

# بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران

شادروان دکتر احمد ظریف فرد

عضو هیئت علمی دانشگاه شیراز<sup>۱</sup>

حامد مهرجو

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شیراز

## چکیده

در این تحقیق مساله اصلی بررسی بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های تازه وارد به بازار بورس تهران در مقایسه با بازده شاخص قیمت بورس طی دوره مشابه است. همچنین در این تحقیق الگوهای مشاهده شده در زمینه عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بازارهای بورس سراسر دنیا بررسی شده است. این سه الگو عبارتند از: بازده کوتاه‌مدت بیشتر شرکت‌های تازه وارد نسبت به بازده بازار، بازده بلندمدت کمتر این شرکت‌ها و وجود دوره‌های خاص در زمینه فعالیت شرکت‌های تازه وارد در بازار.

---

- این مقاله آخرین اثر دوست و همکار از دست رفته ما شادروان دکتر احمد ظریف‌فرد در این فصلنامه است، روحش شاد و راهش پر رهرو باد.

جامعه آماری شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس از ابتدای سال ۱۳۷۸ تا انتهای سال ۱۳۸۲ می‌باشد. اهمیت انتخاب این دوره از نظر گسترش چشمگیر بازار بورس طی آن و نیز حجم زیاد شرکت‌هایی است که برای اولین بار سهام خود را در بازار بورس تهران عرضه نموده‌اند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که در طی دوره مورد مطالعه، بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار بیشتر از بازده کوتاه‌مدت بازار است. از این نظر الگوی رفتار بازده کوتاه‌مدت سهام جدید (بازده اضافی کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه وارد به بازار) در بورس اوراق بهادار تهران مشابه سایر کشورهای جهان است و شواهدی وجود دارد که نشان‌دهنده تاثیر اندک نوع موسسه حسابرسی شرکت تازه وارد به بازار بر روی بازده کوتاه‌مدت سهام جدید معامله شده در بازار بورس است. همچنین نتایج این تحقیق نشان‌دهنده حذف تاثیر نوع موسسه حسابرسی با توجه به تاثیر عوامل دیگر در نظر گرفته شده برای بررسی بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه وارد به بازار است.

واژه‌های کلیدی: عرضه اولیه اوراق بهادار<sup>۱</sup>، سهام جدید، نامتقارن بودن اطلاعات<sup>۲</sup>، بازده کوتاه‌مدت سهام، علامت‌دهی<sup>۳</sup>.

### مقدمه

روزانه صدها شرکت در دنیا با انتشار سهام برای اولین بار وارد بازار سرمایه می‌شوند و با این کار قصد دارند که سرمایه مورد نیاز برای ادامه فعالیت و گسترش عملیات خود را از این طریق تامین نمایند. به همین خاطر برای این شرکت‌ها مهم است که قیمت تعیین شده برای سهام آنها نشان‌دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های توسعه و رشد آنها در آینده باشد. این موضوع در حالی است که مطالعات و تحقیقات انجام شده توسط بسیاری از محققان در سراسر دنیا در زمینه عرضه اولیه اوراق بهادار نشان می‌دهد که قیمت تعیین شده برای سهام و اوراق بهادار شرکت‌ها در اولین عرضه آن در بازار دارای مطلوبیت لازم نبوده و باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بتوانند با خرید سهام

1 -Initial Public Offering

2 -Information Asymmetry

3 -Signaling

این شرکت‌ها در کوتاه‌مدت سود خود را افزایش داده و از بازده غیرعادی<sup>۱</sup> بهره‌مند شوند. مشخص است که این موضوع جدا از مخدوش کردن عملکرد بازار و مفهوم کارایی آن، دارای ضرر و زیان زیادی برای شرکت‌های منتشرکننده سهام خواهد بود. همچنین نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که با افزایش بازده حاصل از خرید و فروش سهام شرکت تازه وارد در کوتاه‌مدت، بازده بلندمدت اینگونه شرکت‌ها کمتر از بازده بلندمدت بازار خواهد گردید. به همین دلیل با توجه به نتایج تحقیقات انجام شده در سراسر دنیا بیان می‌شود که بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید سهام شرکت‌های تازه وارد بیشتر از بازده کوتاه‌مدت معمول بازار و بازده بلندمدت آن کمتر از بازده بلندمدت بازار طی دوره مشابه می‌باشد.

در این تحقیق بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های تازه وارد به بازار بورس ایران مورد بررسی قرار گرفته است. به این منظور ابتدا شرکت‌های تازه وارد به بازار طی سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۸۲ از نرم‌افزارهای اطلاعاتی بورس (همچون صحرا و پارس پرتفولیو) استخراج شده و سپس بازده کوتاه‌مدت با استفاده از تغییرات قیمت سهام شرکت‌ها در دوره سه ماهه پس از پذیرش آنها در بازار بورس محاسبه شده و با بازده کوتاه‌مدت بازار طی دوره مشابه مقایسه شده است. علاوه بر این در ادامه به منظور بررسی عوامل موثر بر بازده کوتاه‌مدت سهام جدید از متغیرهای درصد سهام عرضه شده، نوع صنعت، زمان وارد شدن شرکت به بازار، میزان تملک سرمایه شرکت توسط اشخاص حقیقی یا حقوقی خاص، شهرت موسسه حسابرسی رسیدگی‌کننده به صورت‌های مالی موسسه و نیز شهرت موسسه کارگزاری معرفی شرکت تازه وارد به بازار مورد آزمون قرار گرفته است.

### پیشینه تحقیق

همانطور که قبلاً بیان گردید، تحقیقات زیادی بر روی بازده حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های تازه وارد به بازارهای بورس کشورهای مختلف دنیا انجام شده است. شواهد و نتایج حاصل از این تحقیقات حاکی از وجود سه پدیده غیرعادی در زمینه سهام جدید تازه پذیرفته شده در بازار بورس می‌باشد. این سه پدیده عبارتند از:

۱. عرضه اولیه زیر قیمت سهام شرکت‌های تازه وارد که باعث می‌شود بازده کوتاه‌مدت این شرکت‌ها بیشتر از بازده کوتاه‌مدت بازار طی دوره مشابه گردد.
  ۲. بازده بلندمدت کمتر سهام شرکت‌های تازه وارد نسبت به بازده بلندمدت سهام شرکت‌های مشابه در بازار.
  ۳. وجود دوره‌های مشخص تاثیرگذار بر روی میزان عرضه اولیه سهام و مقدار قیمت‌گذاری کمتر از واقع شرکت‌ها در بازار.
- پیشینه تحقیق‌های انجام شده در این زمینه به شرح زیر است:

### تحقیق‌های داخلی

تنها تحقیق انجام شده در بازار بورس تهران توسط عبده تیریزی و دموری (۱۳۸۲) انجام گرفته است. در این تحقیق شرکت‌های تازه وارد به بازار طی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ مورد بررسی قرار گرفته‌اند و عوامل موثر بر بازده بلندمدت این شرکت‌ها به طور خاص آزمون شده‌است. عوامل مطرح شده در این تحقیق برای بررسی اثر آنها بر روی بازده بلندمدت شرکت‌های تازه وارد عبارت از حجم معامله سالانه سهام، اندازه شرکت و بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های تازه وارد است. نتیجه حاصل از این تحقیق نشان‌دهنده وجود بازده کوتاه‌مدت بیشتر سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلندمدت کمتر سهام این شرکت‌ها نسبت به شاخص است. از این نظر می‌توان عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های تازه وارد در بازار بورس ایران را مشابه دیگر بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانست.

### تحقیق‌های خارجی

اولین تحقیق انجام شده در زمینه پدیده‌های غیرعادی بازار سهام جدید توسط لوج (۱۹۷۳) انجام شده است. نتیجه این تحقیق نشان‌دهنده اثبات وجود این پدیده‌ها در بازار سهام شرکت‌های تازه وارد به بازار است. این محقق بیان می‌کند که شهرت یا اعتبار موسسات تامین سرمایه و موسسات حسابرسی آنها یکی از عوامل موثر بر روی عرضه زیرقیمت سهام شرکت است. زیرا هر چه شهرت یا اعتبار این موسسات بیشتر باشد،

سرمایه‌گذاران نسبت به آینده شرکت خوش بین تر خواهند بود و حاضرند بهای بیشتری را برای خرید سهام شرکت پرداخت کنند.

یکی دیگر از تحقیق‌های انجام شده در این زمینه توسط ایبوتسن (۱۹۷۵) انجام شده است. در این تحقیق پدیده عرضه زیرقیمت سهام جدید در بازار مورد بررسی قرار گرفته و وجود این پدیده در بازار تایید شده است. این محقق دلیل بوجود آمدن این پدیده در بازار را وجود دوره‌های ویژه در فعالیت بازار دانسته است که باعث می‌شود در یک دوره مشخص، تقاضا برای خرید سهام بیشتر از عرضه آن گردد و در اصطلاح بازار داغ سرمایه بوجود آید.

تحقیق دیگر در این زمینه توسط بارون (۱۹۸۲) انجام شده است. در این تحقیق بازده کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های تازه وارد مورد آزمون قرار گرفته و بیشتر بودن این بازده از بازده کوتاه‌مدت شاخص بازار تایید شده است. این محقق علت وجود پدیده‌های غیرعادی در بازار سهام شرکت‌های تازه وارد را وجود عدم تقارن اطلاعات بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه معرفی کرده است.

یک تحقیق دیگر در این زمینه توسط ریتر (۱۹۸۴) انجام شده است. در این تحقیق بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های جدید آزمون شده و وجود پدیده‌های غیرعادی در سهام شرکت‌های تازه وارد تایید شده است. این محقق قدرت انحصاری موسسات تامین سرمایه در تضمین فروش سهام شرکت‌های کوچک و دارای عمر کم را به عنوان دلیل برای این موضوع معرفی کرده است.

تینیک (۱۹۸۸) اقدام به بررسی و آزمون رابطه بین بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام شرکت‌های تازه وارد به بازار نسبت به بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت شاخص بازار کرده است. نتیجه این تحقیق نیز نشان‌دهنده اثبات وجود پدیده‌های غیرعادی در بازار است. این محقق قوانین بورس و اوراق بهادار آمریکا راجع به مسؤولیت مدیران و شرکت‌های تضمین‌کننده سرمایه را در زمینه اطلاعات ارائه شده توسط آنها به عنوان دلیلی برای وجود عرضه زیرقیمت سهام معرفی کرده است.

ولچ (۱۹۸۹) اقدام به آزمون پدیده‌های غیرعادی در بازار سرمایه شرکت‌های تازه وارد کرده است. این محقق بیان می‌کند که شرکت‌های تازه وارد سعی می‌کنند کیفیت خود

را به وسیله عرضه زیرقیمت به بازار علامت بدهند و بدینوسیله سابقه خوبی را از وضعیت خود در ذهن سرمایه‌گذاران ایجاد کنند. به این ترتیب این شرکت‌ها می‌توانند در عرضه‌های بعدی سهام خود، قیمتی مناسب را دریافت کنند و عواید حاصل از فروش سهام خود را افزایش دهند.

تحقیق دیگر انجام شده در زمینه بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام شرکت‌های تازه وارد به بازار توسط آلن و فالهابر (۱۹۸۹) انجام شده است. در این تحقیق بیان شده که در دوره‌های زمانی و صنایع خاص، هزینه‌های عرضه عمومی بطور قابل توجهی کمتر از منافع آن می‌گردد و در این حالت سهام جدید می‌تواند آنقدر جذاب شود که یک شرکت اقدام به پذیرش عرضه زیر قیمت سهام خود به میزان بیش از حد معمول کند. این موضوع در حالی است که شرکت تازه وارد از این عرضه اولیه زیر قیمت در این دوره زمانی خاص می‌تواند سود زیادی را نصیب خود کرده و در کوتاه‌مدت بازده سهام خود را به میزان زیادی افزایش دهد.

آگاروال و ریولی (۱۹۹۰) اقدام به آزمون پدیده‌های غیرعادی در بازار سهام شرکت‌های تازه وارد کرده و بیان می‌کنند که بازار سهام جدید در معرض گرایش‌ها و علائق زودگذر سرمایه‌گذاران قرار دارد و یا به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران نسبت به سهام جدید به طور نامعقولی بیش از حد خوش بین می‌باشند. این موضوع در عمل باعث می‌شود که قیمت سهام بطور موقت افزایش پیدا کند ولی در ادامه با آگاه شدن سرمایه‌گذاران از نادرستی خوش‌بینی خود، قیمت سهام دوباره کاهش یافته و به ارزش واقعی و تعادلی آن در بازار نزدیک می‌گردد.

تحقیق انجام شده توسط ریتر (۱۹۹۱) نشان می‌دهد که عملکرد و بازده سه ساله سهام تازه وارد در بازار بورس آمریکا طی دوره زمانی سال‌های ۱۹۷۵-۱۹۸۴ میلادی به مقدار زیادی پایین‌تر از بازده سهام شرکت‌های دیگر طی دوره مورد نظر است. نتایج مطالعه ریتر نشان می‌دهد که بازده بلندمدت پایین‌تر سهام‌های جدید، از سالی به سال دیگر و بر حسب صنایع مختلف تغییر می‌کند و این در حالی است که شرکت‌هایی که در دوره‌های حجم بالایی معامله در بازار بورس، سهام خود را برای اولین بار به بازار عرضه کرده، دارای کمترین بازده بلندمدت نسبت به شرکت‌های دیگر هستند.

بری<sup>۱</sup> و جنینگز<sup>۲</sup> (۱۹۹۳) نیز بیان کردند که بین اندازه شرکت و بازده بلندمدت آن رابطه مثبت وجود دارد. این دو محقق دلیل وجود چنین ارتباطی را سطوح بالای عدم اطمینان نسبت به شرکت‌های کوچک اعلام می‌کنند. این در حالی است که معمولاً شرکت‌های بزرگتر دارای حسن شهرت و اعتبار مالی هستند و برای همین بازده بلندمدت آنها نسبت به شرکت‌های کوچکتر بیشتر است.

لوقران و ریتر (۱۹۹۵) اقدام به آزمون روندهای بازده بلندمدت سهام در زمان انتشار آنها در بازار بورس کرده‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در دوره زمانی بین سالهای ۱۹۷۰ تا ۱۹۹۰ میلادی، شرکت‌های منتشرکننده سهام (چه سهام جدید و چه سهام قدیمی و جاافتاده)، طی ۵ سال پس از زمان عرضه سهام به مقدار زیادی دارای بازده پایین‌تر نسبت به شرکت‌هایی هستند که در این مدت هیچگونه سهامی جدیدی منتشر نکرده‌اند.

در آزمون انجام شده توسط ولج و ریتر (۲۰۰۲) در رابطه با ارزیابی بازار بورس و اوراق بهادار آمریکا بین سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ میلادی عملکرد بازار نسبت به قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های تازه وارد بررسی شده‌است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در پایان اولین روز معامله سهام و اوراق بهادار شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار بورس، به طور میانگین قیمت‌های مبادله ۱۸٫۶ درصد بیشتر از قیمت فروخته شده آنها در ابتدای روز معامله سهام شرکت در بازار توسط شرکت اصلی است. همچنین بعد از گذشت ۳ سال مشاهده شد که میانگین قیمت‌گذاری و ارزیابی ضعیف این شرکت‌ها در مقایسه با شاخص بازار ۲۳٫۴ درصد بوده‌است.

در تحقیق دیگری که توسط درابترز<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۳) انجام شده، عملکرد بازار بورس سوئیس درباره شرکت‌های تازه پذیرفته شده در این بازار مورد بررسی قرار گرفته است. در این تحقیق مجموعه وسیعی از اطلاعات بازار بورس از سال ۱۹۸۳ تا ۲۰۰۰ میلادی مورد استفاده قرار گرفته و سعی گردیده که تعدادی از عوامل موثر بر عدم کارایی بازار بورس در زمینه شرکت‌های تازه پذیرفته شده مورد بررسی و آزمون قرار گیرد. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که میانگین بازده اولیه تعدیل شده بازار نسبت به

1 -Barry

2 -Jennings

3 -Drobetz

شرکت‌های تازه پذیرفته شده در آن برابر ۳۴,۹۷ درصد است. با توجه به بخش‌های مختلف بازار می‌توان بیان کرد که میانگین بازده‌ها در بخش اصلی برابر ۱۱,۳۲ درصد و برای قسمت جدید بازار بورس سوییس برابر ۳۸,۹۸ درصد است.

### روش تحقیق و آزمون فرضیه‌ها

همانطور که قبلاً بیان گردید، در این تحقیق ما به دنبال سنجش عملکرد و نحوه قیمت‌گذاری بازار بورس تهران در رابطه با شرکت‌های تازه پذیرفته شده در آن هستیم. به همین خاطر یک دوره سه‌ماهه برای سنجش این عملکرد انتخاب شده است و تغییرات قیمت سهام تازه وارد به بازار در این سه ماه به عنوان ملاک قیمت‌گذاری بازار مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این دوره در اصطلاح بازده کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های تازه وارد به بازار با بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های قدیمی و عادی فعالیت‌کننده در بازار (با استفاده از شاخص قیمت بازار) مقایسه می‌شود. در صورتی که این بازده در زمینه شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار برابر بازده کوتاه‌مدت سه ماهه متناظر آن در بازار باشد، مشخص می‌شود که عملکرد بازار در این رابطه مناسب می‌باشد. ولی در صورت وقوع پیوستن خلاف این موضوع، فرضیه اصلی این تحقیق تایید خواهد شد.

در ادامه تعداد پنج فرضیه فرعی نیز برای سنجش دلیل وجود اختلاف بین بازده کوتاه‌مدت یا قیمت تعیین شده در بازار با شرکت‌های مشابه مطرح شده است که در صورت تایید فرضیه اصلی این تحقیق، میزان تاثیر آنها بر روی این پدیده یک بار به صورت مجزا<sup>۱</sup> و یک بار به همراه یکدیگر<sup>۲</sup> مورد بررسی قرار خواهد گرفت. فرضیه‌های مطرح شده در این تحقیق به شرح زیر می‌باشند:

### فرضیه اصلی

قیمت سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بازار بورس تهران به طور قابل توجهی از قیمت سهام در معاملات آتی آن در بازار متفاوت می‌باشد.

1 -Single Hypothesis Tests

2 -Joint Test of Hypothesis



### فرضیه‌های فرعی

۱. درصد سهام عرضه شده توسط شرکت در اختلاف بین قیمت سهام در عرضه اولیه آن با قیمت‌های بعدی موثر است.
۲. نوع صنعتی که شرکت در آن فعالیت می‌کند در اختلاف بین قیمت در عرضه اولیه با قیمت‌های بعدی موثر می‌باشد.
۳. زمان عرضه سهام شرکت در بازار بورس در اختلاف قیمت در عرضه اولیه با قیمت‌های بعدی موثر است.
۴. درجه تملک مالکیت سرمایه شرکت در اختلاف قیمت بین قیمت در عرضه اولیه با قیمت‌های بعدی موثر است.
۵. میزان شهرت موسسه حسابرسی رسیدگی‌کننده به صورت‌های مالی موسسه در اختلاف قیمت بین قیمت در عرضه اولیه با قیمت‌های بعدی موثر است.

### جامعه و نمونه آماری

در این تحقیق جامعه آماری عبارت از کلیه شرکت‌های تازه وارد به بازار طی سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۸۲ می‌باشد. در ضمن با توجه به این که بازده کوتاه‌مدت سهام جدید تا سه ماه پس از پذیرش شرکت در بازار محاسبه می‌شود، داده‌ها آماری مورد نیاز در این تحقیق، محدوده زمانی ابتدای سال ۱۳۷۸ تا پایان سه ماهه اول سال ۱۳۸۳ را در بر می‌گیرد. با توجه به حجم بالای ورود شرکت‌های تازه وارد به بازار بورس ایران طی این پنج سال اخیر و گسترش بازار در این سال‌ها، کل شرکت‌های وارد شده به بازار طی این دوره به عنوان نمونه در این تحقیق مورد استفاده قرار گرفته‌اند. لازم به ذکر است که از شرکت‌های تازه وارد به بازار طی این پنج سال، تعداد یازده شرکت به علت عدم معامله سهام آنها به دلایل مختلف در بازار بورس، از نمونه تحقیق حذف گردیده‌اند. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در این حالت برای فرضیه اصلی (یعنی اختلاف بازده کوتاه‌مدت شرکت تازه وارد و بازده کوتاه‌مدت بازار) مطابق جدول ۱ بدست می‌آید:

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق به کار رفته در آزمون فرضیه اصلی

متغیر مورد نظر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار	ضریب کشیدگی
بازده کوتاه مدت شرکت	-۰,۲۶	۳,۱۵	-۰,۳۲۰	۰,۶۰۱۶۰	۳,۰۸۶
بازده کوتاه مدت بازار	-۰,۰۳	۰,۶۰	-۰,۱۲۸	۰,۱۲۴۴۷	۲,۲۲۸
اختلاف بازده کوتاه مدت	-۰,۶۶	۳,۱۰	-۰,۱۹۲	۰,۵۹۲۲۸	۳,۰۷۷

در زمینه فرضیه های فرعی مطرح شده در این تحقیق، مشاهدات انجام شده در مورد هر کدام از آنها به شرح جدول ۲ است:

جدول ۲. آمار توصیفی متغیر میزان عرضه سهام برای آزمون فرضیه فرعی اول

متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار	ضریب کشیدگی
میزان عرضه سهام	۰,۰۰۱	۰,۳۵	۰,۰۲۷۳	۰,۰۴۳۰۵	۴,۵۲۲

از مشاهدات بیان شده در جدول ۲ در زمینه آزمون فرضیه فرعی اول مطرح شده در این مقاله مشخص می شود که میزان عرضه سهام توسط شرکت ها در بازار بورس ایران در اولین عرضه سهام آنها به نسبت پایین می باشد. همچنین با توجه به میانگین و انحراف معیار پایین بدست آمده از این مشاهدات یعنی مقادیر  $۰,۰۳۷۳$  و  $۰,۰۴۳۰۵$  مشخص می شود که این اعداد بسیار به هم نزدیک است و پراکندگی زیادی بین آنها وجود ندارد. برای آزمون فرضیه فرعی دوم (تاثیر نوع صنعت فعالیت شرکت تازه وارد به بازار)، آمار توصیفی تحقیق به صورت جدول ۳ است.

جدول ۳. آمار توصیفی شامل میانگین و انحراف معیار بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های فعالیت‌کننده در صنایع مختلف

ردیف	متغیر نوع صنعت	تعداد شرکت	میانگین	انحراف معیار
۱	معدنی	۵	۰,۴۷۴	۰,۸۱۵۳۳۱
۲	فراورده های غذایی و قندی	۶	-۰,۱۳	۰,۲۹۴۷۲۳
۳	صنایع نفت و پتروشیمی	۳	۰,۲۹۸	۰,۳۳۷۰۱۳
۴	دارویی و شیمیایی	۱۳	۰,۱۹۲	۰,۳۷۴۳۴۴
۵	لاستیک و پلاستیک	۳	-۰,۱	۰,۰۳۰۷۹۸
۶	کانی غیرفلزی و سیمان	۱۷	۰,۰۴۴	۰,۲۵۹۹۴۷
۷	فلزی ریخته گری	۴	۰,۰۱۱	۰,۱۵۵۵۲۶
۸	فلزی	۴	۰,۰۸۲	۰,۲۳۶۳۳۹
۹	تجهیزات	۴	۰,۶۸۸	۱,۶۲۶۵۳۶
۱۰	لوازم برقی	۵	۰,۰۲۵	۰,۴۵۵۸۳۴
۱۱	تلویزیون و الکترونیک	۲	-۰,۰۴	۰,۰۹۵۸۰۴
۱۲	خودرو	۶	۰,۰۳۹	۰,۱۲۲۵۷۸
۱۳	سرمایه گذاری	۱۲	۰,۴۹۸	۰,۸۷۱۸۴۸
۱۴	بانکداری	۲	۰,۵۴۶	۰,۳۵۱۷۹۱
۱۵	ساختمانی	۲	-۰,۱۴	۰,۰۹۳۶۸۱
۱۶	حمل و نقل	۱	-۰,۰۸	.
۱۷	خدمات کامپیوتری	۲	۰,۹۴	۱,۳۷۳۹۳۸
	جمع کل	۹۱	۰,۱۹۱	۰,۵۹۲۲۷۶

برای آزمون فرضیه تاثیر زمان وارد شدن شرکت تازه وارد به بازار آمار توصیفی مطابق جدول ۴ است. این موضوع در حالی است که برای سنجش دوره رونق و دوره رکود، بازده بازار طی دوره ۵ ساله محاسبه شده و بازده دوره خاص وارد شدن شرکت به بازار با این بازده مقایسه گردیده است. در صورتی که این بازده بیشتر از بازده بازار

باشد، دوره به عنوان رونق و در غیر اینصورت به عنوان دوره رکود در نظر گرفته شده است.

جدول ۳. آمار توصیفی بازده کوتاه مدت شرکت های تازه وارد در دوران رونق و رکود بازار

ردیف	زمان وارد شدن به بازار	میانگین بازده کوتاه مدت	انحراف معیار
۱۰	دوره رونق	۰٫۲۴۵	۱٫۱۸۱۷۷
۴	دوره رکود	۰٫۱۸۹	۰٫۵۶۴۱۸
	کل	۰٫۱۹۶۵	۰٫۵۹۲۲۸

همچنین برای آزمون فرضیه فرعی چهارم، یعنی تاثیر میزان تملک سرمایه شرکت تازه وارد به بازار توسط اشخاص حقیقی یا حقوقی خاص، شرکت های تازه وارد به بازار به دو دسته شرکت های دارای سهامدار حقیقی یا حقوقی مالک بیشتر از ۵۰ درصد سهام شرکت و شرکت های فاقد چنین سهامدارانی تقسیم بندی شده است. دلیل انجام این طبقه بندی استانداردهای حسابداری ایران است که نفوذ کامل بر روی فعالیت شرکت را مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت می داند. جدول ۵ نشان دهنده اطلاعات آمار توصیفی این آزمون است.

جدول ۵. آمار توصیفی اطلاعات به کار رفته برای آزمون فرضیه فرعی چهارم

ردیف	میزان مالکیت سرمایه	میانگین بازده کوتاه مدت	انحراف معیار
۱	کمتر از ۵۰ درصد	۰٫۲۰۶۸	۰٫۶۳۹۱۵
۲	بیشتر از ۵۰ درصد	۰٫۱۷۹۴	۰٫۵۵۸۹۷

در نهایت جدول آمار توصیفی اطلاعات بکار رفته در آزمون فرضیه فرعی پنجم مطابق جدول ۶ است. در این جدول میزان میانگین و انحراف معیار هر یک از شرکت های طبقه بندی شده بر اساس نوع موسسه حسابداری مورد استفاده توسط شرکت تازه وارد به بازار مورد بررسی قرار گرفته است.

جدول ۶. آمار توصیفی شرکت های تازه وارد استفاده کننده از خدمات سازمان های حسابداری مختلف

ردیف	نوع موسسه حسابداری	میانگین بازده کوتاه مدت	انحراف معیار
۱	سازمان حسابداری	۰٫۰۸۸۴	۰٫۶۶۲۷۴
۲	سایر موسسات حسابداری	۰٫۳۴۱۹	۰٫۸۰۱۸۸

جدول ۷ توزیع سالانه تعداد شرکتهایی که سهام آنها برای اولین بار طی سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۸۲ در بازار بورس اوراق بهادار تهران معامله شده‌است و تعداد شرکتهای وارد شده در نمونه مورد استفاده این آزمون از کل شرکتهای تازه وارد به بازار را نشان می‌دهد.

جدول ۷. توزیع سهام شرکتهای تازه وارد به بازار بورس تهران و نمونه تحقیق

سال	بورس تهران	نمونه تحقیق
۱۳۷۸	۱۳	۱۳
۱۳۷۹	۱۲	۱۰
۱۳۸۰	۱۱	۸
۱۳۸۱	۱۷	۱۷
۱۳۸۲	۲۹	۲۲
جمع	۱۰۳	۹۱

### روش‌های تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها

در این تحقیق بازده کوتاه‌مدت سهام جدید با استفاده از تغییرات قیمت سهام شرکتهای تازه وارد به بازار طی سه ماه پس از پذیرفته شدن آنها در این بازار محاسبه شده و سپس با مقایسه بازده کوتاه‌مدت حاصل از بازار طی دوره مشابه می‌توان فرضیه اصلی این تحقیق را مورد آزمون قرار داد. در این حالت برای محاسبه بازده کوتاه‌مدت شرکت تازه وارد و بازده کوتاه‌مدت بازار برای شرکتهای مختلف از معادله‌های زیر استفاده شده‌است.

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} \quad (۱)$$

در معادله بالا:

$IR_i$ : نشان‌دهنده بازده کوتاه‌مدت حاصل از تغییر قیمت سهام شرکتهای تازه وارد به بازار،

$P_{i1}$ : نشان‌دهنده قیمت در پایان سومین ماه از معامله سهام در بازار،

و  $P_{i0}$  نشان‌دهنده قیمت پیشنهادی برای معامله سهام جدید در ابتدای پذیرفته شدن آن

در بازار بورس می‌باشد.

در ادامه پس از محاسبه بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت تازه وارد به بازار در شرایط مختلف مطرح شده در بالا، بازده بازار با استفاده از شاخص قیمت طی دوره متناظر با ورود شرکت جدید به بازار با استفاده از معادله ۶ محاسبه می‌گردد.

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

در معادله بالا:

$IR_m$ : عبارت از بازده کوتاه‌مدت حاصل از تغییر قیمت کلی شرکت‌ها در بازار 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 بازار بورس  
 اوراق بهادار می‌باشد.

پس از محاسبه بازده کوتاه‌مدت شرکت تازه وارد به بازار و بازده کوتاه‌مدت بازار طی دوره مشابه می‌توان با مقایسه مقادیر عددی این دو بازده، وجود اختلاف بین آنها را از لحاظ آماری محاسبه نمود. در این حالت برای محاسبه اختلاف بازده از معادله ۷ استفاده می‌شود.

$$AIR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} - \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}} \quad (3)$$

در فرمول بالا همانطور که قبلاً بیان گردید  $AIR_i$  عبارت از تفاوت بین تغییر قیمت سهام شرکت تازه وارد به بازار یا بازده کوتاه‌مدت آن ظرف سه ماه پس از پذیرفته شدن آن در بازار بورس در مقایسه با تغییرات قیمت یا بازده کوتاه‌مدت سایر شرکت‌های موجود در بازار در دوره متناظر با آن (سه ماه) می‌باشد.

پس از آزمون فرضیه اصلی در این تحقیق، تاثیر متغیرهای مطرح شده در فرضیه‌های فرعی این تحقیق بر روی اختلاف بازده یا فرضیه اصلی این تحقیق مورد آزمون قرار می‌گیرد. برای این کار با توجه به ویژگی اطلاعات برای هر متغیر از روش‌های مختلف آماری استفاده شده است. بدین ترتیب برای آزمون فرضیه فرعی اول از روش رگرسیون و برای آزمون فرضیه فرعی دوم و سوم و چهارم و پنجم از روش آنالیز واریانس استفاده شده است.

در ادامه همانطور که در بالا بیان گردید تاثیر توام این متغیرهای فرعی بر روی متغیر مستقل اختلاف بازده با استفاده از روش آنالیز کواریانس مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج حاصل از این آزمون‌ها به طور مفصل مورد بررسی قرار خواهد گرفت. معادله آنالیز کواریانس در این حالت مطابق زیر خواهد بود:

$$AIR_{ijk} = \mu + \beta(X_{ijk} - \bar{X}) + \alpha_i + \gamma_j + \delta_k + \varphi_l + \varepsilon_{ijkl} \quad (۴)$$

در معادله بالا:

$\beta$ : ضریب متغیر همراه که در اینجا همان درصد عرضه سهام توسط شرکت تازه وارد به بازار بورس می‌باشد.

$\alpha_i$ : اثر متغیر فاکتوری زمان وارد شدن شرکت تازه وارد به بازار بورس که به چهار فصل تقسیم‌بندی شده است.

$\gamma_j$ : اثر متغیر فاکتوری نوع صنعت که با توجه به طبقه‌بندی سازمان بورس اوراق بهادار تهران در ۱۷ رده تقسیم‌بندی شده است.

$\delta_k$ : اثر متغیر فاکتوری که عبارت از میزان تملک سرمایه شرکت توسط اشخاص حقیقی یا حقوقی خاص می‌باشد.

$\varphi_l$ : اثر متغیر فاکتوری نوع موسسه حسابرسی بر روی متغیر مستقل اختلاف بازده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

پرتال جامع علوم انسانی

آزمون فرضیه‌ها و تفسیر نتایج

آزمون فرضیه اصلی

برای بررسی فرضیه اصلی مطرح شده در این تحقیق، یعنی بررسی اختلاف بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه وارد به بازار در مقایسه با بازده کوتاه‌مدت بازار طی دوره مشابه، آزمون فرضیه‌ای به شکل زیر مطرح گردیده است:

$$H_0: AIR = 0$$

$$H_1: AIR \neq 0$$

برای آزمون این فرضیه با توجه به ویژگی اطلاعات آن از روش رگرسیون استفاده شده که در آن مقدار سطح معنی‌داری برابر ۵ درصد در نظر گرفته شده است. نتایج حاصل از انجام این آزمون به شرح جدول ۸ است:

جدول ۸. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی تحقیق

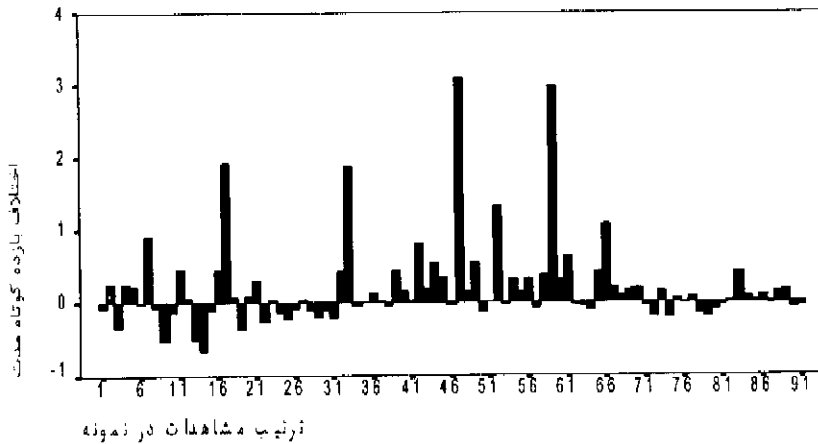
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
تفاوت بازده کوتاهمدت	3.084	90	.003	.1915	.0681	.3148

### One-Sample Test

همانطور که از نتایج نشان داده شده در اثر آزمون فرضیه اصلی این تحقیق با استفاده از نرم افزار SPSS مشخص است، مقدار آلفای  $0/03$  که کمتر از سطح معنی داری  $0/05$  انتخاب شده برای انجام آزمون است نشان دهنده تایید فرضیه اصلی در این تحقیق می باشد. به عبارت دیگر با توجه به این نتایج می توان گفت که فرضیه  $H_0$  رد شده و فرضیه مقابل آن تایید می گردد.

علاوه بر این از آنجا که هر دو کران فاصله اطمینان در نظر گرفته شده برای آزمون آماری مثبت می باشد، می توان گفت که بازده کوتاهمدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت های تازه وارد به بازار بیشتر از بازده کوتاهمدت شرکت های دیگر بازار طی همان دوره می باشد. شکل ۱ بیشتر بودن بازده کوتاهمدت شرکت های تازه وارد به بازار، نسبت به بازده کوتاهمدت بازار را مطابق نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان می دهد.





شکل ۱. تفاوت بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار نسبت به بازده کوتاه‌مدت بازار در دوره مشابه

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه همانطور که در بالا توضیح داده شد نشان‌دهنده بالاتر بودن بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار نسبت به بازده کوتاه‌مدت بازار طی دوره یکسان می‌باشد. این موضوع با نتایج حاصل از تحقیقات انجام شده در سایر بازارهای بورس دنیا هم‌مانندگی دارد. این موضوع نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران می‌توانند با خرید و فروش سهام اینگونه شرکت‌ها بازده فوق‌العاده‌ای را نسبت به بازده معمول سایر سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت عاید خود نمایند. همچنین در تحقیق انجام شده توسط دموری (۱۳۸۲) نیز وجود بازده کوتاه‌مدت بالاتر شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار بورس تهران نسبت به شرکت‌های دیگر در بازار تایید شده‌است که گواه دیگری برای وجود این پدیده در بازار بورس تهران می‌باشد. این نتایج نشان می‌دهد که عملکرد بازار بورس تهران در مورد شرکت‌های تازه پذیرفته شده در آن مشابه عملکرد بازارهای بورس دیگر کشورها است.

## آزمون فرضیه فرعی اول

همانطور که قبلاً بیان گردید، در این تحقیق پنج فرضیه فرعی برای سنجش ارتباط آنها با بازده کوتاه مدت بیشتر شرکت‌های تازه وارد ارائه شده است. اولین فرضیه فرعی مطرح شده در این رابطه احتمال وجود ارتباط بین درصد سهام عرضه شده توسط شرکت تازه وارد به بازار و بازده کوتاه مدت این شرکت‌های تازه وارد به بازار است. زیرا مقدار یا درصد سهام عرضه شده توسط شرکت را می‌توان یکی از عوامل نشان‌دهنده میزان کمتر بودن قیمت ارائه سهام شرکت تازه وارد به بازار دانست.

برای بررسی اثر این عامل بر روی متغیر مستقل اختلاف بازده میزان عرضه اولیه سهام به صورت درصدی از کل سهام شرکت از نرم‌افزارهای اطلاعاتی بورس استخراج گردیده و سپس با توجه به ویژگی این اطلاعات با استفاده از مدل رگرسیونی مورد آزمون قرار گرفته است. در این حالت بیان آماری فرضیه فرعی اول به صورت زیر می‌باشد:

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: \rho \neq 0$$

نتایج حاصل از این آزمون مطابق جدول ۹ بدست می‌آید:

جدول ۹. ضرایب حاصل از تجزیه و تحلیل و آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی درصد عرضه سهام

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.272	.083		3.268	.002
	میزان عرضه	-1.930	1.468	-.140	-1.314	.192

## Coefficients(a)

با توجه به جدول ۹ مشخص می‌شود که متغیر مستقل میزان عرضه سهام تأثیری بر روی متغیر وابسته اختلاف بازده ندارد. دلیل این موضوع سطح معنی‌داری برابر ۰/۱۰۲ است که بزرگتر از مقدار آلفای مشخص شده برابر ۰/۰۵ می‌باشد. نتایج حاصل از این فرضیه مغایر با نتایج تحقیقات خارجی همچون تحقیق انجام شده توسط ریتر (۱۹۹۸)

می‌باشد. زیرا یکی از فرضیه‌های مطرح شده درباره میزان عرضه سهام بیان می‌کند که مقدار این عرضه به عنوان علامتی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود و بر این اساس هرچه مقدار عرضه سهام شرکت کمتر باشد، سرمایه‌گذاران انتظار دارند که قیمت سهام در آینده بطور قابل توجهی افزایش پیدا کند و به همین خاطر سرمایه‌گذاران حاضرند بهای بیشتری را برای خریداری سهام اینگونه شرکت‌ها پرداخت کنند.

### آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه دوم این تحقیق عبارت از بررسی متغیر فاکتوری مستقل نوع صنعت بر روی متغیر وابسته اختلاف بازده می‌باشد که به علت خصوصیت طبقه‌ای بودن این متغیر، از روش آماری تجزیه و تحلیل آنالیز واریانس برای آزمون آن استفاده شده‌است. مطابق این روش اثر متغیر فاکتوری نوع صنعت تحت بیان آماری زیر مورد آزمون قرار می‌گیرد.

$$H_0: \gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_{17}$$

$$H_1: \gamma_i \neq \gamma_j$$

منظور از  $\tau$  در بیان آماری بالا عبارت از تاثیر نوع صنعت در طبقه‌بندی شرکت‌ها به ۱۷ طبقه می‌باشد. این طبقه‌بندی در جدول شماره ۱۰ نشان داده شده‌است. همچنین تعداد شرکت‌های پذیرفته شده از ابتدای سال ۱۳۷۸ تا پایان سال ۱۳۸۲ در هر کدام از صنایع مختلف در این جدول نشان داده شده‌است. همچنین لازم به ذکر است که طبقه‌بندی صنایع در این جدول بر اساس طبقه‌بندی بازار بورس تهران درباره شرکت‌های موجود در آن است.

نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۱۱ نشان داده شده‌است.

جدول ۱۰. طبقه‌بندی سال ورود سهام جدید به بازار بورس تهران بر حسب صنایع مختلف

ردیف	صنایع	سال ورود	۱۳۷۸	۱۳۷۹	۱۳۸۰	۱۳۸۰	۱۳۸۱	جمع کل
۱	معدنی	۰	۱	۰	۰	۱	۳	۴
۲	فراورده های غذایی و قندی	۱	۲	۱	۱	۱	۱	۲
۳	صنایع نفت و پتروشیمی	۲	۰	۰	۰	۰	۱	۱
۴	دارویی و شیمیایی	۱	۱	۰	۳	۴	۳	۷
۵	لاستیک و پلاستیک	۱	۰	۰	۰	۱	۱	۲
۶	کاذبی غیرفلزی و سیمان	۲	۲	۰	۰	۲	۹	۱۱
۷	فلزی ریخته گری	۰	۱	۱	۱	۱	۲	۳
۸	فلزی	۳	۰	۰	۰	۰	۱	۱
۹	تجهیزات	۰	۰	۰	۰	۰	۳	۳
۱۰	لوازم برقی	۰	۱	۰	۰	۰	۲	۴
۱۱	تأویزیون و الکترونیک	۰	۰	۱	۱	۱	۰	۱
۱۲	خودرو	۱	۰	۰	۱	۱	۴	۵
۱۳	سرمایه گذاری	۲	۱	۰	۰	۱	۵	۶
۱۴	بانکداری	۰	۰	۰	۰	۰	۲	۲
۱۵	ساختمانی	۰	۰	۰	۱	۱	۴	۵
۱۶	حمل و نقل	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۱
۱۷	خدمات کامپیوتری	۰	۱	۰	۰	۱	۰	۱
	جمع کل	۱۴	۱۰	۸	۱۷	۴۲	۹۱	

همانطور که از نتایج نشان داده شده در جدول ۱۰ مشخص است، سطح معنی‌داری ۰/۳۸۲ بدست آمده در نتیجه این آزمون بزرگتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ انتخاب شده برای آن می‌باشد و به خاطر همین این فرضیه رد می‌شود. بنابراین می‌توان گفت که تاثیری بین نوع صنعت فعالیتی شرکت تازه وارد و اختلاف بازده کوتاه‌مدت بین بازده شرکت تازه وارد و بازار در عمل وجود ندارد. این نتایج بر خلاف نتایج بدست آمده در تحقیق دموری (۱۳۸۲) است.

جدول ۱۱. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی نوع صنعت

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	6.012(a)	16	.376	1.088	.382
Intercept	2.083	1	2.083	6.030	.016
CODESAN	6.012	16	.376	1.088	.382
Error	25.559	74	.345		
Total	34.907	91			
Corrected Total	31.571	90			

a R Squared = .190 (Adjusted R Squared = .015)

**Tests of Between-Subjects Effects**

**آزمون فرضیه فرعی سوم**

سومین فرضیه فرعی مطرح شده احتمال تاثیر زمان عرضه سهام شرکت تازه وارد به بازار بر روی بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت یا تغییرات قیمت آن در کوتاه‌مدت می‌باشد. برای بررسی این عامل دوره فعالیت بازار به دو دسته دوره رونق و دوره رکود دسته‌بندی شده‌است. بیان آماری این فرضیه در این حالت مطابق زیر خواهد بود:

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2$$

$$H_1: \alpha_1 \neq \alpha_2$$

نتایج حاصل از انجام آزمون بر روی این فرضیه در جدول ۱۲ نشان داده شده‌است.

جدول ۱۲. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی تاثیر متغیر زمان ورود

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	.012(a)	1	.012	.034	.855
Intercept	.720	1	.720	2.031	.158
TV	.012	1	.012	.034	.855
Error	31.559	89	.355		
Total	34.907	91			
Corrected Total	31.571	90			

a R Squared = .000 (Adjusted R Squared = -.011)

همانطور که از جدول بالا مشخص است، نتایج حاصل از انجام آزمون بر روی این فرضیه با توجه به سطح معنی‌داری  $0/855$  که بزرگتر از مقدار آلفای  $0/05$  انتخاب شده برای انجام آزمون است رد می‌گردد. به هر حال همانطور که قبلاً نیز ذکر شد بسیاری از محققین همچون ریتر (۱۹۸۴) معتقدند که زمان وارد شدن شرکت تازه وارد به بازار می‌تواند در قیمت‌گذاری سهام آن و در نتیجه در کسب بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت تازه وارد موثر باشد که این موضوع با توجه به آزمون انجام شده در بالا در بازار بورس تهران صادق نیست.

#### آزمون فرضیه فرعی چهارم

چهارمین فرضیه فرعی انتخاب شده برای سنجش اثرات آن بر روی متغیر اختلاف بازده کوتاه‌مدت عبارت از میزان تملک سرمایه شرکت توسط اشخاص حقیقی یا حقوقی خاص است. در این تحقیق مقدار تملک سرمایه صاحبان سهام شرکت با توجه به استانداردهای حسابداری ایران که نفوذ کامل بر روی شرکت را عبارت از تملک مقدار  $50\%$  درصد سرمایه شرکت یا بیشتر از آن می‌داند، به دو دسته شرکت‌های دارای سهامدار مالک بیشتر از  $50\%$  درصد سرمایه و شرکت‌های فاقد اینگونه سهامداران تقسیم‌بندی شده‌است. بیان آماری این فرضیه مطابق زیر است:

$$H_0: \delta_1 = \delta_2$$

$$H_1: \delta_1 \neq \delta_2$$

نتایج حاصل از انجام آزمون بر روی این فرضیه فرعی در جدول ۱۳ نشان داده شده‌است.

جدول ۱۳. نتایج حاصل از انجام آزمون بر روی فرضیه فرعی میزان تملک سرمایه

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	.017(a)	1	.017	.047	.828
Intercept	3.344	1	3.344	9.433	.003
CODEMA	.017	1	.017	.047	.828
Error	31.554	89	.355		
Total	34.907	91			
Corrected Total	31.571	90			

a R Squared = .001 (Adjusted R Squared = -.011)

همانطور که از جدول ۱۳ مشخص است، با توجه به سطح معنی‌داری ۰/۸۲۸ که بزرگتر از مقدار آلفای ۰/۰۵ انتخاب شده برای انجام آزمون است می‌توان گفت که تاثیری بین دو متغیر میزان تملک سرمایه و اختلاف بازده کوتاه‌مدت وجود ندارد. دلیل این موضوع را نیز شاید بتوان به عدم تاثیر سهامداران شرکت تازه وارد به بازار بورس بر روی روند قیمت‌گذاری سهام شرکت نسبت داد.

### آزمون فرضیه فرعی پنجم

آخرین فرضیه فرعی مطرح شده برای سنجش اثر آن بر روی متغیر وابسته اختلاف بازده عبارت از تاثیر موسسه حسابرسی شرکت تازه وارد به بازار بر روی بازده کوتاه‌مدت یا تغییرات قیمت پس از ورود شرکت به بازار می‌باشد. در این تحقیق موسسات حسابرسی ایران به دو دسته کلی سازمان حسابرسی و سایر موسسات حسابرسی تقسیم‌بندی شده‌است. بیان آماری این فرضیه در این حالت مطابق زیر است:

$$H_0: \varphi_1 = \varphi_2$$

$$H_1: \varphi_1 \neq \varphi_2$$

نتایج حاصل از انجام این آزمون در جدول ۱۴ نشان داده شده‌است.

جدول ۱۴. نتایج حاصل از انجام آزمون بر روی فرضیه فرعی پنجم

Dependent Variable: اختلاف بازده

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	1.583(a)	1	1.583	4.699	.033
Intercept	4.198	1	4.198	12.459	.001
AUDITING	1.583	1	1.583	4.699	.033
Error	29.988	89	.337		
Total	34.907	91			
Corrected Total	31.571	90			

a. R Squared = .050 (Adjusted R Squared = .039)

#### Tests of Between-Subjects Effects

همانطور که از نتایج نشان داده شده در جدول ۱۴ مشاهده می‌شود، تاثیر متغیر موسسه حسابرسی بر روی اختلاف بازده شرکت‌های تازه وارد به بازار تایید می‌شود. این موضوع را می‌توان از روی سطح معنی‌داری ۰/۰۳۳ که کمتر از مقدار آلفای ۰/۰۵

انتخاب شده برای انجام آزمون است، مشاهده نمود. همچنین با توجه به ضریب تعیین  $0.50$  حاصل از انجام آزمون می‌توان گفت که تاثیر این دو عامل بر روی هم بسیار اندک می‌باشد و همبستگی بسیار پایینی بین این دو متغیر با توجه به نتایج بالا وجود دارد.

### آزمون توام متغیرهای فرعی

برای انجام این آزمون ۴ متغیر نوع صنعت، زمان ورود، میزان تملک سرمایه و نوع موسسه حسابرسی با توجه به ویژگی اطلاعات آنها به عنوان متغیر فاکتوری و درصد عرضه سهام به عنوان متغیر همراه در نظر گرفته شده و از روش آنالیز کوواریانس چند راهه برای آزمون اثر توام این متغیرها استفاده شده است. برای این منظور ابتدا اثرات اصلی هر کدام از متغیرها بررسی شده است. نتایج حاصل از آزمون اثرات اصلی متغیرهای مطرح شده در فرضیه‌های فرعی به صورت توام در جدول ۱۵ نشان داده شده است.

جدول ۱۵. نتایج حاصل از انجام آزمون توام متغیرهای مطرح شده در فرضیه‌های فرعی تحقیق

Dependent Variable: اختلاف بازده

Source	Type III Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Corrected Model	8.996(a)	20	.450	1.377	.165
Intercept	.791	1	.791	2.421	.124
AUDITING	1.058	1	1.058	3.238	.076
CODESAN	6.672	16	.417	1.277	.238
CODEMA	.028	1	.028	.087	.769
TV	.018	1	.018	.055	.815
SUPLY	.401	1	.401	1.229	.271
Error	22.210	68	.327		
Total	34.783	89			
Corrected Total	31.206	88			

a. R Squared = .288 (Adjusted R Squared = .079)

#### Tests of Between-Subjects Effects

همانطور که از نتایج جدول ۱۵ مشخص است، می‌توان مشاهده کرد که با آزمون توام متغیرهای فرعی و سنجش اثر آنها بر روی متغیر وابسته اختلاف بازده، هیچکدام از



متغیرها دارای تاثیر بر روی متغیر وابسته نیستند. این موضوع در حالی است که در آزمون مجزای این متغیرها، عامل نوع موسسه حساسی‌تری دارای تاثیر بر روی اختلاف بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار بورس بود. ولی می‌توان گفت که به دلیل تاثیر کم این دو متغیر بر روی هم و همبستگی پایین آنها، با توجه به تاثیر عوامل دیگر مطرح شده در سایر فرضیه‌های فرعی، تاثیر این عامل نیز بر روی اختلاف بازده کوتاه‌مدت از بین رفته و رابطه معنی‌داری در مجموع بین این دو عامل مشاهده نمی‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

همانطور که از نتایج نشان داده شده در این تحقیق مشخص شد، می‌توان نتیجه گرفت که الگوی رفتار بازده کوتاه‌مدت سهام جدید (یعنی بازده کوتاه‌مدت بیشتر شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار بورس نسبت به بازده کوتاه‌مدت بازار طی دوره مشابه) در بورس اوراق بهادار تهران مشابه بازارهای بورس سایر کشورهای جهان است و این موضوع با نتایج سایر تحقیقات انجام شده توسط محققینی همچون ریتر ۱۹۹۸، ولج (۱۹۸۹) و دیگران هماهنگی دارد.

اما در زمینه فرضیه‌های مطرح شده درباره بررسی علت وجود پدیده غیرعادی در بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده می‌توان گفت که فرضیه‌های مطرح شده در این تحقیق توانایی توجیه این پدیده را ندارد. تنها از میان فرضیه‌های مطرح شده نوع موسسه حساسی‌تری تا حدی دارای ارتباط با این پدیده (مطابق نتایج تحقیق) است که به علت همبستگی ضعیف بین این دو متغیر یا به عبارتی تاثیر ضعیف آنها در مجموع عوامل مطرح شده، این عامل نیز تاثیر خود را از دست می‌دهد. به هر حال با توجه به اینکه نتایج این تحقیق نشان‌دهنده تایید الگوی بازده کوتاه‌مدت بیشتر شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار نسبت به شرکت‌های دیگر بازار بورس اوراق بهادار تهران است، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران سهام این شرکت‌ها را در کوتاه‌مدت خریداری کنند و سعی کنند که با خرید و فروش سهام شرکت‌های تازه وارد در کوتاه‌مدت منافع خود را در بازار افزایش دهند.

## منابع و مأخذ

### منابع فارسی

- ۱- سالنامه‌های سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲.
- ۲- عبده تبریزی، حسین و داریوش دموری، ۱۳۸۲، شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، سال پنجم، شماره ۱۵.
- ۳- ماهنامه سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲.
- ۴- نمازی، محمد، ۱۳۸۲، بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار در ایران، انتشارات امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، چاپ اول.

### منابع لاتین

- 1-Aggarwal, R. and P. Rivoli . 1990. Fads in the Initial Public Offering Market, **Journal of Financial Management**, Vol. 19, No. 4, pp 45-57.
- 2-Allen, F. and G. Faulhaber. 1989. Signaling by Underpricing in the IPO Market, **Journal of Financial Economics**, No. 23, pp 303-323.
- 3-Baron, p. 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues, **Journal of Finance**, No. 37, pp 955-976.
- 4-Barry, C. and R. Jennings. 1993. The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock, **Journal of Financial Management**, No. 22, pp. 54-63.
- 5-Drobetz, W., M. Kammerman, and U. Walchli. 2003. Performance of Initial Public Offering: The Evidence for Switzerland, **Working paper**, Basel University.
- 6-Garfinkel, J. 1993. Initial Public Offering (IPO), Underpricing, Insider Selling and Subsequent Equity Offerings: Is Underpricing a Signal of Quality?, **Financial Management**, No. 22, pp 74-83.
- 7-Ibbotson, G. 1975. Price Performance of Common Stock New Issues, **Journal of Financial Economics**, No. 2, pp 235-272.

- 8-Logue, E. 1973. On the Pricing of Unseasoned Equity Issues: 1965-1969, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, No. 8, pp 91-103.
- 9-Loughran, T. and R. Ritter (1995). "The New Issues Puzzle", **Journal of Finance**, No. 50, pp. 23-51.
- 10-Ritter, R. 1984. The Hot Issue Market of 1980, **Journal of Business**, No. 57, pp 215-240.
- 11-Ritter, R. 1998. Initial Public Offering, **Journal of Contemporary Finance Digest**, Vol 2, No. 1, pp 5-30.
- 12-Ritter, R. 1991. The Long-run Performance of Initial Public Offerings, **Journal of Finance**, No. 46, pp 3-27.
- 13-Rock, K. 1986. Why New Issues are Underpriced, **Journal of Financial Economics**, No. 15, pp 187-212.
- 14-Tinic, M. 1988. Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock, **Journal of Finance**, No. 43, pp 789-822.
- 15-Welch, I. and J. Ritter. 2002. A Review of IPO Activity, Pricing and Allocation, **Working paper**, Yale University.
- 16-Welch, I. 1989. Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offering, **Journal of Finance**, No. 44, pp 421-450.
- 17-Welch, I. and J. Ritter. 2002. A Review of IPO Activity, Pricing and Allocation, **Working paper**, Yale University.
- 18-Drobtz, W., Kammerman M. and U. Walchli. 2003. Performance of Initial Public Offering: The Evidence for Switzerland, **Working paper**, Basel University.



شروېشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی