

## عملکرد تأثیرگذاری عرضه‌های اولیه سهام بر افزایش شاخص بورس اوراق بهادار تهران بین تاریخ‌های ۱۳۸۷/۰۹/۱۶ -

تاریخ دریافت مقاله: بهمن ۱۳۹۳

۱۳۹۲/۰۹/۱۶

تاریخ پذیرش مقاله: اردیبهشت ۱۳۹۴

اسماعیل حسن پور قروچچی،<sup>۱</sup> مرتضی غزنده

استادیار. گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی قشم، قشم، ایران. Email: dresmaeilhasanpour@gmail.com

مسئول مکاتبات. دانش آموخته کارشناس ارشد مدیریت مالی. دانشگاه آزاد اسلامی واحد قشم، قشم، ایران. Email: ghazandeh@yahoo.com

## چکیده

هدف این پژوهش، بررسی عملکرد تأثیرگذاری سهام عرضه‌های اولیه (IPO) بر رشد شاخص بورس اوراق بهادار در مقایسه با سایر سهام موجود در بورس (OSD) در بازه زمانی تحقیق می‌باشد تا از این طریق فرصت‌ها و یا تهدیدهای سرمایه‌گذاری بر روی این سهام تازه وارد به بورس در دوره‌های مختلف بعد از ورودشان به این بازار شناسایی گردد. این تحقیق از نظر هدف یک تحقیق توصیفی علی، از نظر نتیجه یک تحقیق کاربردی، از نظر نوع داده‌ها یک تحقیق کمی و از نظر محل اجرا یک تحقیق کتابخانه‌ای می‌باشد. بازه زمانی پژوهش، یک بازه زمانی پنج ساله بعد از تاریخ تغییر فرمول محاسبه شاخص بورس بوده و جامعه آماری نیز شامل ۲۲ شرکت از شرکتهایی است که سهام شان در بازه زمانی تحقیق برای اولین بار در بازار بورس اوراق بهادار تهران عرضه و مورد معامله قرار گرفته اند.

در راستای تحقق اهداف پژوهش، یک فرضیه اصلی و دو فرضیه فرعی جهت بررسی موضوع در کل بازار و همچنین در هر گروه صنعت، تدوین شد. داده‌های آماری تحقیق (داده‌های مربوط به معاملات سهام هر شرکت) بوسیله نرم افزار ره آورد نوین ۳ از آرشیو اطلاعات سازمان بورس اوراق بهادار استخراج و بعد از ترکیب داده‌ها با یکدیگر، جهت آزمون فرضیه‌ها با توجه به اطلاعات بدست آمده، از روش آزمون t دو نمونه‌ای در محیط نرم افزار SPSS استفاده شد که نتایج حاصل، بیانگر وجود اختلاف معنادار مثبت بین عملکرد تأثیرگذاری سهام عرضه اولیه بر شاخص کل قیمت، با سایر سهام موجود در بورس و همچنین وجود اختلاف معنادار مثبت بین عملکرد تأثیرگذاری سهام عرضه اولیه بر شاخص کل قیمت با سایر سهام موجود در گروه صنعت، در بازه‌های زمانی شش ماه و کمتر، می باشد ولی در بازه های زمانی نه ماه و بیشتر، عدم اختلاف معنادار مثبت مشاهده گردید. بنابراین به نظر می‌رسد سهام عرضه های اولیه موقعیت سرمایه گذاری مناسب تری نسبت به دیگر سهام را در کوتاه مدت (کمتر از ۶ ماه) دارا می‌باشند و همچنین می‌توان گفت که سهام IPO در مقایسه با دیگر سهام موجود در بورس، در تغییرات شاخص بورس سهم بیشتری داشته‌اند و هر چه سرمایه شرکت IPO بیشتر باشد این اختلاف معنادار بیشتر به چشم می‌آید.

واژه‌گان کلیدی: بورس اوراق بهادار، شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار، سهام IPO (عرضه‌های عمومی اولیه سهام)، تأثیر بر شاخص هر سهم (IOD)، عملکرد تأثیر گذاری بر شاخص قیمت کل (OPER).

## مقدمه

فعالیت بازار بورس ایران نشان می‌دهد که فعالیت این بازار در عمل کارا نیست. یکی از این موارد عدم کارایی در بازار بورس اوراق بهادار تهران، در رابطه با قیمت گذاری سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام آنها (IPO)<sup>۴</sup> در بورس اوراق بهادار است که باعث شده برخی از افراد بتوانند با خرید سهام این شرکت‌ها بازدهی غیر عادی بدست آورند (عبده تبریزی و دموری، ۱۳۸۲: ۲۵). در برخی از تحقیقات گذشته نیز به این نکته اشاره شده که در عرضه‌های اولیه سهام، پدیده‌ی ارزان فروشی و در برخی نیز پدیده‌ی گران فروشی سهام وجود داشته که این امر در نهایت موجب تغییر غیر عادی قیمتی این سهام و همچنین تغییرات غیر عادی شاخص کل بورس اوراق بهادار می‌گردد و این امر ممکن است سرمایه گذاران بالقوه‌ای را که می‌خواهند وارد بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار شوند و از طرفی تنها معیار پر بازده بودن سرمایه‌گذاری در بورس را تغییرات شاخص بورس<sup>۵</sup> می‌دانند، به اشتباه اندازه‌د. در این تحقیق با در نظر قرار دادن غیر کارا بودن این بازار و شاخص بورس در ایران، به بررسی میزان تأثیر این افزایش و یا حتی کاهش غیر عادی قیمت‌های سهام پس از عرضه اولیه آنها در بورس، بر روی شاخص قیمت کل بازار بورس اوراق بهادار

در یک جامعه نرمال فرض بر این است که افراد همواره در پی بالا بردن رفاه خویش و کسب منفعت هستند. افراد درآمد‌های خود را پس انداز نموده و سعی می‌نمایند که این پس اندازهای خود را در محل‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که با توجه به میزان ریسکی که می‌پذیرند بیشترین بازده را از آن حاصل نمایند به عبارتی می‌توان گفت هدف هر سرمایه گذار، افزایش یا حداقل حفاظت از سرمایه مالی خویش است<sup>۱</sup>.

یک بازار سرمایه مطلوب بازاری است که کارا باشد، به این معنی که در یک بازار سرمایه کارا<sup>۲</sup> قیمت تعیین شده برای سهام و یا اوراق بهادار یک شرکت، نشان دهنده‌ی کلیه عوامل و اطلاعات در دسترس مربوط به آن شرکت است که در این صورت، دیگر بدست آوردن بازده فوق العاده<sup>۳</sup> (غیر عادی) و بازدهی بیش از بازدهی عادی و یا در گاهی موارد کمتر از بازدهی عادی میسر و ممکن نخواهد بود و انتظار بر این است که عواید حاصل از سرمایه گذاری تقریباً یکنواخت و به صورت نرمال باشد. در هر حال شواهد امر در رابطه با روند

<sup>۱</sup> Jensen, M., 1968, The performance of mutual fund in the period: 1945-1964, journal of finance, PP. 389-416

<sup>۲</sup> efficient market

<sup>۳</sup> abnormal return

<sup>۴</sup> initial public offering

<sup>۵</sup> شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار

کدام از سهام این شرکتها را بر شاخص بورس مشخص نمی‌نماید و این در حالی است که تعدادی از سهام تاثیر مضاعفی بر شاخص دارند و به بیانی شاخص سازند و تعدادی نیز تاثیر ناچیز و حتی دارای تاثیر منفی بر شاخص بورس می‌باشند. از طرفی در تحقیقات گذشته رشد غیر عادی قیمت سهام عرضه اولیه و بواسطه آن تاثیرگذاری مضاعف این شرکتها بر شاخص بورس به اثبات رسیده است. بنابراین اهمیت موضوع از آنجا است که موقعیت های سرمایه‌گذاری بر روی این سهام تازه وارد در بازه‌های زمانی مختلف بعد از عرضه شان در بورس، مشخص گردد و همچنین میزان تاثیر پذیری شاخص، از این شرکتها مشخص گردد.

#### ادبیات تحقیق:

بورس اوراق بهادار: به معنی یک بازار متشکل و رسمی سرمایه است که در آن خرید و فروش سهام شرکتها یا اوراق قرضه دولتی یا موسسات معتبر خصوصی، تحت ضوابط و قوانین و مقررات خاصی انجام می‌شود. سرمایه‌گذاری در بورس دارای مزیت‌هایی نسبت به سایر بازارهای سرمایه، برای افراد سرمایه گذار می باشد که از آن بین می توان به نبود حد سرمایه، قابلیت نقد شوندگی با، بازده بالاتر نسبت به بازارهای مشابه، با در نظر گرفتن ریسک بهینه، تب گسترش این بازار، تنوع در ایجاد سود و ظرفیت های باز موجود اشاره نمود. همچنین ورود به بورس برای شرکتها نیز دارای مزایایی از قبیل استفاده از معافیت های مالیات، امکان افزایش سرمایه آسان و ارزان، تسهیل در انتشار اوراق قرضه، به روز رسانی ارزش واقعی شرکت، کسب وجهه و اعتبار، تسهیل در امر فعالیت‌هایی نظیر جذب و ادغام، می‌باشد.

شاخص بورس اوراق بهادار TEPIX: نشانگر سطح عمومی قیمت‌های سهام موجود در بورس می‌باشد و برای محاسبه آن، یک سال را به عنوان سال مبنا یا پایه فرض کرده و پس از تقسیم ارزش جاری بر ارزش مبنا (ارزش سال پایه)، آن را در عدد 100 ضرب می‌نمایند. عدد بدست آمده، شاخص آن گروه یا دسته مورد نظر را به ما نشان می‌دهد. بنابراین شاخص کل قیمت، شاخصی از نوع میانگین حسابی با وزنی‌هایی برابر ارزش بازاری سهام شرکت هاست و روش محاسبه آن بر اساس فرمول لاسپیترز انجام می‌گیرد.

$$TEPIX = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} Q_{it}}{D_t} \times 100$$

Pit = قیمت شرکت i ام در زمان t

qit = تعداد سهام منتشره شرکت i ام در زمان t

Dt = عدد پایه در زمان t که در زمان مبدأ برابر  $\sum P_{io} Q_{io}$  بوده است و در بورس اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۶۹/۱/۱ که زمان محاسبه شاخص برای اولین بار است ۱۰۰ و در تاریخ ۱۳۸۷/۰۹/۱۶ با تغییراتی که در فرمول محاسبه شاخص ایجاد شد عدد پایه ۱۰۰۰۰ در نظر گرفته شد.

پرداخته و مقایسه‌ای بین سهام IPO با سایر سهام موجود در بورس اوراق بهادار خواهیم داشت و سعی بر آن است که این مقایسه تا حد امکان واقعی باشد و از خطاهای مقایسه‌ای جلوگیری شود. در تحقیق حاضر هر جا سخن از شاخص بورس است منظور شاخص قیمتی کل بورس اوراق بهادار بوده و همچنین منظور از OSD، سایر سهام موجود در بورس اوراق بهادار و یا در یک گروه صنعت، به جز سهام IPO در بازه زمانی مورد نظر می‌باشد.

#### بیان مسأله پژوهش

یک بازار سرمایه مطلوب، باید بتواند به سرمایه گذاران بالقوه این اطمینان را بدهد که در بلند مدت سرمایه آنها افزایش خواهد یافت و این افراد نیز جهت اطمینان از این امر و مقایسه نمودن آن با سایر بازارها به اطلاعات گذشته آن بازار مراجعه می‌کنند. رایج‌ترین اطلاعاتی را که سرمایه گذاران در مورد گذشته بورس به عنوان یک بازار سرمایه مورد استفاده قرار می‌دهند اطلاعات مربوط به شاخص قیمت کل بورس است ولیکن این نکته همواره نادیده گرفته می‌شود که اطلاعات مربوط به شاخص بورس در یک تاریخ معین، بیانگر تغییرات قیمتی تمامی سهام شرکت‌های موجود در بورس در زمان استخراج آن اطلاعات است و میزان تأثیر هر کدام از سهام شرکت‌ها را در تغییر شاخص بورس نمایان نمی‌کند و همچنین بنا به تحقیقاتی که در گذشته صورت پذیرفته این امر مشهود است که هر یک از سهام (شرکتها) در تاثیرگذاری بر شاخص، روند نرمال و مشابه با سایر سهام را طی نخواهند نمود که در این بین سهام شرکت‌هایی که برای اولین بار در بورس مورد معامله قرار می‌گیرند حداقل در کوتاه مدت تاثیر مضاعفی را بر شاخص بورس (ضمن در نظر قرار دادن نسبت ارزش بازار هر شرکت) نسبت به سایر سهام موجود در بورس داشته‌اند و به اصطلاح شاخص ساز هستند، بنابر این به راحتی می‌توان نتیجه گرفت که شاخص نمی‌تواند در مورد سهام‌های جدیدی که در آینده به جمع سهام موجود اضافه می‌شوند قضاوتی داشته باشد لذا در این تحقیق بدنبال بیان نحوه عملکرد تاثیر گذاری سهام عرضه اولیه (IPO) بر شاخص بورس در مقایسه با سایر سهام موجود می‌باشیم تا از این طریق ضمن تایید یا رد شاخص ساز بودن سهام عرضه اولیه، فرصتها و یا تهدیدهای سرمایه‌گذاری بر روی این سهام تازه وارد را شناسایی و معرفی نماییم.

#### اهمیت و ضرورت پژوهش:

بطور معمول افراد سرمایه گذار بالقوه، شاخص کل بورس اوراق بهادار را به عنوان مبنایی برای مقایسه با دیگر بازارها در نظر می‌گیرند ولیکن بر این معیار همواره ایراداتی وارد شده است زیرا شاخص بورس اوراق بهادار بیانگر تغییرات قیمتی سهام تمامی شرکت‌های موجود در بورس می‌باشد و تاثیر هر

۶ مخفف عبارت Other Stocks drawn و به معنی سایر سهام موجود (بجز سهام IPO) می باشد

Pio = قیمت شرکت i ام در زمان مبدأ

qio = تعداد سهام منتشر شده شرکت i ام در زمان مبدأ

n = تعداد شرکت هایی که مشمول شاخص می باشند.

همانگونه که از فرمول فوق مشخص است، تعداد سهام منتشره شرکتها معیار وزن دهی در شاخص مزبور است که این امر منجر به تأثیر بیشتر شرکت های بزرگ در شاخص شده و در مواردی این امکان وجود دارد که شرکت های کوچک عملاً شاخص وزنی را متأثر نکنند. بنابراین باید این نکته را همیشه مد نظر قرار داد که یک شاخص، سطح عمومی تغییرات در یک طبقه از متغیرها را نشان می دهد و کاهش یا افزایش آن

لزوماً بیانگر صعود یا نزول تمامی اعضای آن طبقه نیست و چه بسا در آن واحد بخشی از اعضا با افزایش و بخشی دیگر با کاهش روبرو باشند.

نحوه محاسبه شاخص بورس اوراق بهادار در سیستم جدید:

بورس اوراق بهادار در تاریخ ۱۳۸۷/۰۹/۱۶ نحوه ی محاسبه شاخص را تغییر داد و از آن تاریخ به بعد برای محاسبه شاخص از روش جدید استفاده می نمایند. در محاسبه شاخص در سیستم PFI2 ویژگیهای زیر وجود دارد:

تعداد شاخص های محاسبه شده بر حسب فرمول:

base level = (۱,۰۰,۱۰۰) عدد پایه ی شاخص

$X_i$  = قیمت، که می تواند ۶ حالت داشته باشد،

n = تعداد نمادها

b = پایه

a = ضریب برای کاربردهای بعدی

$Nos_i$  = تعداد سهام شرکت،

$adj_1$  = برای کاربردهای بعدی مورد استفاده قرار می گیرد

$adj_2$  = تعدیل در شاخص،

$ff_i$  = ضریب آزاد شناور

capping factor =  $cp_i$

برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می نماید<sup>۷</sup> و پیش از این، سهام این شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران وجود نداشته است (عبده تبریزی، دموری، ۱۳۸۲). این شرکتها تازه تأسیس نبوده و حداقل دارای ۳ سال سابقه فعالیت می باشند (زارعی، ۱۳۸۳). اولین عرضه عمومی، به روش های مختلفی صورت می پذیرد که مهم ترین آنها ((عرضه عمومی به قیمت ثابت<sup>۸</sup>، عرضه عمومی به روش حراج<sup>۹</sup>، عرضه عمومی به روش حراج هلندی<sup>۱۰</sup>، ثبت دفتری<sup>۱۱</sup>، و روش های نوین اینترنتی)) می باشند که انتخاب هر کدام از آنها، بسته به قوانین، در کشورهای مختلف، متفاوت است.

در ارتباط با IPO منظور از کشف قیمت، تعیین قیمت نقدی<sup>۱۲</sup> سهام منتشر شده است. از آن جا که در اولین عرضه پیشینه قیمتی وجود ندارد، لذا قیمت گذاری عرضه اولیه، عامل کلیدی موفقیت یا عدم موفقیت یک IPO است و مولفه مهم تعیین قیمت مطلوب نیز، بازده روز اول<sup>۱۳</sup> می باشد (کانکو و پتوی<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۳).

صرف نظر از روش انتخابی جهت تعیین قیمت عرضه عمومی اولیه سهام، طبق اظهارات مسئولین و کارشناسان بورس تهران، پایه اصلی قیمت گذاری سهام، سود هر سهم آن شرکت می باشد<sup>۱۵</sup>. در بورس تهران جهت قیمت گذاری سهام شرکتها از دو روش خرده فروشی و عمده فروشی استفاده می نماید زیرا عقیده دارند که هدف سرمایه گذاران از خرید سهام جزء (کمتر از ۵٪) و سهام کل (بالاتر از ۵٪) متفاوت می باشد و

می توان با تغییر پارامترها شاخصهای مختلفی همچون شاخص لاسپیرز، شاخص آزاد شناور، شاخص داوجونز و سایر شاخصهای دیگر را محاسبه نمود.

بطور کلی می توان نتیجه گرفت که محاسبه شاخص های مختلف، بر اساس فرمولهای قراردادی انجام می گیرد و هر شاخصی بنا بر داده ها و فرمول مورد استفاده می تواند گویای تغییرات خاصی باشد. لذا به غیر از شاخص کل قیمت که نشان دهنده تغییرات قیمت کلیه شرکتها می باشد مابقی شاخصها بنا بر نوع محاسبه و شرکت هایی که در آن مورد محاسبه قرار می گیرند باید تفسیر شوند.

### عرضه عمومی اولیه (IPO)

اصطلاح عرضه عمومی اولیه که رواج آن به بازارهای پر رونق ۱۹۹۰ برمی گردد، عبارت است از این که یک شرکت

<sup>۷</sup> Ljungqvist et al 2005

<sup>۸</sup> Fixed Price Offering

<sup>۹</sup> IPO Call Auction

<sup>۱۰</sup> Dutch Auction

<sup>۱۱</sup> Book building

<sup>۱۲</sup> Spot

<sup>۱۳</sup> First day return

<sup>۱۴</sup> Kaneko & Pettway

۱۵. پیش نویس آئین نامه اجرایی قیمت گذاری سهام دولت، مصوب ۱۳۸۳

دیگران<sup>۲۱</sup>، (۱۹۹۸)، فرضیه برآورد بیش از اندازه (اگر اول<sup>۲۲</sup>، (۲۰۰۷)، فرضیه هزینه‌های نمایندگی (ری و لاک<sup>۲۳</sup>، (۲۰۰۲)، فرضیه زمانبندی کاذب بازار<sup>۲۴</sup> توسط شولز<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۱).

برخی از فرضیات توضیح دهنده پدیده ارزان فروشی عبارتند از: ترس از خرید آسان (گرینبلات و تیتمن<sup>۲۶</sup>، (۲۰۰۲)، فرضیه بازخور بازار، فرضیه چشم و هم چشمی، فرضیه اجتناب از دعاوی حقوقی، فرضیه بازاریابی (دیمرس و لیولن، (۲۰۰۳)، فرضیه انتهای دوره حبس (آگاروال، کریکمن و ووماک (۲۰۰۲)، و از دیدگاه دیگر، تئوری‌های موجود در زمینه ارزش گذاری زیر قیمت را می‌توان به چهار گروه "عدم تقارن اطلاعاتی، عوامل نهادی، عوامل نظارتی و عوامل رفتاری" تقسیم نمود که البته، مدل‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات نسبت به سایرین ارجحیت دارد (جانگوییست، (۲۰۰۵)؛

تحقیق حاضر بیشتر منطبق بر فرضیه بازارهای ((سهام داغ)) می‌باشد لذا طبق تعریف سهام داغ، سهامی جدیدی است که تقاضا برای خرید آن بیشتر از عرضه‌اش است و در نتیجه عده‌ای از متقاضیان سهام نمی‌توانند سهام مذکور را در عرضی اولیه خریداری کنند. این افراد به خرید سهام مذکور با قیمت بالاتر از بازار تمایل نشان می‌دهند و در نتیجه قیمت این سهام را به طور موقت افزایش می‌دهند.

#### مروری بر پیشینه تحقیق:

تحقیقات بسیاری در رابطه با عرضه‌های اولیه عمومی سهام در کشورهای مختلف، بخصوص کشورهای در حال توسعه آسیای شرقی انجام شده است. بیشتر مطالعات مربوط به سهام جدید، عملکرد سرمایه گذاری در سهام جدید در کوتاه مدت و بلند مدت، و اخیراً به عملکرد عملیاتی شرکت های انتشار دهنده سهام قبل و بعد از عرضه عمومی سهام، اختصاص دارد. در ایران نیز تحقیقات مرتبط با IPO که بیشتر بر ارزش گذاری سهام در عرضه عمومی اولیه تمرکز دارد، انجام گرفته است. لیکن برخی پژوهشگران نیز صحت ارزان فروشی و یا گران فروشی سهام در عرضه عمومی سهام را مورد مطالعه قرار داده‌اند.

اولین افرادی که به وجود بازده غیرعادی اولیه سهام جدید و عملکرد معماگونه آن پی بردند، ریلی و هاتفیلد<sup>۲۷</sup> (۱۹۶۹)، استون و کرلی (۱۹۷۰) هستند. بعد از آن‌ها لوج<sup>۲۸</sup> (۱۹۷۳)، جانسون و میلر<sup>۲۹</sup> (۱۹۸۸) و میلر و ریلی<sup>۳۰</sup> (۱۹۸۷)، تحقیقات

هدف از خرید عمده سهام یک شرکت را، عمدتاً اعمال نفوذ بر شرکت سرمایه پذیر و کنترل آن می‌دانند، لذا جهت سنجش قیمت در روش عمده فروشی، از نرخ بازده مورد انتظار کمتری نسبت به روش خرده فروشی استفاده می‌نمایند (دوانی، (۱۳۸۱).

مهم‌ترین ناهنجاری‌های موجود در IPO افت قیمت در بلند مدت<sup>۱۶</sup>، ارزش گذاری زیر قیمت<sup>۱۷</sup>، عرضه‌های عمومی اولیه داغ<sup>۱۸</sup>، می‌باشند که به بیان ساده‌تر بازده بلندمدت کمتر از بازده بازار، بازده کوتاه مدت بالاتر از بازده بازار و بازار پر رونق می‌باشند.

#### مبانی نظری تحقیق

تئوری‌های گوناگونی که روی ابعاد مختلف روابط بین سرمایه گذاران، انتشار دهندگان سهام جدید و موسسات تأمین سرمایه تمرکز کرده‌اند دلایلی را برای وجود پدیده‌های غیر عادی در عملکرد کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید ارائه کرده‌اند. در ضمن هر چند این تئوریه‌ها مانع الجمع نیستند اما یک تئوری ممکن است برای بعضی از سهام جدید نسبت به سایر سهام جدید مهمتر و قابل توجه تر باشد و یا در دوره‌ای نسبت به دوره‌ی دیگر کاربرد بیشتری داشته باشد. بنابراین در حالیکه هیچ مدلی نمی‌تواند تعریف جامعی از این پدیده‌های غیر عادی تجربی را فراهم کند اما مجموعه‌ای از این تئوریه‌ها برای خیلی از الگوهای مشاهده شده در بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید جوابگو هستند. از نظر محقق حاضر، در هر کشوری تئوریه‌های خاص بورس اوراق بهادار آن کشور بیشتر مطرح بوده و به کار گرفته می‌شود و گاهی در یک کشور در دوره‌های حکومتی مختلف نیز نظریه‌های مختلفی کاربرد دارد.

فرضیات و نظریات مطرح شده در مورد بازده سهام جدید عبارتند از: فرضیه ریسک گریزی تضمین کننده‌ی فروش اوراق بهادار، فرضیه بیمه ضمنی در مقابل مسئولیت های قانونی، فرضیه‌ی قدرت انحصاری، فرضیه‌ی شهرت موسسات تأمین سرمایه، فرضیه‌ی حباب سفته بازی، فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱۹</sup>، فرضیه علامت دهی، فرضیه‌ی گرایش‌ها و علائق زودگذر و فرضیه‌ی عکس العمل بیش از اندازه‌ی سرمایه گذاران، فرضیه‌ی انتشار سهام جدید طی دوره‌های حجم بالای انتشار، فرضیه بازارهای سهام داغ که هر یک از این فرضیه‌ها بازده بالا و یا بازده پایین را برای سهام عرضه اولیه توضیح می‌دهند.

برخی از فرضیه‌ها و تحقیقاتی که افت عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت را تبیین می‌نمایند عبارتند از: فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی (بچمن<sup>۲۰</sup>، (۲۰۰۴)، فرضیه مدیریت سود (توح و

۲۱ Teoh et al

۲۲ Agarwal

۲۳ Rhee & K.J. Luck

۲۴ The pseudo market timing hypothesis

۲۵ Schultz

۲۶ Grinblatt & Titman

۲۷ Reilly and Hatfield

۲۸ Logue

۲۹ Johnson and Miller

۱۶ Long-Run Price Underperformanc

۱۷ Underpricing

۱۸ Hot IPOs

۱۹ Asymmetric - Information

۲۰ Bachman

می‌توان گفت رابطه مثبتی بین اندازه انتشار و عملکرد بلند مدت با یافته‌های مطالعه ریتر (۱۹۹۱) هماهنگ است.

بنز<sup>۴۰</sup> (۱۹۸۱) «تأثیر اندازه»<sup>۴۱</sup> بر بازده شرکت‌ها را بررسی کرد. او نشان داد که شرکت‌های کوچک (بر مبنای ارزش سرمایه شان طبق ارزش گذاری بازار) نسبت به شرکت‌های بزرگ بازده بیشتری را ایجاد می‌کنند. بنز متوجه شد «تأثیر اندازه» در کوچکترین شرکت‌های نمونه اش بیشتر است و همینطور این تأثیر در تمام دوره یکسان نیست.

بردن و ها<sup>۴۲</sup> (۱۹۹۳) بر عکس «اثر اندازه»<sup>۴۳</sup> (۱۹۸۱) پیش بینی کردند که بین اندازه شرکت و بازده بلندمدت یک رابطه مثبت وجود دارد. آنها این فرضیه را ارائه کردند که این رابطه به دلیل سطوح بالای عدم اطمینان قبلی شرکت‌های کوچکتر است. معمولاً شرکت‌های بزرگتر دارای حسن شهرت و اعتبار مالی هستند، برای همین این شرکت‌ها دارای عملکرد بلند مدت بهتری هستند. لازم به توضیح است که برای بسیاری از سرمایه گذاران، اندازه شرکت به معنای ثبات مالی است و در نتیجه هزینه تأمین مالی برای آنها کمتر است.

جین وکنی<sup>۴۴</sup> (۱۹۹۴) کاهش زیادی را در عملکرد عملیاتی شرکت‌هایی که به وسیله مکانیزم عرضه سهام جدید از مالکیت خصوصی به مالکیت عمومی درآمدند، گزارش کردند. میکلسن و شه<sup>۴۵</sup> (۱۹۹۴) مدرک مکملی برای شرکت‌هایی که بین سالهای ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۳ عرضه عمومی شده‌اند، یافتند و گفتند کل جریان نقدینگی شرکت‌ها به اندازه کافی رشد نمی‌کند تا ارزشیابی‌های بالای زمان انتشار سهام جدید را توجیه کند. این مطلب با نظر لیواس (۱۹۹۳) که می‌گوید: «شرکت‌ها تمایل دارند در اوج عملکرد بلند مدت خود به بورس وارد شوند» و همچنین با نظر لوفران و ریتر (۱۹۹۵) که شواهدی ارائه می‌کنند مبنی بر اینکه شرکت‌ها از «دوره های زودگذر فرصت سرمایه گذاری» (وقتی که شرکت‌ها به طور متوسط بیش از اندازه ارزشیابی می‌شوند) به وسیله انتشار سهام استفاده می‌کنند، مطابق است.

جگی<sup>۴۶</sup> (۱۹۹۷) نیز ۱۶۱ شرکت هنگ کنگی را در طول دوره ۱۹۹۴-۱۹۹۷ مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان داد که پیش بینی IPO ها در هنگ کنگ تطابق بیش از واقعیت دارند به زبان دیگر مدیران شرکت‌های هنگ کنگی بسیار بیشتر از سایر کشورها محافظه کار هستند. میانگین خطای مطلق ۱۳ درصد و میانگین خطای نشان دار ۷+ درصد است که نشان می‌دهد که شرکت‌ها پیش بینی‌های کمتر از واقع داشته‌اند. در این مطالعه بین تاریخچه فعالیت و خطای پیش بینی رابطه

قبلی را بسط داده و بر روی وجود انحراف میان بازده‌های غیرعادی در شرکت‌های مختلف و انواع تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار گوناگون مطالعه و تحقیق کرده‌اند.

ایبوتسن<sup>۴۷</sup> (۱۹۷۵) اولین مطالعه‌ی اصلی عملکرد بلند مدت را که در آن از روش رگرسیون «بازده‌ها بر حسب زمان و اوراق بهادار»<sup>۴۸</sup> استفاده شده، انجام داد. او دریافت که عملکرد بازار ثانویه در سال اول مثبت، در سه سال بعدی منفی و در سال پنجم نیز مثبت بوده است. بلعکس آن ریلی<sup>۴۹</sup> (۱۹۷۱) و مک کانل و سنگر<sup>۵۰</sup> (۱۹۸۸) عملکرد بازار ثانویه را در دوازده ماه اول منفی دانستند که این امر بیانگر وجود عواملی است که می‌توانند در زمانها و مکانهای مختلف، نتایج متفاوتی را حاصل نمایند. لیواس<sup>۵۱</sup> (۱۹۹۳) تأثیر اندازه انتشار سهام جدید بر بازده بلند مدت را تعیین کننده گزارش می‌کند.

ریتر<sup>۵۲</sup> (۱۹۸۴) و چالک و پیوی<sup>۵۳</sup> (۱۹۸۷) تحقیقات خود را پیرامون ریسک گریزی تضمین کننده‌ی فروش اوراق بهادار در عرضه اولیه سهام انجام دادند که شواهد آنها حاکی از این است که اگر سهام جدیدی طبق قرارداد عرضه با شرط نهایت کوشش منتشر شده بود به مقدار زیادی، بیشتر از سهام جدیدی که با قرارداد تضمین فروش عرضه شده، زیر قیمت بوده و این نتیجه با فرضیه‌ی ریسک گریزی تضمین کننده‌ی فروش اوراق بهادار ناسازگار است.

تحقیق بتی و ریتر<sup>۵۴</sup> (۱۹۸۶) حاکی از این است که هر چه عدم اطمینان قبلی در مورد ارزش بعدی سهام جدید بیشتر شود احتمال عرضه اولیه زیر قیمت (بازده کوتاه‌مدت سهام جدید) بیشتر است. شاهد تجربی در حمایت از این پیشنهاد به وسیله بتی و ریتر ارائه شده است. این مدرک می‌گوید شرکت‌های کوچکتر دارای عدم اطمینان بعدی بیشتری هستند. بنابراین اندازه انتشار سهام جدید یک جایگزینی برای درجه اطمینان اولیه شرکت است.

لیواس<sup>۵۵</sup> (۱۹۹۳) تأثیر اندازه انتشار سهام جدید بر بازده بلند مدت را تعیین کننده گزارش می‌کند. بازده بلند مدت عرضه‌های بزرگ سهام جدید در «بازار اصلی اوراق بهادار» بیشتر از بازده بلند مدت عرضه‌های کوچک سهام جدید در «بازار اوراق بهادار خارج از بورس» است (لازم به توضیح است که عرضه‌های بازار اصلی اوراق بهادار حدود هفت برابر بزرگتر از عرضه‌های اوراق بهادار خارج از بورس است) و

۴۰ Miller and Reilly

۴۱ Ibbotson

۴۲ returns across time and securities (R.A.T.S)

۴۳ Reilly

۴۴ Mc Connell and Sanger

۴۵ Mario Levis

۴۶ Ritter

۴۷ Chalk and peavey

۴۸ J.R. Ritter , and R.P. Beatty , Loc.Cit

۴۹ Mario Levis

۴۰ Banz, R.W

۴۱ size effect

۴۲ Breden and How

۴۳ Jain and Kini

۴۴ Mikkelson and Shah

۴۵ Jaggi

معکوس به دست آمد در حالیکه برای پنج فاکتور دیگر تحقیق شامل دوره پیش بینی، اندازه شرکت، اهرم مالی، حساسیت و صنعت، هیچ‌گونه رابطه معناداری مشاهده نشد.

جلیک<sup>۴۶</sup> (۱۹۹۸) تطابق سود پیش بینی شده و افشا شده در امید نامه ۱۲۴ شرکت مالزیایی را برای ژانویه ۱۹۸۴ تا سپتامبر ۱۹۹۵ مورد بررسی قرار داد خطای مطلق این نمونه ۵۵ درصد بود در همین حال این تحقیق مشخص کرد که پیش بینی شرکت‌ها IPO بورس اوراق بهادار مالزی در سال‌های ۱۹۸۴-۱۹۹۵ از قابلیت اعتماد کمتری نسبت به سال‌های ۱۹۸۸-۱۹۷۵ برخوردارند همچنین رابطه مهم و معناداری برای تاریخچه فعالیت شرکت، گروه صنعت و تغییرات در سود گذشته با خطای پیش بینی دارند.

نصیر محمد و عاریف<sup>۴۷</sup> (۱۹۹۴) ۶۵ شرکت IPO مالزیایی را در سال‌های بین ۱۹۷۵-۱۹۸۸ مورد بررسی قرار دادند. ایشان دریافتند که میانگین خطای مطلق این نمونه برابر ۲۸ درصد خطای پیش بینی نشان دار (Signed forecast error) برابر +۹۰ درصد می‌باشد. علامت + نشان دهنده بد بینی تهیه‌کنندگان پیش بینی‌ها می‌باشند و در این تحقیق هیچ رابطه‌ای بین دوره پیش بینی، عمر شرکت، اندازه شرکت، اعتبار حسابرسی و صرف سهام منتشر شده با خطای پیش بینی یافت نشد.

مشهورترین بررسی در مورد سهام جدید، متعلق به ریتز<sup>۴۸</sup> (۱۹۹۱) است، وی نخستین پژوهشگری است که پی برد سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بلندمدت عملکرد منفی دارند. او عملکرد سهام عرضه‌های عمومی اولیه ۱۵۲۶ شرکت از ۲۴۷۶ انتشار سهام جدید طی دوره‌ی تحقیق صورت گرفته در بازار بورس آمریکا در سال‌های ۱۹۷۵-۱۹۸۴ را مورد بررسی قرار داد و گزارش نمود که سهام عرضه‌های عمومی اولیه در طول دوره سه ساله بعد از عرضه، بازده منفی ایجاد می‌کنند. او همچنین نشان داد شرکت‌هایی که در دوره‌های با حجم بالای معامله در بورس، عرضه اولیه شده بودند، دارای بدترین عملکرد بوده اند. هم چنین در دوره‌های با حجم پایین، عرضه اولیه سهام جدید، هیچ عملکرد بلندمدت پایینی وجود نداشت.

ریتز (۱۹۹۱) بازده‌ها را با استفاده از شرکت‌های مشابه تعدیل کرد بدین نحو که برای هر سهم جدید نمونه، یک شرکت تطبیقی که از لحاظ صنعت و اندازه شرکت با یکی از شرکت‌های نمونه مشابه است، در نظر گرفت و این شرکت‌های تطبیقی مبنای مقایسه و محاسبه‌ی بازده و عملکرد شرکت‌های نمونه قرار گرفته‌اند. بازده‌های غیر عادی تجمعی در تحقیق وی به طور ثابتی کاهش می‌یافت و از نظر اقتصادی و آماری، معنی دار بود.

<sup>۴۶</sup> Jelic

<sup>۴۷</sup> Mohammad, Nasir, Kuing & Arrif

<sup>۴۸</sup> Ritter J. R., 1991, the long-run performance of initial public offerings, journal of finance, vol. 1

همچنین لوفران و ریتز اثبات کرده‌اند که به طور کلی بازار گرایش به ارزش گذاری بیش از اندازه شرکت‌های انتشار دهنده سهام جدید دارد که اخیراً بهبودهایی در عملکرد عملیاتی آنها ایجاد شده است. برای همین در زمان انتشار سهام جدید، قیمت‌های بازار نشان دهنده ارزش سرمایه‌ای بهبودهای عملیاتی زودگذر است.

سوسانا (۲۰۱۱) به بررسی بازده‌های غیرطبیعی سهام عرضه‌های عمومی اولیه و رقبای آنها به دنبال افت قیمت عمده و یک روزه سهام پرداخت و پی برد که روابط معنادار آماری بین متغیرهای پیشین و بازده‌های سهام ثانویه رقیب‌ها وجود دارد. همچنین یافته‌ها، نشان می‌دهد که بازده تجمعی عرضه‌های اولیه در بازه [۲۰،+۴] در صورت کمتر بودن میزان سرمایه ثبت شده کمتر خواهد بود. و هر قدر ارتباط شرکت‌ها و رقبا پیش از عرضه‌ی عمومی بیشتر باشد، بازده تجمعی رقبا در بازه [۳،+۱] بدتر است، اما در بازه [۲۰،+۴] رقبا بهتر است.

یومن ویپ و یولی سو (۲۰۰۹)، در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که تنها اثرات قابل توجهی در رابطه با نوع شرکت‌های پذیره نویسی و میزان حمایت سرمایه‌گذاران مخاطره آمیز بدست می‌آید. بازده‌های مثبت کوتاه مدت و افت قیمت سهام در بلندمدت بیشتر برای IPO هایی مطرح می‌شود که از سوی بانک‌های سرمایه‌گذاری مطرح پذیره نویسی می‌شوند و تحت حمایت سرمایه‌گذاران مخاطره‌آمیز قرار دارند. آغاز دوره افت قیمت سهام با پایان یافتن دوره حبس منطبق است. هرچند که در پایان سال اول، IPOها به طور میانگین پایین تر از حد انتظار بازار عمل کردند اما با سرمایه‌گذاری در IPOهایی که توسط پذیره نویسان مطرح پذیره نویسی می‌شوند و یا از سوی سرمایه‌داران مخاطره آمیز حمایت می‌شوند، بازده‌های بالاتر از بازده بازار به دست می‌آورد.

عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) پس از بررسی ۱۰۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴، در ارتباط با IPO، بازده بالا در کوتاه مدت و بازده پایین در بلندمدت را مشاهده نمودند.

ابراهیمی کردلر و حسنی آذر داریانی (۱۳۸۵) نیز به واسطه انجام تحقیقی بر روی ۳۰ شرکت عرضه‌کننده سهام برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۸۰، دلیل ارزان فروشی سهام و افت عملکرد قیمت سهام IPO، را کارایی اطلاعاتی ضعیف بازار سرمایه ایران دانسته‌اند زیرا دسترسی به اطلاعات مربوط به شرکت‌ها و عملکرد آنها دشوار است لذا سرمایه‌گذاران از دانش و بینش کافی برای تحلیل اطلاعات برخوردار نمی‌باشند؛ این محققان ریشه اصلی اینگونه مشکلات در بازار سرمایه را وجود سهامداران عمده اعم از نهادها، سازمان‌های وابسته به دولت و بانک‌ها، در بازار می‌دانند.

خانم زینب حق بین در پایان نامه کارشناسی ارشد خود تحت عنوان بررسی انواع ناهنجاریهای مربوط به عرضه عمومی

- فرضیه فرعی ۱: عملکرد تاثیرگذاری عرضه‌های اولیه (IPO) بر شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار در بازه‌های زمانی مختلف بعد از عرضه‌شان در بورس، دارای اختلاف معنادار مثبتی با عملکرد تاثیرگذاری سایر سهام موجود (OSD) در بورس، بر شاخص قیمت کل بورس می‌باشد.

در این فرضیه وجود یا عدم وجود اختلاف معنادار بین دو گروه سهام IPO و OSD در نحوه تاثیر گذاریشان بر شاخص کل قیمت بورس در بازه‌های زمانی بعد از عرضه‌ی هر سهم IPO بررسی می‌شود.

- فرضیه فرعی ۲: عملکرد تاثیرگذاری عرضه‌های اولیه (IPO) بر شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار در بازه‌های زمانی مختلف بعد از عرضه‌شان در بورس، دارای اختلاف معنادار با عملکرد تاثیر گذاری سایر سهام موجود در گروه صنعت خود، بر شاخص کل قیمت بورس می‌باشد.

در این فرضیه وجود یا عدم وجود اختلاف معنا دار بین دو گروه سهام IPO و OSD در نحوه تاثیر گذاریشان بر شاخص کل قیمت در گروه صنعت مربوطه شان، در بازه‌ی زمانی بعد از عرضه‌شان در بورس بررسی می‌گردد.

#### روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف یک تحقیق توصیفی علی است و از نظر نتیجه یک تحقیق کاربردی است زیرا نتایج آن را می‌توان در عمل بکار برد. همچنین تحقیق حاضر از نظر نوع داده‌ها، یک تحقیق کمی می‌باشد زیرا از داده‌ها و تحلیل‌های کمی استفاده می‌نماید. از نظر محل اجرا این تحقیق یک تحقیق کتابخانه‌ای است زیرا داده‌های این پژوهش از ظل مستندات و مدارک موجود در بورس اوراق بهادار بدست می‌آید.

#### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

با توجه به این مساله که در این تحقیق داده‌های آماری از طریق اسناد موجود در آرشیو اطلاعات معاملات بورس بدست آمده و این داده‌ها را تجزیه و تحلیل می‌نمایم لذا روش تحلیل داده در این تحقیق روش تحلیل محتوای اسناد می‌باشد.

همچنین با توجه به این که هدف از این تحقیق بررسی میزان عملکرد تاثیر گذاری دو گروه از متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته و مقایسه آنها با یکدیگر می‌باشد، و به عبارتی بین دو گروه از متغیرهای مستقل مقایسه صورت می‌پذیرد و از آنجایی که هر گروه در عملکرد تاثیر گذاری بر متغیر وابسته، مستقل از گروه دیگر عمل می‌نماید و همچنین هر گروه از توزیع نرمال بر خوردار است لذا مناسب‌ترین روش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، استفاده از آزمون تی با دو نمونه‌ی مستقل (independent samples T Test) می‌باشد. بعد از جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز در مورد معاملات انجام

اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۷)، بطور کلی به این نتیجه می‌رسد که در بورس اوراق بهادار تهران، به هیچ وجه ارزان فروشی سهام عرضه اولیه مشاهده نمی‌شود و از بابت وجود این ناهنجاری، در جهت مخالف سایر بورس‌های معتبر دنیا عمل نموده شده است، همچنین در بورس اوراق بهادار تهران، افت قیمت عرضه عمومی اولیه در بلند مدت با وقفه زمانی ۶ ماه پس از IPO ایجاد می‌شود، میان ارزان فروشی سهام IPO و صنعت رابطه وجود دارد و ارتباط آماری میان متوسط سود سه سال پیش از عرضه عمومی اولیه و تعداد سهام عرضه شده بعد از اولین عرضه عمومی طی دوره‌های ۱، ۳ و ۶ ماه پس از عرضه اولیه با وضعیت قیمت IPO در بلند مدت می‌باشد؛ همچنین، شرکت‌های عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران در بالاترین سطح عملکرد خود وارد بورس می‌شوند؛ به این معنا که نسبت دارایی به بدهی بالایی دارند و نیز پیش از ورود به بورس، همگی سودآور بوده‌اند که با توجه به بررسی مودامبی و خورشید و گورجن (۱۹۹۹) می‌توان چنین نتیجه گرفت که از این لحاظ نظیر بازار سهام آمریکا و عکس بورس های آلمان و انگلیس عمل نموده‌ایم.

خانم زهرا زارع در پایان نامه کارشناسی ارشد خود تحت عنوان بررسی تاثیر عملکرد شرکت قبل از عرضه عمومی اولیه بر افت قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۹۱) به این نتایج دست می‌یابد که یک ماه بعد از عرضه عمومی شاهد روند نزولی بازده سهام عرضه‌های اولیه نسبت به بازده بازار هستیم؛ به عبارت دیگر، افت بلندمدت قیمت عرضه عمومی اولیه، در بورس اوراق بهادار تهران یک ماه بعد از عرضه عمومی ایجاد می‌شود؛ در واقع پدیده افت قیمت سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران مطابق بسیاری از بورس‌های معتبر دنیا یک ماه پس از اولین عرضه عمومی ایجاد می‌شود. نتایج بررسی با استفاده از رگرسیون تک متغیره حاکی از آن است که افت قیمت سهام در ماه اول بعد از عرضه عمومی ارتباطی با عملکرد شرکت قبل از عرضه عمومی ندارد. اما در دوره سه ماهه بعد از عرضه عمومی ارتباط آماری سودآوری شرکت و افت قیمت سهام وجود دارد.

#### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه سازی فرایندی است که طی آن پژوهشگر، رابطه احتمالی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل خود را پیش بینی می‌کند. بنابراین فرضیه‌های پژوهش حاضر که بر اساس اهداف پژوهش و سوالات شکل گرفته در ذهن محقق طرح گردیده به صورت زیر می‌باشد:

فرضیه اصلی: عملکرد تاثیرگذاری عرضه‌های اولیه (IPO) بر شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار دارای اختلاف معنادار با عملکرد تاثیرگذاری بر شاخص قیمت کل سایر سهام موجود (OSD) در بورس می‌باشد

فرضیه فرعی:

باشد و همچنین تاثیر عوامل وزن دهی را تعديل نمود. شرايط سياسي و اقتصادي معمولاً بر صنايع مختلف اثرات مختلفی را بر جا مي‌گذارد و مي‌تواند در يك صنعت اثر مثبت و در صنعتي ديگر اثر منفي داشته باشد كه مقايسات را دچار خطا مي‌نمايد، بنابراین جهت پرهيز از اين نوع خطاي مقايسه‌اي لازم است هر مقايسه بين دو سهم از يك صنعت صورت پذيرد و اين امر را محقق حاضر مد نظر قرار داده و در قالب فرضيه‌اي فرعي اين امر را بررسي مي‌نمايد. همچنين لازم به ذكر است كه محقق حاضر در هيچ يك از تحقيقات گذشته رعايت اين نكات را كه هر کدام به تنهائي مي‌تواند نتيجه تحقيق را شديدتاً تحت تأثير قرار دهد، مشاهده نمود.

بطور كلي در اين تحقيق مي‌خواهيم بگوئيم كه يك شركت با توجه به نسبت ارزش بازار خود چه ميزان عملکرد از نظر تأثيرگذاري بر شاخص در مقايسه با ديگر سهام داشته است. بنابراین معيار عملکرد بر اساس نسبت ارزش بازار را به عنوان متغيرهاي تحقيق در نظر گرفته و در بازه‌هاي زماني بعد از عرضه‌هاي اوليه مقايسات ميان عملکرد دو گروه از سهام (OSD و IPO) انجام گرفته است.

روش محاسبه متغيرهاي تحقيق در بازه‌هاي زماني تحقيق حاضر:

محاسبه مقدار تأثير بر شاخص قيمت كل:

✓ محاسبه مقدار تأثير بر شاخص قيمت كل (IOI) يك سهم در يك روز معاملاتي بورس:

نكته قابل توجه‌اي كه بايد به آن توجه ويژه داشت اين است كه، در زمان افزايش سرمايه (به هر روش) و توزيع سود از طرف شركت بايد  $P_{t-1}$  (قيمت سهم در روز معاملاتي قبل) را معادل قيمت تعادلي سهام، بعد از افزايش سرمايه يا توزيع سود قرار داد و حال آنكه در اطلاعات دريافتي بوساطه نرم افزار ره آورد نوين ۳ اين نكته مد نظر قرار نگرفته و اختلافات زيادي را در تغييرات قيمتي سهم مي‌نمايند.

✓ محاسبه مقدار تأثير بر شاخص قيمت كل بورس اوراق بهادار براي يك گروه از سهام در يك روز معاملاتي بورس: از آنجايي كه در اين تحقيق سعي در بررسي تأثير گذاري يك گروه از سهام (IPO) در مقايسه با گروه ديگر (OSD) بر شاخص بورس اوراق بهادار را داريم لذا بايد تأثير هر گروه را بطور جداگانه محاسبه و در نهايت با يكديگر مقايسه نمود، بنابراین خواهيم داشت:

گرفته روي هر سهم با كمك نرم افزار ره آورد نوين ۳ و همچنين رفع ايرادات آن به صورت استخراج دستي از طريق جمع آوري از سايت بورس اوراق بهادار، از نرم افزار Spss و excel جهت تركيب و تجزيه و تحليل داده‌ها با توجه به نحوه عملکرد در تحقيق حاضر، استفاده مي‌شود. در آخر نتايج بدست آمده را كه در مورد دو گروه از سهام يعني سهام IPO و سهام OSD استخراج شد را با يكديگر مقايسه مي‌نمايم.

در بررسي ميزان تأثير يك سهم بر شاخص بورس در مقايسه با سهمي ديگر بايد نكاتي را مد نظر قرار داد تا دچار خطاهاي مقايسه‌اي نشويم و آن نكات عبارتند از:

ميزان تأثير يك سهم بر شاخص از دو مولفه اصلي قيمت سهم و تعداد سهام منتشره آن شركت تشكيل مي‌شود كه تغييرات هر کدام از سهمي به سهم ديگر مي‌تواند عملکرد متفاوتي را حاصل نمايد بنابراین جهت بيان عملکرد يك سهم در مقابل سهم ديگر بايد عامل‌هاي وزن دهی عملکرد را نيز تعديل نمود.

تغييرات قيمتي يك سهم كه منجر به تأثيرگذاري آن سهم بر شاخص بورس مي‌شود علاوه بر عوامل دروني يك شركت همواره تحت تأثير عوامل محيطي مانند شرايط سياسي و اقتصادي کشور قرار دارد. بنابراین با تغييرات اين عوامل محيطي در زمانهاي مختلف، عملکرد متفاوتي را نيز از شركتها شاهد خواهيم بود لذا جهت مقايسه دو شركت با يكديگر بايد تاثيرات اين عوامل محيطي بر هر دو به يك ميزان و يا در حداقل مقدار خود باشد كه جهت ثابت فرض كردن اثر اين عامل حداقل بايد در هر مقايسه، زمان براي هر دو سهم يكي

IOI = تأثير بر شاخص يك سهم در يك روز معاملاتي

$P_t$  = قيمت پاياني سهم در زمان t

$P_{t-1}$  = قيمت پاياني سهم در زمان t-1

$Q_t$  = تعداد سهام شركت در زمان t

B = عدد پایه شاخص در زمان t

✓ محاسبه مقدار تأثير بر شاخص قيمت كل (IOI<sup>۹۹</sup>) يك سهم در يك بازه زماني: براي محاسبه تأثير بر شاخص كل يك سهم در يك بازه زماني بايد مجموع تأثير بر شاخص آن سهم را در روزهاي آن بازه زماني محاسبه نمود كه براي اين كار از فرمول زير استفاده مي‌شود:

$$IOI_T = \sum_{t=1}^T (IOI)_t \quad \checkmark$$

IOI<sub>T</sub> = تأثير بر شاخص يك سهم در بازه زماني



همان‌گونه که از فرمول محاسبه تاثیر بر شاخص قیمت کل یک سهم مشخص است، تعداد سهام منتشره هر شرکت (Q) و قیمت روز هر سهم، دو عامل وزن دهی می‌باشند، بنابراین بطور مثال در مقایسه بین دو شرکت با درصد تغییرات قیمتی برابر ولی با تعداد سهام منتشره نابرابر، هر شرکت که دارای تعداد سهام منتشره (عامل وزن دهی) بیشتری است، تاثیر بیشتری نیز بر شاخص بورس اوراق بهادار، نسبت به دیگر شرکتهایی که دارای تعداد سهام منتشره کمتری هستند، خواهد گذاشت. و همچنین در مقایسه بین دو شرکت با درصد تغییرات قیمتی برابر و تعداد سهام منتشره یکسان، آن شرکتی که قیمت روز بالاتری نسبت به دیگری دارد تاثیر بیشتری بر شاخص بورس خواهد گذاشت بنابراین از آنجایی که هدف در این تحقیق مقایسه بین دو گروه از سهام جهت بیان عملکرد یکی در مقابل دیگری می‌باشد لذا هر گروه که دارای عامل وزن دهی بیشتری باشند مطمئناً با درصد تغییرات کوچک قیمتی، تاثیر بیشتری بر شاخص خواهند داشت و این امر مانع از مقایسه منطقی و عادلانه بین آن دو گروه می‌شود لذا محقق حاضر برای مقایسه دو گروه یا شرکت با قیمت روز و تعداد سهام متفاوت، نسبت عامل وزن دهی هر گروه، یعنی نسبت ارزش بازار هر شرکت را محاسبه و سپس مقدار تاثیرگذاری آن شرکت بر شاخص بورس را بر این نسبت تقسیم نموده، و حاصل این تقسیم را عملکرد تاثیرگذاری بر شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار، نامیده و در آخر میانگین عملکرد تاثیر گذاری بر شاخص سهام موجود در هر گروه را با میانگین گروه دیگر مقایسه می‌نماید. بنابراین مراحل نحوه محاسبه به شکل زیر می‌باشد:

نسبت ارزش بازار هر شرکت (MV) در هر روز معاملاتی عبارت است از: برای محاسبه، کافی است که تعداد سهام منتشره آن شرکت را در قیمت روز هر سهم ضرب نماییم و حاصل را بر ارزش تمامی سهام موجود در بورس تقسیم نماییم.

$$MV_i = (q_i \times p_i) \quad \text{ارزش بازار شرکت } i \text{ ام در یک زمان مشخص:}$$

$$q_i = \text{تعداد سهام منتشره شرکت } i \text{ ام}$$

$$p_i = \text{قیمت روز سهام شرکت } i \text{ ام}$$

$$TMV = \sum_{i=1}^n (Q_{iT} \times P_{iT}) \quad \text{ارزش بازار کلیه سهام موجود در بورس (TMV}^{\text{سه}}\text{):}$$

$$Q_{iT} = \text{تعداد سهام منتشره شرکت } i \text{ ام در کل بازار}$$

$$P_{iT} = \text{قیمت روز سهام شرکت } i \text{ ام در کل بازار}$$

$$\text{Ratio } MV_i = \left( \frac{MV_i}{TMV} \right) \Rightarrow \text{Ratio } MV_i = \left( \frac{q_i \times p_i}{\sum_{i=1}^n (Q_i \times P_i)} \right) \quad \text{نسبت ارزش بازار هر شرکت:}$$

$IOI_g$  = تاثیر بر شاخص یک گروه از سهام در یک روز معاملاتی

$(IOI)_i$  = تاثیر بر شاخص شرکت  $i$  ام در یک روز معاملاتی

$p_{i,t}$  = قیمت پایانی سهم  $i$  ام در زمان  $t$

$p_{i,t-1}$  = قیمت پایانی سهم  $i$  ام در زمان  $t-1$

$q_{i,t}$  = تعداد سهام شرکت  $i$  ام در زمان  $t$

$B_t$  = عدد پایه شاخص در زمان  $t$

✓ محاسبه مقدار تاثیر بر شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار برای یک گروه از سهام در یک بازه زمانی: برای محاسبه، باید مجموع تاثیر بر شاخص آن گروه از سهام را در روزهای آن بازه زمانی محاسبه نمود که برای این کار از فرمول زیر استفاده می‌شود:

$$(IOI_g)_T = \sum_{t=1}^T (IOI_g)_t \quad \checkmark$$

$(IOI_g)_T$  = تاثیر بر شاخص یک گروه از سهام در یک بازه زمانی

اطلاعات مربوط به تاثیر روزانه هر سهم بر شاخص کل بورس اوراق بهادار در سایت ایران بورس ([iranbourse.com](http://iranbourse.com)) موجود بوده و محقق حاضر نیز داده‌های آماری خود را از این سایت تهیه نموده است. همچنین برای محاسبه تاثیر در شاخص کل یک گروه (IPO یا OSD) از سهام در یک روز معاملاتی می‌توان مجموع تک تک تاثیر در شاخص هر سهم را لحاظ داشت.

محاسبه عملکرد تاثیرگذاری بر شاخص قیمت کل (OPER) بورس:

به همین ترتیب نسبت ارزش بازار هر گروه از شرکتها در

$$MV_g = \sum_{i=1}^n (q_{ig} \times p_{ig}) \rightarrow MV_g = \sum_{i=1}^n MV_{ig} \quad \text{ارزش بازار شرکت‌های موجود در یک گروه از سهام:}$$

نسبت ارزش بازار شرکت‌های موجود در یک گروه از سهام در یک زمان مشخص:

$$\text{Ratio } MV_g = \left( \frac{MV_g}{TMV} \right) \rightarrow \text{Ratio } MV_g = \left( \frac{\sum_{i=1}^n (q_{ig} \times p_{ig})}{TMV} \right)$$

که در فرمول‌های بالا،  $\text{Ratio } MV_i =$  نسبت ارزش بازار یک شرکت

$TMV =$  ارزش کل بازار بورس اوراق بهادار

$MV_i =$  ارزش بازار شرکت  $i$  ام در یک روز مشخص

$MV_{ig} =$  ارزش بازار شرکت  $i$  ام در یک گروه از سهام و در یک روز مشخص

$MV_g =$  ارزش بازار شرکت های موجود در یک گروه از سهام و در یک روز مشخص

$\text{Ratio } MV_g =$  نسبت ارزش بازار یک گروه از شرکتها

طبق محاسبات بالا برای یک بازه زمانی خواهیم داشت:

نسبت ارزش بازار هر شرکت ( $MV$ ) در یک بازه زمانی عبارت است از: برای محاسبه این نسبت باید میانگین مجموع نسبت ارزش بازار سهام هر شرکت در هر روز از آن بازه زمانی را بدست آورد. بنابراین خواهیم داشت:



به همین ترتیب نسبت ارزش بازار هر گروه از شرکتها در یک بازه زمانی به روش زیر محاسبه می‌گردد.

که در فرمول‌های بالا،  $Q_{i,t} =$  تعداد کل سهام شرکت‌های موجود در بورس اوراق

بهادار در زمان  $t$  ام

$TMV_t =$  ارزش کل بازار بورس اوراق بهادار در زمان  $t$  ام

$P_{i,t} =$  قیمت روز سهام شرکت‌های موجود در بورس اوراق

بهادار در زمان  $t$  ام

$MV_{i,t} =$  ارزش بازار شرکت  $i$  ام در زمان  $t$  ام

$\text{Ratio } (MV_i)_T =$  نسبت ارزش بازار یک شرکت در یک

بازه زمانی

$MV_{gt} =$  ارزش بازار یک گروه از شرکتها (سهام) در زمان

$t$  ام

$(\text{Ratio } MV_g)_T =$  نسبت ارزش بازار یک گروه از

شرکتها در یک بازه زمانی

$q_{i,t} =$  تعداد سهام شرکت  $i$  ام در زمان  $t$  ام

$p_{i,t} =$  قیمت روز سهام شرکت  $i$  ام در زمان  $t$  ام

از مقایسه هم‌زمان مقدار تاثیرگذاری و نسبت ارزش بازار یک سهم یا یک گروه از سهام می‌توان به این نتیجه رسید که کدامیک از دو گروه سهام عملکرد بهتری داشته‌اند.

$q_{igt} =$  تعداد سهام شرکت  $i$  ام در زمان  $t$  ام که در یک گروه از سهام موجود اند

بنابراین بعد از محاسبه ارزش بازار و مقدار تاثیرگذاری یک شرکت بر شاخص کل می‌توان معیار عملکرد تاثیرگذاری بر

$p_{igt} =$  قیمت روز سهام شرکت  $i$  ام در زمان  $t$  ام که در یک گروه از سهام موجودند

شاخص آن سهم و یا گروه از سهام را در یک بازه زمانی به

صورت زیر محاسبه نمود:

$$operation = \frac{(IOI)_T}{Ratio(MV)_T} \quad \checkmark \text{ محاسبه عملکرد تاثیرگذاری بر شاخص یک سهم در یک بازه زمانی:}$$

$$operation_g = \frac{(IOI_g)_T}{Ratio(MV_g)_T} \quad \checkmark \text{ محاسبه عملکرد تاثیرگذاری بر شاخص یک گروه از سهام در یک بازه زمانی:}$$

حاصل از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف (k-s) نیز نشان دهنده نرمال بودن توزیع داده‌های تحقیق بود.

در این تحقیق، معیار انتخاب شده برای محاسبه میزان تاثیر یک شرکت بر شاخص کل قیمت، میزان عملکرد تاثیرگذاری آن شرکت بر شاخص قیمت کل است که از تقسیم مقدار تاثیرگذاری هر شرکت بر نسبت ارزش روز خودش در بازه‌های زمانی مختلف بعد از هر عرضه اولیه حاصل می‌گردد.

تاثیرگذاری بر شاخص کل قیمت هر سهام عرضه اولیه را با سایر سهام در دو بخش کلی بازار و بخش جزعی و تخصصی هر صنعت در قالب دو فرضیه فرعی در بازه‌های زمانی ۱۲ ماه، ۹ ماه، ۶ ماه، ۳ ماه، ۱ ماه، و ۴ روزه بعد از هر عرضه اولیه مورد آزمون قرار دادیم. فرضیات این تحقیق با اطمینان ۹۵ درصد بر اساس آزمون t دو نمونه‌ای مورد بررسی قرار گرفتند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول را در جدول زیر می‌توان مشاهده نمود:

جدول (۱): نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

بازه زمانی	میانگین عملکرد IPO	میانگین عملکرد OSD	فرض H <sub>0</sub>	نسبت عملکرد IPO به OSD	نتیجه آزمون	مازاد عملکرد IPO
۴روزه	۱۲۹۷,۴۸	۱۵۸,۵۳	رد	٪۸۱۸	پذیرفته شدن	٪۷۱۸
یک ماهه	۳۵۰۰,۶۴	۸۰۵,۳۴	رد	٪۴۳۵	پذیرفته شدن	٪۲۳۵
سه ماهه	۷۲۱۳,۶۴	۲۶۵۸,۲	رد	٪۲۷۱	پذیرفته شدن	٪۱۷۱
شش ماهه	۸۵۴۳,۱۱	۵۰۶۴,۵۵	قبول	٪۱۶۹	عدم پذیرش	٪۶۹
نه ماهه	۷۰۶۲,۵۳	۵۳۴۵,۵۶	قبول	٪۱۳۲	عدم پذیرش	٪۳۲
یک ساله	۱۱۵۵۴,۸	۸۴۱۳,۶۳	قبول	٪۱۳۷	عدم پذیرش	٪۳۷
کل دوره	۸۵۶۵۳,۱۵	۶۵۷۰۴,۵۴	رد	٪۱۳۰	پذیرفته شدن	٪۳۰

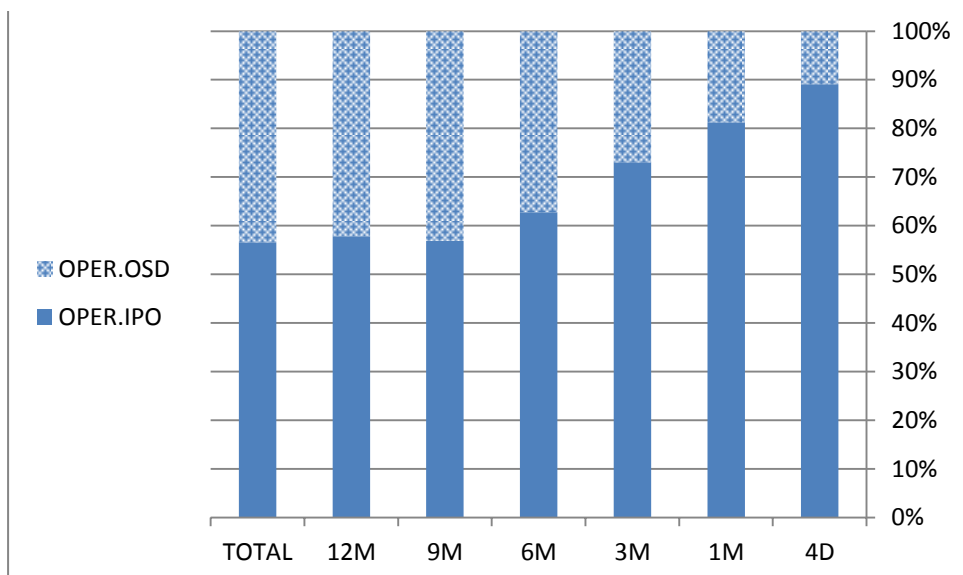
تفاوت‌ها را تنها در بازه‌های زمانی چهار روزه، یک ماهه و سه ماهه و کل بازه زمانی تحقیق معنادار اعلام می‌دارد و بیان می‌دارد که در بازه‌های زمانی شش ماهه، نه ماهه و یک ساله، این تفاوتها معنادار نمی‌باشند.

پس از محاسبه مقدار تاثیر بر شاخص و نسبت ارزش بازار هر شرکت، عملکرد تاثیرگذاری بر شاخص قیمت کل را برای هر سهم محاسبه نمودیم که بواسطه آن می‌توان مقایساتی بین سهام IPO و OSD داشت. همچنین با توجه به فرضیه‌های فرعی تحقیق باید مقایسات در دو سطح کل بازار و سطح گروه صنعت صورت پذیرد که تمامی محاسبات برای هر دو سطح مشابه یکدیگر بوده با این تفاوت که در سطح کل بازار هر سهم IPO در یک بازه زمانی با سایر سهام موجود در بازار مورد مقایسه قرار می‌گیرد ولی در سطح صنعت هر سهم IPO با سایر سهام هم گروه صنعت مربوطه خود مورد مقایسه قرار می‌گیرد.

#### یافته‌های تحقیق:

پیش از بررسی ارتباط میان متغیرهای وابسته و مستقل، لازم بود تا از نرمال بودن توزیع داده‌ها اطمینان حاصل نمود. از آنجایی که در این تحقیق نمونه آماری همان جامعه آماری است، می‌توان جامعه آماری را نرمال فرض نمود که نتایج

همانطور که از جدول فوق مشهود است در تمامی بازه‌های زمانی بعد از عرضه اولیه، سهام IPO عملکرد بهتری نسبت به سایر سهام موجود در بورس (OSD)، در تاثیرگذاری بر شاخص کل قیمت، داشته‌اند ولیکن آزمون t دو نمونه‌ای این



نمودار (۱): مقایسه نسبت عملکرد سهام IPO و OSD در تاثیر گذاری بر شاخص کل قیمت در کل بازار

سه ماه بعد از هر عرضه اولیه و همچنین در بازه زمانی کل، اختلاف میان میانگین دو گروه معنادار می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی دوم را نیز در جدول زیر می‌توان مشاهده نمود:

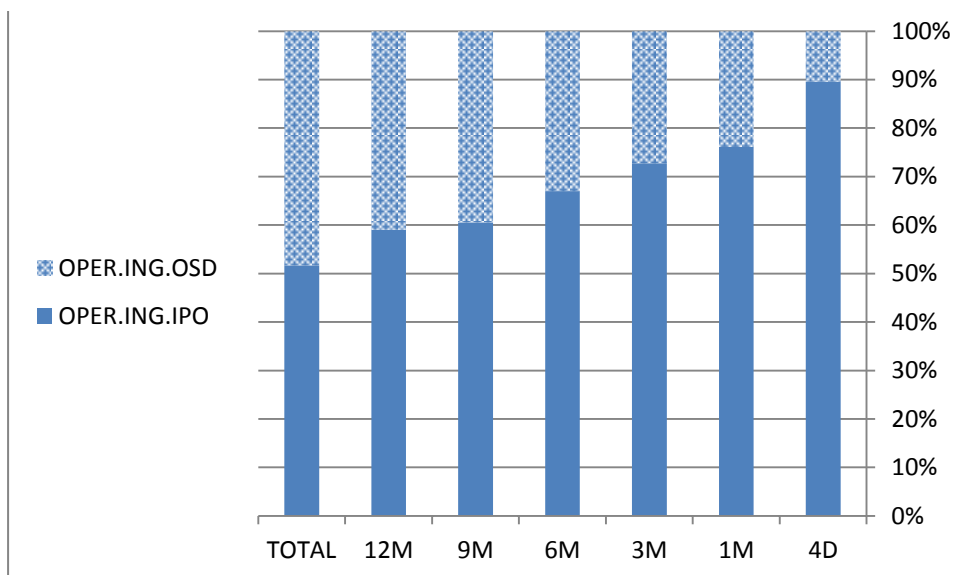
نتیجه فرضیه فرعی اول را می‌توان در نمودار ۱ مشاهده نمود و بیان می‌دارد که در بازه‌های زمانی مختلف بعد از عرضه اولیه، سهام IPO در مقابل سهام OSD در تاثیر گذاری بر شاخص کل قیمت بورس عملکرد بهتری داشته‌اند ولیکن از نظر آزمون t دو نمونه‌ای تنها در بازه‌های زمانی ۴روزه، یک ماه،

جدول ۲ نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

بازه زمانی	میانگین عملکرد IPO	میانگین عملکرد OSD	فرض $H_0$	نسبت عملکرد IPO به OSD	نتیجه آزمون	مازاد عملکرد IPO
۴روزه	۱۴۶۳/۱	۱۶۹/۵۸	رد	٪۸۶۳	پذیرفته شدن	٪۷۶۳
یک ماهه	۴۵۷۰/۷۵	۱۴۳۲/۲۶	رد	٪۳۱۹	پذیرفته شدن	٪۲۱۹
سه ماهه	۱۱۰۸۱/۵۱	۴۱۵۳/۷۴	رد	٪۲۶۷	پذیرفته شدن	٪۱۶۷
شش ماهه	۱۱۳۲۸/۷۵	۵۵۶۸/۰۹	قبول	٪۲۰۳	عدم پذیرش	٪۱۰۳
نه ماهه	۸۷۴۹/۷۱	۵۷۰۶/۲۳	قبول	٪۱۵۳	عدم پذیرش	٪۵۳
یک ساله	۱۴۴۷۶/۹۱	۱۰۰۱۳/۴	قبول	٪۱۴۵	عدم پذیرش	٪۴۵
کل دوره	۸۶۸۲۱/۲۴	۸۱۱۰۰	قبول	٪۱۰۷	عدم پذیرش	٪۷

نه ماهه و یک ساله و کل بازه زمانی تحقیق این تفاوتها معنادار نمی‌باشند. این موضوع بیانگر آن است که هر چقدر در مقایسه بین دو سهم یا دو گروه از سهام، تخصصی‌تر شده و عوامل محیطی را کم اثر و یا بی اثر نماییم مقایسه‌ی صحیح‌تری خواهیم داشت.

همانطور که از جدول فوق مشهود است در تمامی بازه‌های زمانی بعد از عرضه اولیه، سهام IPO عملکرد بهتری نسبت به سایر سهام OSD گروه صنعت، در تاثیر گذاری بر شاخص کل قیمت، داشته‌اند ولیکن آزمون t دو نمونه‌ای این تفاوتها را تنها در بازه‌های زمانی چهار روزه، یک ماهه و سه ماهه معنادار اعلام می‌دارد و بیان می‌دارد که در بازه‌های زمانی شش ماهه،



نمودار (۲): مقایسه نسبت عملکرد سهام IPO و OSD در تاثیرگذاری بر شاخص قیمت کل در گروه صنعت

گروه صنعت شان، در کوتاه مدت یعنی بازه های زمانی ۴ روزه، یک ماهه، سه ماهه و بعد از عرضه در بورس (بر طبق آزمون t دو نمونه ای) از خود نشان داده و دارای اختلاف معنادار می باشد و به عبارتی طی بازه تحقیق حاضر این سهام IPO بوده اند که در کوتاه مدت در نقش سهام شاخص ساز عمل نموده اند. ولی برای بازه های زمانی بزرگتر (شش ماه، نه ماه، ۱۲ ماه و ...) این تفاوت عملکرد تاثیرگذاری بر شاخص قیمت کل بورس بین دو گروه از سهام، فاقد معناداری می باشد.

نتیجه به دست آمده از فرضیه فرعی اول به زبانی دیگر نتایج به دست آمده از تحقیقات حق بین (۱۳۸۷) و زارع (۱۳۹۱) را در کوتاه مدت تایید می نماید ولی در بازه های زمانی بلند مدت یعنی نه ماه و یک سال و همچنین در کل بازه زمانی تحقیق حاضر، فرضیه فرعی اول را رد می نماید.

نتیجه این فرضیه بطور ضمنی دلالت بر نظریه سهام داغ دارد و نشان از آن دارد که تقاضا برای این سهام در کوتاه مدت موجود است. همچنین نتایج این تحقیق بیانگر آن است که هر چقدر در مقایسه بین دو سهم یا دو گروه از سهام، تخصصی تر شده و عوامل محیطی را کم اثر و یا بی اثر نماییم مقایسه ای صحیح تری خواهیم داشت.

آمارهای استخراجی از آزمون فرضیه های فرعی را می توان در جدول زیر آورد:

جدول (۳): میانگین عملکرد برای فرضیه های تحقیق (در کل بازار و در صنعت)

نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم		نتایج آزمون فرضیه فرعی اول		date
OPER.ING.OS <sub>D</sub>	OPER.ING.IPO	OPER.OSD	OPER.IPO	
۱۶۹,۵۸	۱۴۶۳,۱	۱۵۸,۵۳	۱۲۹۷,۴۸	4D

نتیجه فرضیه فرعی دوم را می توان در نمودار ۵-۲ مشاهده نمود و بیان می دارد که در مجموع در بازه های زمانی ۴ روزه، یک ماه، سه ماه، بعد از هر عرضه اولیه، سهام IPO در مقابل سهام OSD هم گروه صنعت خود، در تاثیر گذاری بر شاخص قیمت کل عملکرد بهتری داشته اند و دارای اختلاف معنادار می باشند ولی در بازه های زمانی شش ماه، نه ماه، ۱۲ ماه بعد از عرضه های اولیه، و همچنین در کل بازه زمانی تحقیق حاضر سهام IPO گرچه عملکرد بهتری را داشته اند ولی از نظر آزمون t دو نمونه ای این عملکرد دارای اختلاف معنادار نمی باشد.

فرضیه کلی: حال بعد از آزمون فرضیه های فرعی می توان بیان نمود که عملکرد تاثیرگذاری عرضه های اولیه بر رشد شاخص بورس اوراق بهادار در کوتاه مدت (یعنی بازه های زمانی کمتر از شش ماه) دارای اختلاف معنادار مثبتی با سایر سهام موجود در بورس و گروه صنعت، بین تاریخ های ۱۳۸۷/۰۹/۱۶-۱۳۹۲/۰۹/۱۶ بوده ولی در بلند مدت یعنی بازه های زمانی شش ماه و بیشتر این اختلاف معنادار نمی باشد.

### نتیجه گیری:

نتیجه نهایی تحقیق نشان می دهد که در کل بورس اوراق بهادار تهران و همچنین گروه های صنعت، سهام عرضه های اولیه در تاثیرگذاری بر شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار، عملکرد بهتری را نسبت به سایر سهام موجود در بورس یا

۱۴۳۲,۲۶	۴۵۷,۰۷۵	۸۰۵,۳۴	۳۵۰۰,۶۴	1M
۴۱۵۳,۷۴	۱۱۰۸۱,۵۱	۲۶۵۸,۲	۷۲۱۳,۶۴	3M
۵۵۶۸,۰۹	۱۱۳۲۸,۷۵	۵۰۶۴,۵۵	۸۵۴۳,۱۱	6M
۵۷۰۶,۲۳	۸۷۴۹,۷۱	۵۳۴۵,۵۶	۷۰۶۲,۵۳	9M
۱۰۰۱۳,۴	۱۴۴۷۶,۹۱	۸۴۱۳,۶۳	۱۱۵۵۴,۸	12M
۸۱۱۰۰	۸۶۸۲۱,۲۴	۶۵۷۰۴,۵۴	۸۵۶۵۳,۱۵	TOTAL

بر شاخص بهتری را از خود نشان داده‌اند ولیکن آزمون T دو نمونه‌ای برخی از بازه‌های زمانی را فاقد اختلاف معناداری می‌داند.

### پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق

به توجه به نتیجه آزمون فرضیه اول، به مدیران صندوقها و شرکتهای سرمایه‌گذاری و همچنین سایر افراد سرمایه‌گذار در بازار بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد جهت رشد همگام سرمایه‌شان با رشد شاخص بورس اوراق بهادار، اولاً یک پرتفوی کاملاً متنوع تشکیل دهند و وزن هر شرکت در سبد سهام خود را با توجه به درصد ارزش بازار هر شرکت، تعیین نموده و در زمان عرضه اولیه حتماً این شرکتها را در سبد سهام خود قرار داده و وزن سایر سهام را تعدیل نمایند.

با توجه به نتیجه آزمون فرضیه اول به سرمایه‌گذاران، مخصوصاً افراد ریسک پذیر پیشنهاد می‌شود بصورت کوتاه‌مدت (کمتر از شش ماه) بر روی سهام عرضه‌های اولیه سرمایه‌گذاری نمایند.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی دوم به افرادی که به روش بنیادین سرمایه‌گذاری می‌نمایند پیشنهاد می‌شود بعد از انتخاب صنعتی خاص جهت سرمایه‌گذاری، تمرکز خود را بیشتر بر روی شرکتی در آن صنعت بگذارند که جدیداً در بورس عرضه اولیه شده و بیشتر بصورت کوتاه‌مدت (کمتر از شش ماه) در آن شرکت سرمایه‌گذاری نمایند.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، به مسئولین بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد که در زمان رونق یک صنعت در بورس اوراق بهادار، با عرضه‌های اولیه به موقع در آن صنعت، مانع از رشد حباب گونه قیمت سهام در آن صنعت خاص شوند.

با توجه به نتایج کلی حاصل از این تحقیق به مسئولین بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد که یک شاخص تحت عنوان شاخص عرضه‌های اولیه تعریف نمایند و در آن کلیه سهام شرکت‌های

بنابراین افرادی که قصد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار را دارند و شاخص بورس اوراق بهادار را معیار عملکرد این بازار می‌دانند باید این موضوع را مد نظر قرار دهند که بطور کل شرکتهای عرضه اولیه عملکرد بهتری را در کوتاه‌مدت نسبت به دیگر شرکتها دارا می‌باشند و به همین جهت موقعیت مناسب‌تری را نیز جهت سرمایه‌گذاری دارند زیرا شاخص بورس که معیار سنجش عملکرد این بازار می‌باشد، بیشترین تاثیر خود را از سهام IPO می‌پذیرد.

نتیجه نهایی برای فرضیه اصلی تحقیق نشان می‌دهد که عملکرد تاثیرگذاری سهام عرضه‌های اولیه بر شاخص قیمت کل در بورس اوراق بهادار تهران دارای اختلاف معنادار مثبتی با سایر سهام موجود در بورس و همچنین در گروه صنعت، در بازه‌های زمانی کمتر از شش ماه، بوده و هر چه بازه‌ی زمانی کوچکتر می‌شود این اختلاف بیشتر می‌گردد. بنابراین می‌توان گفت سهام عرضه‌های اولیه در کوتاه‌مدت در مقایسه با سایر سهام موجود در بورس یا در گروه صنعت شان، عملکرد تاثیر گذاری بر شاخص قیمت کل بهتری دارند ولی در میان مدت و بلند مدت یعنی در بازه‌های زمانی شش ماه و بیشتر، بعد از عرضه در بورس، عملکرد تاثیرگذاری سهام عرضه‌های اولیه دارای عدم اختلاف معنادار مثبت با سایر سهام موجود در بورس و همچنین سایر سهام موجود در گروه صنعت می‌باشد.

بنابراین برای فرضیه اول داریم: عملکرد تاثیر گذاری عرضه‌های اولیه (IPO) بر شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار در بازه‌های زمانی کمتر از شش ماه، بعد از عرضه شان در بورس، دارای اختلاف معنادار مثبتی با عملکرد تاثیرگذاری سایر سهام موجود (OSD) در بورس، بر شاخص قیمت کل می‌باشد ولی در بازه‌های زمانی ۶ ماه و بیشتر دارای اختلاف معنادار از نظر آزمون t دو نمونه‌ای نمی‌باشند.

برای فرضیه دوم داریم: عملکرد تاثیرگذاری عرضه‌های اولیه (IPO) بر شاخص قیمت کل بورس اوراق بهادار در بازه‌های زمانی کمتر از شش ماه بعد از عرضه شان در بورس، دارای اختلاف معنادار مثبتی با عملکرد تاثیرگذاری سایر سهام موجود در گروه صنعت خود، بر شاخص کل قیمت بورس می‌باشد ولی در بازه‌های زمانی ۶ ماه و بیشتر دارای اختلاف معنی دار از نظر آزمون t دو نمونه‌ای نمی‌باشد.

لازم به ذکر است که در تمامی بازه‌های زمانی تحقیق حاضر همواره سهام IPO از نظر مقداری عملکرد تاثیرگذاری

Ebrahimi, K, Ali and Hasani Azar, D, Elham., "Earning Management review at the time of Initial Public Offering in Companies listed in Tehran Stock Exchange" . Riview of Accounting and Auditing , Tehran University. NO 45 (2006), P.P. 3-23.

Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers, 1995, Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior, American Economic Review 85, 1088-1105.

H. Pettway, Richard. Kaneko, Takashi. (2003). the Effects of Earlier Market Sales and Auctions upon Short-Term IPO Returns: The Case of Japanese IPOs.

Hafez Nia, Mohammad Reza. (2011) , Introduction to Research in the Humanities, Tehran, Publications Samt, First printing.

Hagh Bin, Zainab. "Check The initial public offering of shares related to abnormalities in Tehran Stock Exchange" . Master Thesis , Alzahra University. Tehran (Summer 2009).

Ibbotson, Roger G. and Jaffrey, "Hot Issue Markets", Journal of Finance , VOL, xxx, NO. 4, (September 1975), p.p. 1027-1042.

Jaggi, B., "Accuracy of forecast information disclosed in the IPO prospectuses of Hong Kong Companies," The International Journal of Accounting, 32 (3), (1997), p.p. 301-319 .

Jain, B.A. and O. Kini, 1994, "The Post Issue Operating Performance of IPO firms", Journal of Finance, 49,(1994), 1699-1726.

Jelic, R. B. Saadouni, and R. Briston (1998), "The accuracy of earnings Forecast in IPO Prospectuses on the Kuala Lumpur Stock Exchange, 1984-1995" .

Jensen, M., "The performance of mutual fund in the period: 1945-1964", journal of finance,(1968), PP. 389-416

Kurshed, Arif. Mudambi, Ram. Georgen, Marc. "On The Long-Run Performance of IPOs" . weatherhead School of Management Case Western Reserve University. (July 1999).

Levis, Mario. "The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988", Financial Management, VOL. 22, NO. 1. (Spring 1993), p.p.28-41.

Ljungqvist, Alexander. (2005). "IPO Underpricing" . Tuck School of Business at Dartmouth, handbook of corporate finance: empirical corporate finance, vol 1, chapter 12.

Ljungqvist, A.P. and Wilhelm , W.J. Jr. (2002) . IPO Pricing in the Dot-Com Bubble, Working paper, New York University.

Logue, D. E., "On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969", Journal of Financial and Quantitative Analysis (1973), P.P. 91-103.

Loughran, Tim and Ritter , Jay R., "The New Issues Puzzle", Journal of Finance , VOL. 50, No.1, (March 1995), p.p.23-51.

Mario Levis, "The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UKE xperience 1980-1988", Financial Management, VOL.22, No-1 (Spring 1993), P.P.28-41.

Mikkelson, W.H. and K. Shah, 1994, Performance of companies around Initial Public Offerings, mimeo, University of Oregon.

Mohamad, S., A. Nassir, T. Kuing, and M. Ariff (1994), "The accuracy of Profit forecasts of Malaysian IPOs," Capital Market Review, 2, 46-69.

Momeni, Mansor. (2009) , Statistical analysis using spss, Tehran, Publications Ketab No, Second printing.

عرضه اولیه از دو سال قبل تا زمان حال را جای دهند در ضمن محقق حاضر جهت این امر آمادگی خود را جهت همکاری اعلام می‌دارد.

### پیشنهادات جهت انجام تحقیقات آتی

با توجه به اینکه تاکنون پژوهش‌های اندکی پیرامون عرضه عمومی اولیه سهام صورت گرفته، لذا موضوعات زیر جهت انجام تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد:

بررسی تاثیر عرضه‌های اولیه بر عملکرد سایر سهام هم گروه صنعت خود در بورس اوراق بهادار تهران.

بررسی عدم تنوع شرکتی در یک گروه صنعت بر عملکرد عرضه اولیه در آن گروه صنعت، در بورس اوراق بهادار تهران.

بررسی عدم وجود سهام هم گروه صنعت با یک شرکت عرضه اولیه بر عملکرد آن شرکت در بورس اوراق بهادار تهران.

بررسی تفاوت عملکرد عرضه‌های اولیه سهامی که در دوران رونق وارد بورس شده‌اند با عرضه‌های اولیه سهامی که در دوران رکود بورس وارد بورس اوراق بهادار شده‌اند.

بررسی رابطه بین سن بورسی (سابقه شرکت در بورس) شرکت‌های بورسی و بازدهی آنها در مقایسه با سهام عرضه اولیه.

### فهرست منابع

Abdeh Tabrizi, Hossein. Dmori, Darush. "Identify factors affecting long-term return on equity newly accepted in Tehran Stock Exchange". Financial Research , Tehran University. Fifth year, No 15 (2004) , P.P. 23-50.

Aggarwal, R. and Rivoli, P., "Fads in the Initial Public Offering Market?" Financial Management, VOL. 19, NO. 4 (1990), P.P. 45-57.

Aggarwal, R. , L Krigman, and K. Womack, "Strategic IPO underpricing information momentum, and lockup expiration selling", Journal of Financial Economics. 2002.

Azar, Adel. Momeni, Mansor (2009) , "Statistics and Its Application in Management". Tehran , Publications Samt, Second Volume, Eleventh printing.

Banz, R.W. , "The relationship between Return and Market Value of Common Stocks", Journal of Financial Economics, (March 1981), p.p. 3-18.

Beatty, R.P. and Ritter, J.R. , "Investment Banking, Reputation, and Underpricing of Initial Public Offering", Journal of Financial Economics, VOL.15 (January/February 1986), p.p. 231-232.

Chalk, A.J and Peavy, J.W., "Why You Will Never Get a Hot New Issue"., AAIJ Journal, (March 1987), p.p. 16-20.

Davani, GH. (2002). "Exchange , stock and stock pricing". Tehran, Publications Nakhostin , First printing.

Momeni, Mansor. Faal Ghaioimi, Ali, (2008), Statistical analysis using spss, Tehran, Publications Ketab No, First printing.

Naderi, Ezatollah, Seyf Naraghi, Maryam. (1991) , Research methods and how to evaluate it in the Humanities, Tehran, Publications Badr.

Rai, Reza. (2009) , Advanced Investment Management, Tehran, Publications Samt, Second printing.

Reilly, F. K. (1973) , "Furthervevidence of short-run results for new issues investors", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 8, 83-90.

Ritter J. R, " The long-run performance of initial public offerings", journal of finance, vol.46,No.1, (March 1991), p.p. 3-27.

Ritter, Jay R., "The Hot Issue Market of 1980", Journal Of Business, VOL. 57, NO 2 (Aprill 1984), p.p. 215-240.

Schultz, Paul. (2003) . "Pseudo market timing and the long run underperformance of IPOs", Journal of finance, 44, pp 421-450.

Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, and Wong, T.J., "Earnings Management and Long-run Market Performance of Initial public Offerings", Journal of Finance, VOL.53, NO.6, (December 1998), p.p. 1935-1974.

"The draft Regulations pricing shares of the state", approved in 2004 for 1,2 and 3, pp. 1-8.

Zare, Zahra. (Spring 2013)." Check Affect the performance of the company before the initial public offering on decline of stock prices in the Tehran Stock Exchange". Master Thesis, Azad University. Qeshm Island.

