکت کارسنجیده و داوطلبانه ای است و این کار برای دستیابی به یک قیمت بهتر در عرضه های بعدی سهام پسندیده است.

به نظر «ولج» (۱۹۸۹) «گرینبلت و هوانگ» (۱۹۸۹) و «آلن و فولهاپر» (۱۹۸۹) عدم

تقارن اطلاعاتی باعث می شود که شرکت ها کیفیت سهام خود را به وسیله عرضه زیر قیمت علامت بدهند و با انجام این کار انتظار دارند در آینده سرمایه مورد نیازشان را تحت شرایط بهتری تأمین کنند. اما مطالعات بعدی که توسط «جیگادش وین استین و ولج» (۱۹۹۳) و «گارفینکل» (۱۹۹۳) انجام شده فرضیه

Welch . 6

Grimblatt and Hwang . 7

Allen and Faulhaber . 8

Gegadeesh Weinstein and Welch . 9

Garfinkel . 10

زیادی سهام گران خریداری می کنند و در این فرایند زیان می بینند. این موضوع به «مصیبت برندگان» یا «مدل مصیبت برندگان راک» اشاره



بعضی از محققان مانند ریتز (۱۹۸۴) ادعا می کنند که عرضه زیر قیمت ممکن است نتیجه قدرت انحصاری مؤسسات تأمین سرمایه در تضمین فروش سهام شرکت های کوچک پرخطر باشد.

سهام جدید شرکت های کوچک به وسیله مؤسسات تأمین سرمایه ای تضمین فروش می شود که از قدرت چانه زنی بیشتری در برابر انتشار دهندگان سهام برخوردار هستند.

دارد. بنابراین مؤسسات تأمین سرمایه به منظور نگه داشتن سرمایه گذاران نا آگاه در بازار سهام جدید مجبورند برای سهام جدید نسبت به قیمت های مورد انتظار بازار ثانویه آن تخفیف قائل شوند. هرچه بازار نسبت به ارزش بازار شرکت منتشر کننده سهام دارای ابهام و عدم اطمینان بیشتری باشد تمیزان تخفیفی که شرکت باید قائل شود تا سرمایه گذاران نامطمئن قیمت پیشنهادی خریدارانه دهند بیشتر می شود.

۷- فرضیه علامت دهی

سهام کمک کند. وقتی انتشار دهنده سهام درباره تعادلی اوراق بهادار مطمئن نیست، ممکن است تصمیمات قیمت گذاری را به تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار که اطلاعات بهتری درباره وضعیت بازارهای سرمایه دارند واگذار کند. در هر صورت انتشار دهنده سهام مجبور است در مقابل استفاده از اطلاعات مؤسسه تأمین سرمایه به او اجازه دهد که نسبت به قیمت مورد انتظار در بازار ثانویه تخفیفی قائل شود. بارون نشان می دهد که افزایش این تخفیف تابعی از افزایش عدم اطمینان انتشار دهنده سهام نسبت به تقاضای بازار است.

«راک» (۱۹۸۶) فرض می کند که دو گروه سرمایه گذار بالقوه در بازار وجود دارد:

الف) سرمایه گذاران مطلع که با استفاده از اطلاعات سرمایه گذاری می کنند و فقط وقتی برای سهام جدید پذیره نویسی می کنند که انتظار دارند قیمت بازار ثانویه آن بیشتر از قیمت عرضه اولیه آن باشد.

ب) سرمایه گذاران نا مطلع که برای هر سهم جدیدی بدون استثنا پذیره نویسی می کنند.

از آنجا که همواره نوعی بی ثباتی (عدم اطمینان) بر قیمت های بازار سهام جدید حاکم است، اگر انتشار دهندگان و مؤسسات تأمین سرمایه سعی کنند که اوراق بهادار را در قیمت های تهاوتی مورد انتظار بازار عرضه کنند، سرمایه گذاران نا آگاه به طور نامتناسبی مقدار

وقتی انتشار دهنده سهام درباره قیمت تعادلی اوراق بهادار مطمئن نیست، ممکن است تصمیمات قیمت گذاری را به تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار که اطلاعات بهتری درباره وضعیت بازارهای سرمایه دارند واگذار کند.

مؤسسات تأمین سرمایه به منظور نگه داشتن سرمایه گذاران نا آگاه در بازار سهام جدید مجبورند برای سهام جدید نسبت به قیمت های مورد انتظار بازار ثانویه آن تخفیف قائل شوند.

علامت دهی مورد تردید قرار گرفته است. در الگویی «ولج» (۱۹۸۹) عرضه زیر قیمت، علامت پذیرفتنی از جانب شرکت های خوب به شمار می آید زیرا عرضه زیر قیمت برای شرکت های بد هزینه های زیادی در بر دارد. به نظر ولج (۱۹۹۲) سرمایه گذار نه تنها به اطلاعات خود درباره سهام جدید توجه می کند بلکه به عملکرد سایر سرمایه گذاران نیز توجه می کند. اگر یک سرمایه گذار ببیند که هیچ کس تمایلی برای خرید سهام ندارد ممکن است او هم علیرغم اطلاعات مطلوب، سهامی نخرد. شرکت منتشر کننده سهام برای جلوگیری از این وضعیت و ترغیب اولین سرمایه گذاران بالقوه برای خرید سهام، ممکن است سهامش را زیر قیمت منتشر کند.

۸- فرضیه بازارهای سهام جدید داغ
سهام داغ سهام جدیدی است که تقاضا برای خرید آن بیشتر از عرضه آن است و در نتیجه عده ای از متقاضیان سهام نمی توانند سهام مذکور را در عرضه اولیه خریداری کنند. این افراد به خرید سهام مذکور با قیمت بالاتر از بازار تمایل نشان می دهند و در نتیجه قیمت این سهام را به طور موقت افزایش می دهند.

مطالعات قبلی موضوع قیمت گذاری سهام جدید، اثبات می کنند که سهام جدید شرکت ها زیر قیمت هستند با این حال در بعضی دوره ها و در بعضی صنایع، عرضه زیر قیمت به طور منظمی بالاتر از دوره های دیگر است. شواهد تجربی نیز حاکی از وجود بازار «سهام جدید داغ» است، یعنی در بعضی دوره ها و بعضی صنایع سهام جدید به طور قابل توجهی زیر قیمت است. ایبوتسن و جف (۱۹۷۵) دریافتند که پدیده عرضه زیر قیمت فقط در بعضی دوره های ویژه اتفاق می افتد. برای مثال در شروع و پایان دهه ۱۹۶۰ سهام جدید داغ بودند. یعنی عرضه زیر قیمت چشمگیری وجود داشت.

ریتر (۱۹۸۴) یک بازار سهام داغ را در سال ۱۹۸۰ در آمریکا شناسایی کرد. در سال ۱۹۸۰ هنگامی که قیمت های نفت بعد از انقلاب اسلامی ایران افزایش یافت، سهام بسیاری از شرکت های کوچک نفت و گاز عرضه عمومی شدند و قیمت های آنها غالباً در اولین روز معامله دو برابر شد. «ریتر» میانگین بازده قیمت عرضه اولیه تا اولین قیمت بعدی بازار را برای سهام جدید در سالهای ۱۹۸۰ و ۱۹۸۱ را بیش از ۴۸٪ گزارش داد.

«ریتر» (۱۹۸۴) دوره بازار سهام داغ را با مشخصات زیر تعریف کرد:

- ۱- عرضه زیر قیمت بیشتر از حد معمول
 - ۲- عرضه سهام جدید بیشتر از حد معمول
 - ۳- وجود شکاف بزرگی بین بازده های اولیه دوره های انتشار داغ و سرد (بی رونق) سهام جدید و
 - ۴- انحراف معیار های زیاد در بازده های سهام جدید
- بازار سهام داغ در کشور های دیگر هم وجود داشته است. برای مثال یک بازار سهام جدید داغ در انگلستان بین تحول بزرگ در بورس لندن در اکتبر (۱۹۸۶) و سقوط بورس در یک سال بعد یا در کره جنوبی در سال ۱۹۸۸.

۹- فرضیه «گرایشات و علائق زود گذر»^{۱۰} و فرضیه «عکس العمل بیش از اندازه» سرمایه گذاران
این فرضیهها بازده سهام جدید را در کوتاه مدت و بلند مدت با هم در ارتباط می داند.



مؤسسات تأمین سرمایه به منظور نگه داشتن سرمایه گذاران نا آگاه در بازار سهام جدید مجبورند برای سهام جدید نسبت به قیمت های مورد انتظار بازار ثانویه آن تخفیف قائل شوند.

فرضیه «گرایشات و علائق زود گذر» می گویند: بازار سهام جدید در معرض گرایشات و علائق زودگذر سرمایه گذاران قرار دارد. به نحوی که سرمایه گذاران نسبت به سهام جدید به طور معقول بیش از حد خوش بین هستند و همین امر قیمت سهام جدید را موقتاً افزایش می دهد. ولی پس از آگاهی سرمایه گذاران از نادرستی این خوش بینی، قیمت سهام جدید در بلند مدت کاهش یافته و به ارزش واقعی اش نزدیک می شود.

«آگاروال»^{۱۱} و «ریولسی» (۱۹۹۰) عرضه اولیه زیر قیمت نسبت به بازار ثانویه را قابل توجه (۷۳/۱۳ درصد) گزارش کردند و معتقدند که عملکرد بلند مدت پایین در نتیجه گرایشات و علائق زود گذر در بازار عرضه اولیه سهام جدید است. آن ها چهار دلیل احتمالی برای عملکرد بلند مدت پایین ارائه کردند که عبارتند از:

۱) گرایشات و علائق زود گذر وقتی ایجاد می شود که پیش بینی ارزش ذاتی شرکت مشکل باشد

۲) اوراق بهادار پر خطر در معرض سطوح بالایی از معاملات پر سروصدا هستند.

۳) شاید سرمایه گذاران عرضه اولیه سهام جدید بیشتر بورس بازی می کنند و

۴) شاید برای اینکه بخشی از خریداران نهایی بیش از حد خوش بین هستند

فرضیه «عکس العمل بیش از اندازه» که به وسیله «دی بونت و تالر»^{۱۲} (۱۹۸۵) بررسی شده بیانگر این است که افراد به انتشار اطلاعات مهم و غیر منتظره، بیش از اندازه عکس العمل نشان می دهند. یعنی واکنش بازار نسبت به اخبار عمومی اقتصادی و تأثیر آن در قیمت سهام فراتر از سطوح تعادلی است و سپس به تدریج به سمت سطوح تعادلی بازمی گردد. به عبارت دیگر بازار به عنوان یک مجموعه و هم چنین قیمت های سهام منفرد به طور سیستمی، نتایج اقتصادی حوادث مهم را بیش از حد بزرگ جلوه می دهند، یعنی وقتی که اخبار خوب است قیمت ها خیلی زیاد افزایش می یابد و وقتی اخبار بد است قیمت ها خیلی کاهش می یابد.

۱۰- فرضیه انتشار سهام جدید طی دوره های حجم بالای انتشار

این فرضیه به دنبال توضیح رفتار بازده سهام جدید در بلند مدت است. طبق این فرضیه شرکت های انتشار دهنده سهام جدید طی دوره های حجم بالای انتشار سهم در بازار در بلند مدت کاهش بازده نشان می دهند. در حالی که شرکت های انتشار دهنده سهام جدید طی دوره هایی که فعالیت انتشار کم است، در بلند مدت ضعف عملکرد قابل توجهی نخواهد داشت.

بر مبنای این فرضیه شرکت ها دوره های حجم بالای انتشار را برای عرضه سهام جدید مناسب می دانند زیرا طی این دوره ها بورس از رونق برخوردار است و قیمت های سهام در حال افزایش است. به علاوه وقتی که قیمت های سهام موجود در بازار بالا است، سرمایه گذاران بیشتر پذیرای خرید سهام شرکت های جدید هستند. لذا در چنین شرایطی عرضه سهام جدید با موفقیت همراه خواهد بود.

فرضیه «گرایشات و علائق زود گذر» و فرضیه «عکس العمل بیش از اندازه» سرمایه گذاران

روند قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران:

تاریخچه تعیین قیمت پایه سهام در بورس اوراق بهادار تهران پس از انقلاب اسلامی را می توان به دو مرحله تقسیم کرد.

مرحله اول از شروع فعالیت مجدد سازمان بورس در سال ۱۳۶۸ تا خرداد ۱۳۷۴ است. در این دوره کمیته قیمت گذاری، پس از پذیرش شرکت در بورس قیمت پایه سهام را تعیین می کرد.

مرحله دوم که از خرداد ۱۳۷۴ شروع و تا کنون ادامه دارد بورس در قیمت گذاری نقشی ندارد و تنها عایدی هر سهم (EPS) را افشا می کند و تعیین قیمت سهام به سازوکار عرضه تقاضا و کشش بازار سرمایه واگذار شده است. هر چند در این زمینه سوالات متعددی مطرح است. آیا عرضه و تقاضای سهام در بورس اوراق بهادار مانند بورس سایر کشورها قادر به تعیین درست قیمت سهام می باشد؟ آیا عرضه و تقاضا در بورس اوراق بهادار شرایط و کارایی لازم را برای این امر مهم دارد؟ آیا شفافیت اطلاعاتی لازم برای کارایی سازوکار عرضه و تقاضا وجود دارد؟ آیا واگذاری تعیین قیمت سهام به سازوکار عرضه و تقاضا مشکلات قیمت گذاری را مرتفع کرده است؟

پیشینه تحقیق

«ماسکارالا»^{۱۶} و «تسوینزا»^{۱۷} (۱۹۸۹) در تحقیق خود نتیجه گرفته اند که سهام جدید عرضه شده در اولین عرضه آن ها در بورس، در نمونه مورد بررسی، زیر قیمت واقعی ارزش گذاری شده است و علت این امر را وجود عدم تقارن اطلاعات گزارش کردند.

برخی از تحقیقات، قیمت گذاری کمتر از واقع را به اهداف و عملکرد مدیران این شرکت ها نسبت می دهد. برای مثال «استوگتن»^{۱۸} و «زچنر»^{۱۹} (۱۹۹۷) ادعا می کنند که مدیران برای تشویق سرمایه گذاران به سرمایه گذاری در شرکت اقدام به تعیین قیمت پایین برای سهام خود می کنند و بدین وسیله قصد دارند که سرمایه گذاران جدید را جذب کنند و در مقابل خدمات نظارتی خود را افزایش دهند. بررسی انجام شده

Muscarella 16

Vetsuyens 17

Stoughton 18

Zechner 19

توسط «ولج»^{۲۰} و ریتز»^{۲۱} (۲۰۰۲) در رابطه با ارزیابی بورس امریکا بین سالهای ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ نشان می دهد که در پایان اولین روز دادوستد شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس، به طور میانگین قیمت های مبادله ۱۸۷۶ درصد بیشتر از قیمت فروخته شده آن ها در ابتدای روز بوده است.

در کشور ما هم تحقیقاتی در مورد عرضه اولیه انجام شده است. از جمله عبدالله زاده (۱۳۷۰) در تحقیق خود با عنوان بررسی روشهای قیمت گذاری سهام به این نتیجه رسید که روش مورد استفاده در بورس اوراق بهادار تهران در تعیین قیمت پایه سهام منطبق با قواعد و اصول سرمایه گذاری و هم چنین ویژگی های اقتصادی و محیطی شرکت نیست.

طالب نیا (۱۳۷۴) در تحقیق خود با عنوان مشکلات قیمت گذاری سهام شرکت های مشمول خصوصی سازی و پیشنهاد روش مناسب برای قیمت گذاری مناسب برای آن ها ارتباطی بین قیمت اولین معامله انجام



مالکان ارزش واقعی شرکت را می دانند، اما سرمایه گذاران بالقوه از آن اطلاعی ندارند. عرضه زیر قیمت برای علامت دهی ارزش واقعی شرکت کار سنجیده و داوطلبانه ای است و این کار برای دستیابی به یک قیمت بهتر در عرضه های بعدی سهام پسنندیده است

شده شرکت های مشمول خصوصی سازی و قیمت گذاری طبق تئوری های علمی (ارزش فعلی عایدات آتی سهم) مشاهده نکرد

روش تحقیق و آزمون فرضیات

فرضیه اصلی

قیمت سهام در هنگام عرضه به بورس کمتر از قیمت واقعی آن است.

فرضیه های فرعی:

۱. درصد سهام عرضه شده شرکت در اختلاف بین قیمت سهام در عرضه اولیه آن با قیمت های بعدی مؤثر است.

۲. زمان عرضه سهام شرکت در اختلاف قیمت در عرضه اولیه با قیمت های بعدی مؤثر

Welch 20

Ritter 21

است.

۳. نوع صنعت در اختلاف بین قیمت در عرضه اولیه با قیمت های بعدی مؤثر است.

۴. میزان P/E شرکت در اختلاف بین قیمت در عرضه اولیه با قیمت های بعدی مؤثر است.

۵. میزان سرمایه شرکت در اختلاف بین قیمت در عرضه اولیه با قیمت های بعدی مؤثر است.

جامعه و نمونه آماری و جمع آوری داده ها جامعه آماری تحقیق عبارت از شرکت هایی است که سهام آن ها از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۸۲ برای اولین بار در بورس تهران پذیرفته شده اند. لازم به ذکر است برخی از اعضای جامعه با وجود اینکه در سال ۸۲ پذیرفته شده اند ولی سهام آن ها در سال ۸۳ معامله شده است. از آنجا که در این تحقیق بازده کوتاه مدت سهام جدید شرکت ها با توجه به تغییرات قیمت سه ماهه سهام مورد سنجش قرار گرفته است، بنابراین داده های آماری محدوده زمانی سال ۱۳۸۳ را نیز در بر می گیرد.

طی دوره ۲ ساله مذکور در بورس تهران، سهام ۶۵ شرکت جدید برای اولین بار مورد معامله قرار گرفته است که تعداد شرکت های تازه وارد در سال ۱۳۸۲ چند برابر شرکت های تازه وارد سال ۱۳۸۱ است و این موضوع نشان دهنده رونق بازار و گسترش مناسب آن در این سال است. از میان این شرکت ها تعداد ۶۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است. دلیل حذف ۳ شرکت عدم معامله سهام آن ها در بورس در دوره مورد بررسی می باشد.

در این تحقیق برای سنجش تأثیر نوع صنعت بر روی اختلاف قیمت سهام شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس تهران از طبقه بندی متداول در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. در نگاه ۱ توزیع شرکت ها در صنایع مختلف ارائه شده اس

ردیف	صنایع ستاروند	۱۳۸۱	۱۳۸۲	جمع کل
۱	استخراج فلزات سنگین	۰	۱	۱
۲	بلکچا	۰	۲	۲
۳	برنج	۱	۳	۴
۴	تجهیزات	۱	۳	۴
۵	حمل و نقل	۰	۱	۱
۶	شیرینی	۰	۲	۲
۷	ساخت مصالح ساختمانی	۰	۱	۱
۸	ساخت تانکرها و وسایل دریایی	۱	۰	۱



IR_m: بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت سهام کل شرکت‌ها در بورس،
 P_{m1}: شاخص قیمت در پایان دوره سه ماهه معامله سهام شرکت تازه وارد به بازار،
 P_{m0}: شاخص قیمت در ابتدای دوره معامله سهام شرکت تازه وارد به بورس در نهایت با استفاده از نتایج حاصل از معادله (۱) و (۲) و مقایسه آن‌ها می‌توان معادله (۳) را برای سنجش و آزمون فرضیه اصلی این تحقیق مورد استفاده قرار داد:
 (۳)

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

ΔIR_t تفاوت بین تغییر بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت سهام شرکت تازه وارد به بورس در مقایسه با بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت سهام کل شرکت‌های موجود در بازار در دوره متناظر با آن (۳ ماه) می‌باشد.

برای آزمون فرضیه اصلی، این تفاوت با مقدر عددی صفر مقایسه می‌شود. در صورتی که این تفاوت مخالف صفر باشد فرضیه اصلی تأیید می‌گردد. برای آزمون فرضیه‌های فرعی، درصد عرضه سهام P/E و میزان سرمایه شرکت به صورت متغیرهای همراه و نوع صنعت و زمان وارد شدن شرکت به بازار به صورت متغیرهای فاکتوری در مدل آنالیز کوواریانس

فرضیه «عکس‌العمل بیش از اندازه» که به وسیله «دی بونت و تالره (۱۹۸۵) بررسی شده بیانگر این است که افراد به انتشار اطلاعات مهم و غیر منتظره، بیش از اندازه عکس‌العمل نشان می‌دهند یعنی واکنش بازرگانی نسبت به اخبار عمومی اقتصادی و تأثیر آن در قیمت سهام فراتر از سطوح تعادلی است.

T دو نمونه‌ای، میزان معنی داری اختلاف آن‌ها بررسی شده است. تغییرات قیمت یا بازده کوتاه مدت سهام شرکت تازه وارد به بورس به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$R = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} \quad (1)$$

IR_t: بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت سهام شرکت‌های تازه وارد به بازار
 P_{i1}: قیمت در پایان سومین ماه از معامله سهام در بازار

P_{i0}: قیمت معامله شده سهام جدید در ابتدای پذیرفته شدن آن در بورس
 بازده کوتاه مدت بازار در زمان متناظر با دوره مورد استفاده برای محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت مورد نظر به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$R_m = \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}} \quad (2)$$

ردیف	نوع	۱	۲	۳	۴
۹	ساخت				
۱۰	سیم	۲	۹	۱۱	
۱۱	ذخای	۱	۱	۲	
۱۲	فروردین	۱	۲	۲	
۱۳	فازت‌سنجی	۲	۲	۲	
۱۴	کلیبر	۱	۰	۱	
۱۷	کلی غیر فلزی	۱	۲	۲	
۱۸	کلی فلزی	۱	۲	۳	
۱۹	کشادوی	۰	۱	۱	
۲۰	لاسیکو پلاستیک	۱	۱	۲	
۲۱	مرفوم و محصولات شیمیایی	۲	۱	۵	
۲۲	مصولات شیمیایی	۰	۱	۱	
۲۳	نساجی	۰	۱	۱	
۲۴	رشته‌کری	۰	۲	۲	
۲۵	وسایل اندازه‌گیری پزشکی	۱	۱	۲	
	جمع کل	۱۷	۳۵	۶۲	

نگاره ۱: طبقه‌بندی برحسب سال ورود سهام جدید به بورس تهران بر حسب صنایع مختلف

همان‌طور که اشاره شد فرضیه اصلی این تحقیق مقایسه تغییر قیمت یا بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس تهران در مقایسه با شرکت‌های دیگر موجود در بورس است. برای آزمون این فرضیه تغییر قیمت سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس در طی سه ماه از شروع فعالیت و معامله سهام آن در بازار با تغییرات قیمت کلی مطابق شاخص بورس ظرف همین مدت مقایسه و با آزمون

فرضیه اصلی این تحقیق مقایسه تغییر قیمت یا بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس تهران در مقایسه با شرکت‌های دیگر موجود در بورس است



در نگاره ۳، فراوانی زمان ورود مشاهده می‌شود که بیشترین فراوانی مرتبط به فصل پاییز و زمستان است که فراوانی هر یک به ترتیب ۲۳ و ۱۷ شرکت می‌باشد.

فصل	فراوانی	درصد
۱،۰۰	۱۰	۱۶،۱
۲،۰۰	۱۲	۱۹،۴
۳،۰۰	۱۷	۲۷،۴
۴،۰۰	۲۳	۳۷،۱
Total	۶۲	۱۰۰،۰

نگاره ۳: جدول فراوانی متغیر زمان ورود

آمار توصیفی متغیرهای همراه نگاره ۴، خلاصه‌های عددی متغیرهای همراه در بر دارنده می‌نیمیم، ماکزیمم، میانگین و انحراف استاندارد متغیرهای همراه (در صد عرضه سهام P/E و میزان سرمایه شرکت) است. همان طور که این نگاره نشان می‌دهد در سال ۸۱ و ۸۲ میانگین در صد عرضه سهام P/E و میزان سرمایه به ترتیب $۵/۹$ ، $۱۰/۲$ و $۷۲/۲$ میلیارد ریال می‌باشد.

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
percent of supply	۶۲	۰،۰	۳۸،۰۰	۵،۹۱۶۶	۶،۶۱۸۵
P.EPS1	۶۲	۲،۵۷	۳۸،۰۰	۱۰،۱۸۷۹	۸،۴۲۷۵
capital	۶۲	۳،۰۰	۵۰۰،۰۰	۷۲،۴۴۶۹	۹۲،۴۴۲۲
Valid N (listwise)	۶۲				

نگاره ۴: آمار توصیفی خلاصه‌های عددی متغیرهای همراه

در نگاره ۲، فراوانی متغیر نوع صنعت مشاهده می‌شود که شرکت‌های وارد شده به بورس در سال‌های ۸۱ و ۸۲ مربوط به ۲۳ صنعت و بیشترین فراوانی مربوط به صنعت سیمان است (۱۱ شرکت، ۱۷/۷٪ از کل).

	فراوانی	درصد
برقی	۴	۶،۵
تجهیزات	۲	۳،۲
ساخت تولیدیون و وسایل ارتباطی	۱	۱،۶
ساختن	۵	۸،۱
سیمان	۱۱	۱۷،۷
چغایی	۲	۳،۲
فلزات اساسی	۴	۶،۵
کامپیوتر	۱	۱،۶
کانی فلزی	۳	۴،۸
لاستیک و پلاستیک	۲	۳،۲
مواد و محصولات شیمیایی	۵	۸،۱
وسایل اندازه گیری پزشکی	۲	۳،۲
استخراج ذغال سنگ	۱	۱،۶
بنگها	۲	۳،۲
حمل و نقل	۱	۱،۶
خودرو	۳	۴،۸
ساخت محصولات فلزی	۱	۱،۶
فرآورده نفتی	۲	۳،۲
کفی غیر فلزی	۲	۳،۲
کنشورزی	۱	۱،۶
محصولات شیمیایی	۱	۱،۶
نساجی	۱	۱،۶
واسطه گری	۲	۳،۲
Total	۶۲	۱۰۰،۰
System	۰	
Total	۶۲	

نگاره ۲: جدول فراوانی متغیر نوع صنعت

وارد و تأثیر آن‌ها بر روی متغیر وابسته اصلی بررسی شده است. هم‌چنین برای سنجش اثر متغیر فاکتوری نوع صنعت از طبقه‌بندی بورس اوراق بهادار استفاده شده است. بر این اساس شرکت‌های نمونه تحقیق به ۲۵ صنعت مختلف دسته‌بندی شده‌اند.

برای بررسی تأثیر زمان وارد شدن شرکت‌ها به بورس بر روی متغیر وابسته اصلی، سال شمسی به چهار فصل تقسیم بندی شده است و شرکت‌های وارد شده در فصول مشابه در طبقه بندی یکسان مورد بررسی قرار گرفته‌اند. دلیل تقسیم بندی سال به چهار فصل ویژگی‌های خاص هر کدام از این فصول و تأثیر آن‌ها بر روی فعالیت شرکت می‌باشد. برای مثال معمولاً در فصل زمستان موقع بستن دفاتر و تصفیه حساب‌های شرکت است. در حالی که فصل بهار معمولاً شرکت‌ها درگیر حسابرسی صورت‌های مالی، تشکیل مجامع و تسلیم اظهارنامه مالیاتی هستند. بدیهی است این زمان‌بندی می‌تواند با توجه به ویژگی‌ها و شرایط مختلف حاکم بر بازار و اقتصاد کشور تغییر کند و ممکن است در شرایط دیگر و در بازارهای دیگر از زمان‌بندی‌های دیگر در این رابطه استفاده شود.

یافته‌های تحقیق

برای بررسی تأثیر زمان وارد شدن شرکت‌ها به بورس بر روی متغیر وابسته اصلی، سال شمسی به چهار فصل تقسیم بندی شده است و شرکت‌های وارد شده در فصول مشابه در طبقه بندی یکسان مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

	Industry group	Huber's M-Estimator	Tukey's Biweight	Andrew's Wave
RETURN	برقی	۳۳۸۵۰۰	۳۹,۲۱۸۲	۳۹,۲۱۷۵
	تجهیزات	۲۲,۸۸۱۶	۶,۸۲۵۶	۶,۸۱۲۱
	ساختن	۲۷,۱۷۶۸	۲۱,۸۷۷۰	۲۱,۸۰۶۲
	سیمان	۶۱۲۲-	۲,۲۰۲۸	۲,۲۳۲۶
	ظایر	۳۰,۱۲۵۰-	۳۰,۱۲۵۰-	۳۰,۱۲۵۰-
	فراوات اساسی	۱۰,۸۲۵۰	۱۲,۶۲۷۷	۱۲,۶۲۷۸
	کالی ملزی	۲۲,۳۱۸۷	۷۵۸۰۰۰	۷۵۸۰۰۰
	لاستیک و پلاستیک	۱۲,۱۱۰۰-	۱۲,۱۱۰۰-	۱۲,۱۱۰۰-
	مواد و محصولات شیمیایی	۹,۱۸۹۹	۸۲۲۲-	۸۲۲۲-
	وسایل اندازه گیری پزشکی	۱۵,۱۱۵۰	۱۵,۱۱۵۰	۱۵,۱۱۵۰
	بانکها	۵۵,۲۲۰۰	۵۵,۲۲۰۰	۵۵,۲۲۰۰
	غذود	۹,۶۲۷۲-	۱۱,۲۵۸۱-	۱۱,۳۱۶۸-
	فراورده نفتی	۱۰,۲۲۰۰	۱۰,۲۲۰۰	۱۰,۲۲۰۰
	کالی غیر فلزی	۲,۲۲۵۰	۲,۲۲۵۰	۲,۲۲۵۰
	واسطه گری	۶۱,۱۶۵۰	۶۱,۱۶۵۰	۶۱,۱۶۵۰

نگاره ۹: بازده به تفکیک صنایع

نتایج تحقیق

خلاصه نتایج تحقیق (نگاره ۱۰) به شرح

زیر قابل ارائه است:

فرضیه اصلی: تأیید فرضیه اصلی نشان می‌دهد که قیمت سهام در معاملات آتی به طور معنی داری از قیمت در عرضه اولیه سهام متفاوت بوده است. بررسی نشان می‌دهد که در عرضه‌های اولیه تقاضای خرید بسیار بیشتر از عرضه بوده است و یکی از مشکلات در بورس اوراق بهادار تهران نحوه تخصیص عرضه‌های اولیه است.

فرضیه فرعی الف: رد فرضیه فرعی الف (تأثیر در صد عرضه سهام در اختلاف قیمت مربوط) بیانگر آن است که در صد عرضه سهام تأثیری در اختلاف قیمت بین عرضه اولیه و معاملات آتی ندارد.

فرضیه فرعی ب: بررسی داده‌ها در حالت کلی هم تأثیر میزان p/e شرکت در بازار غیر عادی را تأیید می‌کند و رابطه معکوسی را بین این دو متغیر نشان می‌دهد. به این معنی که هرچه p/e شرکت بیشتر باشد سرمایه‌گذار انتظار رشد کمتری را برای آن سهم دارد و قیمت کمتری را برای آن سهم تعیین می‌کند.

فرضیه فرعی پ: تأیید این فرضیه به این معنی است که سرمایه‌گذاران در خریداری سهام به میزان سرمایه شرکت به عنوان معیاری برای اعتبار و میزان مخاطره شرکت می‌نگرند و سهام شرکتی را ترجیح می‌دهند

آن تفاوت معنی داری وجود ندارد. فرض صفر پنجم: بین اختلاف قیمت موجود در قیمت سهام شرکت‌ها در در زمان ورود و قیمت‌های بعدی آن بین شرکت‌های مختلف وارد شده به بازار در زمان‌های مختلف سال، تفاوت معنی داری وجود ندارد.

نتایج آزمون معنی داری اثر هر یک از فرضیه‌های فرعی بالا در سالهای ۸۱ و ۸۲ در نگاره ۶ خلاصه شده است:

نام اثر	مقدار آماره F آزمون	میزان یا معنی مشاهده شده	H ₀	H ₁
اثر در صد عرضه سهام	۰,۰۹	۰,۲۶۹	قبول	رد
اثر P/E	۱۶,۱۹۲	۰,۰۰۱	رد	قبول
اثر سرمایه	۱۹,۷۰۱	۰,۰۰۱	رد	قبول
اثر نوع صنعت	۱۱,۸۷۹	۰	رد	قبول
اثر زمان ورود	۱۲,۸۴۷	۰	رد	قبول
اثر متقابل دو فاکتور	۱۵,۸۳۲	۰	رد	قبول

نگاره ۶: نتایج آزمون معنی داری اثر فرضیه‌های فرعی
همچنین نتایج آزمونها طبق نگاره ۷ نشان می‌دهد همبستگی درصد عرضه سهام و p/e شرکت با میزان بازده عرضه اولیه معکوس است و میزان سرمایه نسبت مستقیم با بازده دارد.

	RETURN	RETURN
Pearson Correlation	۰,۰۰۱	۰,۰۰۱
N	۲۲	۲۲
Pearson Correlation	-۰,۲۵	-۰,۲۵
N	۲۲	۲۲
Pearson Correlation	-۰,۱۸	-۰,۱۸
N	۲۲	۲۲
Pearson Correlation	۰,۲۰	۰,۲۰
N	۲۲	۲۲

نمایه ۷: میزان همبستگی متغیرهای مستقل با بازده
نگاره ۸: مربوط به میزان بازده هر فصل است که طبق آن بیشترین بازده در فصل زمستان بوده است.

time of entrance	Huber's M-Estimator	Tukey's Biweight	Andrew's Wave
RETURN	۱,۰۰۰	۲,۸۳۲	۸,۰۰۱
	۳,۰۰۰	۳,۱۲۸	۲,۳۷۵
	۳,۰۰۰	۷,۸۷۱	۵,۱۲۳
	۳,۰۰۰	۱۸,۸۲۷	۱۱,۳۷۱

جدول نگاره ۸: مقایسه بازده به تفکیک فعل سال

در نگاره ۹ بازده صنایع مشخص شده است. ملاحظه می‌شود که بیشترین بازده به ترتیب مربوط به صنایع واسطه گری مالی، بانکها و لوازم برقی بوده است.

آزمون فرضیه‌ها

۱- آزمون فرضیه اصلی:

فرض صفر و فرض یک فرضیه اصلی به صورت زیر تعریف می‌شود:

H₀: قیمت سهام در اولین عرضه سهام شرکت، برابر (نزدیک) قیمت آن در معاملات آتی می‌باشد.

H₁: قیمت سهام در اولین عرضه سهام شرکت، برابر (نزدیک) قیمت آن در معاملات آتی نمی‌باشد.

نتایج مقایسه میانگین بازده دو جامعه آماری (بازده شرکت‌های جدید و بازده شرکت‌های قدیم) در نگاره ۵ خلاصه شده است.

مقدار آماره آزمون F	میزان یا معنی بدست آمده	فواصل در مورد H ₀	فواصل در مورد H ₁
۲۲۲/۲	۰,۱۶/۰	قبول	رد

نگاره ۵: نتایج مقایسه میانگین بازده دو جامعه آماری

نتیجه آزمون فرضیه اصلی نشان می‌دهد که قیمت سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام، با قیمت آن در معاملات آتی تفاوت معناداری دارد. یعنی فرضیه اصلی تحقیق تأیید می‌شود.

۲- آزمون فرضیه‌های فرعی

الف) اثر متغیرهای همراه:

فرض صفر برای بررسی اثر متغیرهای همراه بر روی متغیر وابسته، به صورت زیر بیان می‌شود:

فرض صفر اول: در صد سهام عرضه شده شرکت تأثیری در اختلاف بین قیمت سهام در عرضه اولیه با قیمت‌های بعدی ندارد.

فرض صفر دوم: میزان p/e شرکت، تأثیری در اختلاف بین قیمت سهام در عرضه اولیه با قیمت‌های بعدی ندارد.

فرض صفر سوم: میزان سرمایه شرکت تأثیری در اختلاف بین قیمت سهام در عرضه اولیه با قیمت‌های بعدی ندارد.

ب) اثر متغیرهای فاکتور:

فرض صفر برای بررسی اثر متغیرهای فاکتور بر روی متغیر وابسته به صورت زیر بیان می‌شود:

فرض صفر چهارم: بین اختلاف قیمت موجود در قیمت سهام شرکت صنایع مختلف در زمان ورود و قیمت‌های بعدی

که سرمایه بالاتری دارد. به عبارت دیگر سرمایه با میزان بازده نسبت مستقیم دارد. فرضیه فرعی ج: تأیید این فرضیه به معنای آن است که نوع صنعت در اختلاف قیمت بین عرضه اولیه و معاملات آتی مؤثر است. در نمونه مورد بررسی بیشترین بازدهی در صنعت واسطه گری مالی با بازدهی ۶۱ درصد مشاهده شد.

فرضیه فرعی د: بررسی داده های ترکیبی دو سال فرضیه تأثیر زمان ورود شرکتها بر اساس فصل را تأیید کرد. هم چنین نتایج نشان داد که بیشترین بازدهی عرضه های اولیه در فصل زمستان بوده است.

فرضیهها / آزمونها	دو نمونه ای t	تحلیل کوربیتس
فرضیه اصلی	تأیید	-----
فرضیه تأثیر درصد عرضه	---	رد
فرضیه تأثیر میزان P/E	---	تأیید
فرضیه تأثیر میزان سرمایه	---	تأیید
فرضیه تأثیر نوع صنعت	---	تأیید
فرضیه تأثیر زمان ورود	---	تأیید

نگاره ۱۰: نتایج تحقیق در حالت کلی وجود بازده غیر عادی در عرضه اولیه دلایل متعددی دارد که از جمله می توان به دلایل زیر اشاره کرد:

- ۱- اگر بازده این گونه سهام بالاتر از بازده عادی بورس نباشد به دلیل نا آشنا بودن مردم با سهم جدید تمایل زیادی برای خرید آن سهم به وجود نمی آید و ممکن است سهم جدید به فروش نرود
- ۲- با قیمت گذاری پایین تر از واقع سهم جدید آن سهم در نزد مردم جذاب شده و گردش آن در بازار بیشتری شود و بازار را به حرکت در می آورد.
- ۳- معمولاً در عرضه اولیه درصد کمی از سهام شرکت به بازار عرضه می شود. هر چند عرضه کننده با قیمت گذاری کمتر از واقع دچار زیان می شود. بعد از افزایش رضایت بخش قیمت سهام در صد بیشتری را با قیمت بالاتر عرضه و سود حاصل زیان اولیه را جبران می کند. اگر خلاف این موضوع اتفاق افتد ممکن است در عرضه اولیه سودی حاصل شود ولی بنا به تجربه و به احتمال زیاد قیمت سهام در روزهای بعد کاهش پیدا می کند و زیان بیشتری نسبت به

سود عرضه اولیه عاید می شود.

پیشنهادها

- ۱- عمده ترین مشکلی که در دوره تحقیق مشاهده شد نحوه تخصیص عرضه اولیه توسط کارگزاران بود. به خاطر کم بودن عرضه سهام در عرضه اولیه، کارگزاران عرضه های اولیه را فقط به دوستان و آشنایان تخصیص می دهند و افراد عادی از عرضه های اولیه سهمی ندارند و این موضوع موجب تفکر منفی سهامداران در مورد سیستم معاملات بورس و دفع آن ها از بورس می شود. برای جلوگیری از این معضل که موجب فرار سرمایه های کوچک از بورس می شود (با در نظر گرفتن این موضوع که یکی از اهداف مهم بورس اوراق بهادار، گسترش فرهنگ سهامداری و جذب



طی دوره ۲ ساله مذکور در بورس تهران، سهام ۶۵ شرکت جدید برای اولین بار مورد معامله قرار گرفته است که تعداد شرکت های تازه وارد در سال ۱۳۸۲ چند برابر شرکت های تازه وارد سال ۱۳۸۱ است و این موضوع نشان دهنده رونق بازار و گسترش مناسب آن در این سال می باشد

سرمایه های کوچک می باشد) ضروری است سازمان بورس نظارت بیشتری بر نحوه تخصیص سهام اعمال کند.

- ۲- از آنجا که سازمان بورس اوراق بهادار در برنامه های آتی خود به پذیرش شرکتها و افزایش ارزش ریالی بورس توجه دارد، لازم است در پذیرش شرکتها عوامل مؤثر بر قیمت سهام را مورد توجه قرار دهد و با اطلاع رسانی صحیح و بموقع شرایطی را فراهم آورد که قیمت اولیه سهام این شرکتها با ارزش ذاتی آن فاصله زیادی نداشته باشد.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- ۱- بررسی دلایل بالاتر بودن بازده در عرضه اولیه نسبت به بازده عادی بورس و منطقی

بودن آنها.

- ۲- بررسی تأثیر عوامل برون زا (متغیر های کلان اقتصادی مانند نرخ تورم، نرخ ارز، میزان جذب سرمایه گذارهای خارجی و عوامل سیاسی و اجتماعی و...) بر عرضه اولیه سهام.

- ۴- بررسی روشهای قیمت گذاری سهام و مقایسه آن با روش جاری.

منابع و مآخذ

- اتاچاریا، گوری ک و ریچارد جانسون. ۱۳۶۹. مفاهیم و روش های آماری ۲ جلد، ترجمه ابن شهر آشوب و فتاح میکائیلی. تهران: مرکز نشر دانشگاهی.
- دموری، داریوش. ۱۳۸۱. شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تحلیل روابط متقابل این عوامل. پایان نامه دکترا، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران
- دوانی، غلامحسین. ۱۳۸۱. بورس سهام و نحوه قیمت گذاری سهام. نشر نخستین، چاپ دوم.

سالنامه های سازمان بورس و اوراق بهادار تهران. سالهای ۱۳۷۳ تا ۱۳۸۳.

- طالبی، قدرت ۱۳۷۴. تحقیقی پیرامون مشکلات روشهای قیمت گذاری سهام شرکت های مشمول خصوصی سازی و پیشنهاد یک روش مناسب برای آن. پایان نامه دکترا، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

عبدالهزاده ۱۳۷۰ بررسی روش های قیمت گذاری سهام. پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

- فرهادی، مهین ۱۳۸۱. بررسی تحلیلی قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم اداری دانشگاه شهید بهشتی

- گزارشات ماهانه سازمان بورس و اوراق تهران. از ابتدای سال ۱۳۷۳ تا انتهای سال ۱۳۸۳

stein and IVO , Welch, 1993. An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings.

Journal of Financial Economics, 34, PP. 153 - 175.

Levis , Marlo., 1993. The Long - run Performance of Initial Public Offerings : The UK Experience 1980 - 1988. Financial Management, VOL 22 , NO.1 , PP. 28 - 41.

Loughran , Tim and Jay R., Ritter, 1995. The New Issues Puzzle Journal of Finance, VOL. 50 , No. 1 , PP. 23 - 51

Ritter , Jay R. , 1991. The Long - run Performance of Initial public Offerings, Journal of Finance, VOL. 46 , No. 1 , PP. 3 - 27.

Ritter , Jay R. , 1984. The Hot Issues Market of 1980. Journal of Business, VOL. 57 NO , 2 PP. 215 - 240.

Rock J., 1986 , Why New Issues Are Underpriced, Journal of Financial Economics, 15, PP. 187 - 212.

Tinic , Seha M., 1988. Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock, Journal of Finance, XL III, No. 4 ,PP. 789 - 822.

Welch , Iv., 1989. Seasoned Offerings , Imitation Costs , and the Underpricing of Initial Public Offerings, Journal of Finance, VOL.

XLLV, No. 2 , PP. 421 - 446.

1) Alexander Graham , " Security Analysis , Newyork , Mc Graw - Hill - 3rd Ed " , PP. 220.

2) Andrew Walford , (The effects of the Accuracy of the price - Earnings Valuation Method " Journal of Accounting Research , 1922) : p96.

3) MS Leclair I., " Valuing the closely - Held Corporation " , (Accounting Horizon, 1990 , PP.31 - 42.)

4) Andrews Oppong , " Price - earnings research and the emerging capital Markets , (International Journal of accounting , 1993 , PP. 71-7.)



De Bondt, Werner F.M. and Theler, 1985.

Richard Does the Stock Market Overreact?, Journal of Finance, Vol. 40 , No.3, PP. 793 - 808

Garfinkel , Jon A., 1993. Initial public Offerings , Under pricing , Insider Selling and subsequent Equity Offerings : Is Under pricing a Signal of Quality ? , Financial Management, PP. 74 - 83.

Grinblatt , Mark and Hwang , Chuan Yang, 1989. Signaling and pricing of New Issues, Journal of Finance, Vol. XLIV ,No.2 ,PP. 393 - 417.

Ibbotson , Roger G. and Jaffe , Jeffrey, 1975. Hot Issues Markets, Journal of Finance, VOL , XXX I, NO. 4 , PP. 1027-1042.

Jegadeesh , Narasimhan , Mark Wein-

Allen Franklin and R. , Faulhaber,

1989. Gerald. Signaling by Underpricing in the IPO Market, Journal of Financial Economics, 23, PP. 303-323

Banz , R.W., 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks, Journal of Financial Economics, PP. 3-18.

Baron, D.P., 1981. A Model of Demand for investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, Journal of Finance, 37 PP.955- 976.

Chalk, A.J and J.w., Peavy, 1987. Why You'll Never Get a " Hot " New Issue, AAI Journal, PP. 16 - 20.