

عوامل مؤثر بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه (IPOs) در بورس اوراق بهادار تهران

سعید باقرزاده^{۱*}، محمدرضا نیکبخت^۲، ایرج نوروش^۳

۱- دکتری حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران

۲- استادیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران

۳- دانشیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران

پذیرش: ۸۸/۱۰/۲۸

دریافت: ۸۶/۴/۱۸

چکیده

تحقیق حاضر به بررسی بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل مؤثر بر آن در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۳ پرداخته‌است. یافته‌های تحقیق حکایت از این دارد که سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند عرضه‌های اولیه در سایر کشورها در بازه زمانی چهار هفته بعد از تاریخ عرضه به‌طور متوسط ۱۴/۸۵ درصد بازده اولیه و ۱۲/۳۹ درصد بازده اولیه غیرعادی (بازده تعدیل شده با پرتفوی بازار) ایجاد کرده‌اند. بررسی بیشتر این پدیده بر اساس سال تقویمی نشانگر این است که سهام عرضه‌های اولیه سال ۱۳۸۳ بیش‌ترین بازده اولیه غیرعادی (۲۴/۷۸ درصد) و سال‌های ۱۳۷۹ و ۱۳۸۱ کمترین بازده اولیه غیرعادی (۱/۳۹ درصد) را برای خریداران خود ایجاد کرده‌اند. مطالعه این پدیده در بین صنایع مختلف نشان می‌دهد که دو صنعت "استخراج ذغال سنگ" و "تصفیه نفت و سوخت هسته‌ای" بیش‌ترین بازده اولیه غیرعادی (به ترتیب ۷۰/۲۴ درصد و ۶۲/۳۱ درصد) و صنعت "ساخت وسایل ارتباطی" کمترین بازده اولیه غیرعادی (۱/۱۲ درصد) را ایجاد کرده‌اند. بررسی عوامل احتمالی مؤثر بر بازده اولیه این سهام نشان می‌دهد که از بین متغیرهای مورد بررسی (اندازه شرکت، عمر شرکت، اهرم مالی شرکت، درصد عرضه اولیه سهم، ناخالص عایدات حاصل از عرضه، روند عمومی بازار قبل از عرضه و ترکیب سهام‌داران شرکت در مقطع عرضه اولیه)، تنها دو متغیر "درصد عرضه اولیه سهم" و "اهرم مالی شرکت" در مقطع عرضه اولیه، مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار بر بازده کوتاه‌مدت سهام

عرضه‌های اولیه سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند. در مجموع، یافته‌های تحقیق پیش‌بینی تئوری‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات را مورد تأیید قرار می‌دهد.

کلیدواژه‌ها : عرضه‌های عمومی اولیه (IPOs)، بازده کوتاه مدت غیرعادی، عدم تقارن اطلاعات، ابهام آتی، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- مقدمه

یکی از کارکردهای مهم بازار سرمایه و به تبع آن بورس اوراق بهادار، تعیین قیمت عادلانه اوراق بهادار است. در این راستا، هر ساله شرکت‌های متعددی خواه در مسیر چرخه حیات اقتصادی برای تأمین منابع مالی مورد نیاز برای اهداف رشد و توسعه خود و خواه در فرایند خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، برای نخستین بار قدم به بازار سرمایه نهاده و مبادرت به عرضه اولیه سهام خود به عموم^۱ (IPO) در بورس اوراق بهادار می‌نمایند. سالیان‌مدیدی است که عملکرد سهام عرضه‌های اولیه عمومی (IPOs) توجه پژوهشگران و اقتصاددانان مالی را به خود معطوف ساخته است. در سطح بین‌الملل شواهد تجربی فراوان در دست است که نشان می‌دهد در عرضه‌های اولیه عمومی، شرکت‌ها سهام خود را به قیمتی کمتر از قیمتی که سرمایه‌گذاران تمایل به پرداخت آن دارند، عرضه می‌کنند [۱]. به عبارت دیگر، شرکت‌ها با فدا کردن منافع سهام‌داران اولیه خود و به اصطلاح "باقی گذاشتن مبلغ قابل توجهی پول روی میز"، هزینه قابل توجهی را متحمل شده و برای سرمایه‌گذاران جدید بازده مثبت غیرعادی ایجاد می‌کنند [۲، صص ۲۷۹-۳۱۹]. به این ترتیب، سرمایه‌گذارانی که سهام عرضه‌های اولیه را در روز اول عرضه خریداری کرده و پس از مدت کوتاهی آنها را به فروش می‌رسانند، به‌طور متوسط ۱۰-۳۰ درصد بازده مثبت عاید خود می‌سازند [۳، صص ۱۸۷-۲۱۲]. در ادبیات مالی، شکل‌گیری بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه به "قیمت‌گذاری کمتر از واقع"^۲ این سهام نسبت داده می‌شود. پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه پدیده‌ای جهان‌شمول بوده و در بورس اوراق بهادار اکثر کشورها مستند شده است [۴، صص ۱۶۵-۱۹۹]. به‌رغم تحقیقات بیشمار

1. (IPO): Initial Public Offering
2. Underpricing

صورت گرفته در خصوص این پدیده در کشورهای مختلف، تعداد پژوهش‌های انجام شده در این مقوله در ایران بسیار انگشت‌شمارند [۶:۵، صص ۲۳-۵۰].

تحقیق حاضر به بررسی پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۱۳۷۶-۱۳۸۳ می‌پردازد. سؤال اصلی تحقیق این است که آیا سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار سایر کشورها "زیر قیمت" عرضه شده و در کوتاه‌مدت بازده مثبت اضافی برای سرمایه‌گذاران خود ایجاد می‌کنند؟ در صورت مثبت بودن پاسخ این سؤال، چه عامل یا عواملی در شکل‌گیری این بازده کوتاه‌مدت غیرعادی مؤثرند؟

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- شواهد بین‌المللی پیرامون بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه
شواهد تجربی فراوان وجود دارد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذارانی که سهام عرضه‌های اولیه را در روز اول عرضه خریداری کرده و پس از مدت کوتاهی (عموماً در پایان همان روز) آنها را به فروش می‌رسانند، به‌طور متوسط ۱۰-۳۰ درصد بازده اولیه عاید خود می‌سازند [۳، صص ۱۸۷-۲۱۲]. در ادبیات مالی، شکل‌گیری بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه به "قیمت‌گذاری کمتر از واقع" این سهام نسبت داده می‌شود [۴، صص ۱۶۵-۱۹۹۹]. پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه برای نخستین بار در بازار سرمایه آمریکا و به‌وسیله ایبوتسون^۱ (۱۹۷۵) شناسایی شد [۷، صص ۶۶-۷۴]. ایبوتسون با مطالعه ۱۲۰ سهم عرضه شده اولیه در بورس نیویورک در فاصله بین سال‌های ۱۹۶۵-۱۹۶۹، پی برد که این سهام از تاریخ عرضه تا پایان اولین ماه داد و ستد خود در بورس به‌طور متوسط ۱۱/۴٪ بازده اولیه مثبت ایجاد کرده‌اند. متعاقب این تحقیق، ایبوتسون و جف^۲ (۱۹۷۵) با بررسی نمونه وسیع‌تر از تحقیق ایبوتسون در همان قلمرو زمانی، متوسط بازده اولیه را ۱۶/۸۳٪ گزارش کردند [۸، صص ۲۳۵-۲۷۲]. طبق نظر ایبوتسون و جف، قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه یک پدیده ادواری است، به این معنا

1. Ibbotson
2. Ibbotson and Jaffe

در دوره‌هایی که تعداد عرضه‌های عمومی اولیه در بازار زیاد است (دوره‌های داغ)، قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیشتر بوده و در دوره‌هایی که تعداد عرضه‌های عمومی اولیه در بازار کمتر است (دوره‌های سرد)، اندازه قیمت‌گذاری کمتر از واقع کمتر می‌شود. مرور ادبیات عرضه‌های عمومی اولیه در سطح بین‌الملل حکایت از این دارد که پدیده بازده کوتاه‌مدت غیرعادی عرضه‌های اولیه تنها به بازار سرمایه کشور آمریکا منحصر نمی‌شود؛ این پدیده در بورس اوراق بهادار سایر کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نیز شناسایی و مستند شده‌است. به‌عنوان مثال، تحقیق جامع لافران و همکاران^۲ (۱۹۹۴) پدیده بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه را در ۲۵ کشور توسعه یافته و در حال توسعه مورد تأیید قرار داده‌است [صص ۲۳-۵۱]. نتایج این تحقیق برجسته هم‌چنین نشان می‌دهد که بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار کشورهای در حال توسعه در مقایسه با بازارهای سرمایه توسعه یافته بیشتر است. متعاقب این تحقیق، مطالعات تجربی متعددی در کشورهای مختلف، بر وجود بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه صحنه گذاشته‌اند؛ اگرچه مقدار بازده کوتاه‌مدت غیرعادی از کشوری به کشور دیگر متفاوت گزارش شده‌است [۱] (جدول ۱).

جدول ۱ شواهد بین‌المللی (۴۰ کشور) در خصوص بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه

کشور	پژوهشگران) و سال انتشار تحقیق	تعداد نمونه	قلمرو زمانی تحقیق	متوسط بازده اولیه
آفریقای جنوبی	پیچ و ریناکه (۱۹۹۲)	۱۱۸	۱۹۸۰-۱۹۹۱	۳۲/۷٪
آلمان	لیونکوویست (۱۹۹۹)	۴۰۷	۱۹۷۸-۱۹۹۹	۲۷/۷٪
آمریکا	ایبوتسون و همکاران؛ لیونکوویست (۲۰۰۵)	۱۴۹۷۸	۱۹۶۰-۲۰۰۲	۱۸/۳٪
اتریش	آیزنگ (۱۹۹۷)	۸۳	۱۹۸۴-۲۰۰۲	۶/۳٪
استرالیا	لی و همکاران؛ وو	۳۸۱	۱۹۷۶-۱۹۹۵	۱۲/۱٪

1. Hot issue markets
2. Loughran, T. et al.

ادامه جدول ۱

کشور	پژوهشگر(ان) و سال انتشار تحقیق	تعداد نمونه	قلمرو زمانی تحقیق	متوسط بازده اولیه
اسپانیا	آنسوتگو و فابریگات اوترو و فرناندز (۲۰۰۰)	۹۹ ۵۸	۱۹۹۸-۱۹۸۶ ۱۹۹۷-۱۹۸۵	۱۰/۷٪ ۱۲/۸٪
اسرائیل	کاندل و همکاران؛ آمیهود و هاووزر	۲۸۵	۱۹۹۰-۱۹۹۴	۱۲/۱٪
اندونزی	حنفی؛ لیونکوویست و یو	۲۳۷	۱۹۸۹-۲۰۰۱	۱۹/۷٪
انگلیس	دیمسون؛ لوییس (۱۹۹۳)؛ لیونکوویست	۳۱۲۲	۱۹۵۹-۲۰۰۱	۱۷/۴٪
ایتالیا	آروزیو و همکاران(۱۹۹۹)؛ کاسیا و همکاران	۱۸۱	۱۹۸۵-۲۰۰۱	۲۱/۷٪
برزیل	آگاروال و همکاران (۱۹۹۳)	۶۲	۱۹۷۹-۱۹۹۰	۷۸/۵٪
بلژیک	راجرز و همکاران (۱۹۹۳)؛ مانینگارت	۸۶	۱۹۸۴-۱۹۹۹	۱۴/۶٪
پاکستان	محمد خالد سهیل و محمد نصر (۲۰۰۷)	۵۰	۲۰۰۰-۲۰۰۶	۳۵/۶۶٪
پرتقال	دوگو و المیدی (۲۰۰۰)	۲۱	۱۹۹۲-۱۹۹۸	۱۰/۶٪
تایلند	وتیاویوم و گو اسمیت؛ لونکانی و تیراپات	۲۹۲	۱۹۸۷-۱۹۹۷	۴۶/۷٪
تایوان	لین و شیو؛ لیاو و همکاران	۲۹۳	۱۹۸۶-۱۹۹۸	۳۱/۱٪
ترکیه	کیماز (۲۰۰۰)	۱۶۳	۱۹۹۰-۱۹۹۶	۱۳/۱٪
چین	دی تار و مائو؛ گو و کین؛ چان و همکاران (۲۰۰۴)	۴۳۲ ۵۷۰	۱۹۹۰-۲۰۰۰ ۱۹۹۳-۲۰۰۱	۲۵/۷۹٪ ۱۷۸٪
سوئد	ریدکوویست (۱۹۹۳)؛ شوستر	۲۳۲	۱۹۸۰-۱۹۹۸	۳۰/۵٪
سوئیس	دراپنز و همکاران (۲۰۰۵)	۱۲۰	۱۹۸۳-۲۰۰۰	۳۴/۹٪
سنگاپور	لی و همکاران (۱۹۹۶)؛ داوسن (۱۹۷۸)	۴۴۱	۱۹۷۳-۲۰۰۱	۲۹/۶٪
شیلی	آگاروال و همکاران (۱۹۹۳)؛ سلیس و ماتوراننا	۵۵	۱۹۸۲-۱۹۹۷	۸/۸٪
دانمارک	جکوبسون و سورنسن (۱۹۹۹)	۱۱۷	۱۹۸۴-۱۹۹۸	۵/۴٪
ژاپن	فوکودا؛ پاکر و ریتر؛ کانیکو و پت وی	۱۶۸۹	۱۹۷۰-۲۰۰۱	۲۸/۴٪
کانادا	جاگ و رایدینگ؛ کریزانوسکی و راکیتا	۵۰۰	۱۹۷۱-۱۹۹۹	۶/۳٪
کره	دهات و همکاران (۱۹۹۵)؛ چوی و هی یو	۴۷۷	۱۹۸۰-۱۹۹۶	۷۴/۳٪
کشور	پژوهشگر(ان) و سال انتشار تحقیق	تعداد نمونه	قلمرو زمانی تحقیق	متوسط بازده اولیه
فرانسه	پالیارد و بلیتانته؛ درین و ووماک (۲۰۰۰)	۵۷۱	۲۰۰۰-۱۹۸۴	۱۱/۶٪
فنلاند	کلوهارجو (۱۹۹۳)؛ وسترهلم	۹۹	۱۹۸۴-۲۰۰۰	۱۰/۱٪



ادامه جدول ۱

کشور	پژوهشگر(ان) و سال انتشار تحقیق	تعداد نمونه	قلمرو زمانی تحقیق	متوسط بازده اولیه
فیلیپین	سولیوان و یونیه	۱۰۴	۱۹۸۷-۱۹۹۷	۲۲/۷٪
مجارستان	جلیک و بریستون (۱۹۹۹)	۱۴۰	۱۹۹۱-۱۹۹۸	۲۷/۴٪
مالزی	عیسی؛ عیسی و یانگ	۴۰۱	۱۹۸۰-۱۹۹۸	۱۰۴/۸٪
مکزیک	آگاروال و همکاران (۱۹۹۳)	۳۷	۱۹۸۷-۱۹۹۰	۳۳/۰٪
مصر	عمران	۵۳	۱۹۹۸-۱۹۹۴	۸٪
نوروژ	امیلسن و همکاران	۶۸	۱۹۸۴-۱۹۹۶	۱۲/۵٪
نیجریه	ایکوکو	۶۳	۱۹۸۹-۱۹۹۳	۱۹/۱٪
نیوزلند	ووس و چیونگ؛ کمپ و مونرو	۲۰۱	۱۹۷۹-۱۹۹۹	۲۳/۰٪
هلند	وسلز؛ اینهاسن و بویس؛ لیونکوویست و ویلهم؛ جنکینسون	۱۴۳	۱۹۸۲-۱۹۹۹	۱۰/۲٪
هند	کریشنامورتی و کمار	۹۸	۱۹۹۲-۱۹۹۳	۳۵/۳٪
هنگ کنگ	مک گوینس؛ زائو و وو؛ لیونکوویست و وو	۸۵۷	۱۹۸۰-۲۰۰۱	۱۷/۳٪
یونان	کازانرزیس و توماس (۱۹۹۶) گونوپولوس (۲۰۰۳)	۳۳۸ ۲۲۵	۱۹۸۷-۲۰۰۲ ۱۹۹۰-۲۰۰۱	۴۹/۰٪ ۶۳/۹۲٪

همان‌گونه که در جدول ۱ ملاحظه می‌شود، بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه، پدیده‌ای جهان‌شمول بوده و به یک بازار سرمایه یا دوره زمانی خاص محدود نمی‌شود. این پدیده در مورد سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران نیز مورد تأیید قرار گرفته‌است. به‌عنوان مثال، تحقیق باقرزاده (۱۳۸۴) مقدار متوسط بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۸۳ در بازه زمانی سه هفته از تاریخ عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران را ۲۲/۳۸٪ گزارش کرده‌است [۵]. نتایج تحقیق عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) نیز این پدیده را برای سهام عرضه‌های عمومی اولیه سال‌های ۱۳۶۹-۱۳۷۴ تأیید کرده‌است [۶، صص ۲۳-۵۰].

۲-۲- عوامل مؤثر بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه

چرا شرکت‌ها در عرضه‌های عمومی اولیه، سهام خود را به قیمتی کمتر از قیمتی که سرمایه‌گذاران بالقوه تمایل به پرداخت آن دارند، عرضه می‌کنند؟ به عبارت دیگر، چرا شرکت‌ها با

فداکردن منافع سهام‌داران اولیه خود و "باقی‌گذاشتن مبلغ قابل توجهی پول روی میز،" هزینه قابل توجهی را متحمل شده و برای سرمایه‌گذاران جدید بازده اضافی ایجاد می‌کنند؟ در پاسخ این سؤال، اقتصاددانان مالی تئوری‌ها و فرضیه‌های متعددی ارائه کرده‌اند. از شاخص‌ترین این تئوری‌ها یا فرضیه‌ها می‌توان به تئوری‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات، تئوری‌های مبتنی بر ملاحظات کنترل و ساختار مالکیت، تئوری‌های مبتنی بر علل نهادی و تئوری‌های مالی رفتاری اشاره کرد [۴]. به عقیده ریتر^۱ [صص ۱۸۷-۲۱۲؛ صص ۱۷۵۹-۱۸۲۸؛ صص ۵-۳۰] و ریتز و ولش^۲ [صص ۵-۳۰] تئوری‌های فوق مانعاً الجمع نیستند، اما برخی تئوری‌ها در برخی کشورها به دلیل برخورداری از محیط اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی متفاوت با سایر کشورها، مصداق نداشته و قدرت تبیین پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه را ندارند. بنابراین با در نظر گرفتن محیط اقتصادی و شرایط خاص حاکم بر بازار سرمایه در ایران، در تحقیق حاضر برای تبیین پدیده بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه تنها به تشریح و آزمون بازتاب‌های تجربی تئوری‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات که عمومیت بیشتری دارند، پرداخته شده است.

۲-۳- تئوری‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات

تئوری‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات^۳ بر پایه این پندار شکل گرفته‌اند که بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های اولیه نتیجه عدم تقارن اطلاعات بین ذینفعان مختلف در فرایند عرضه عمومی اولیه (شرکت عرضه‌کننده سهم، شرکت تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار) است. شناخته شده ترین تئوری‌ها یا فرضیه‌هایی که بر محور عدم تقارن اطلاعات شکل گرفته‌اند، به شرح ذیل می‌باشد [صص ۴، ۱۶۵-۱۹۹۹]:

۲-۳-۱- فرضیه نفرین برنده^۴

در این فرضیه، بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه پاداشی جهت جذب سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای و کم اطلاع به مشارکت مستمر در بازار عرضه‌های اولیه محسوب می‌شود [صص ۱۲،

1. Ritter
2. Ritter and Welch
3. Information asymmetry-based theories
4. Winner's curse hypothesis



صص ۱۷۳-۲۰۲؛ زیرا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و با اطلاع در مقایسه با سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای و کم اطلاع و شرکت عرضه‌کننده سهم و شرکت تأمین سرمایه، اطلاعات بیشتر و بهتری درباره ارزش ذاتی سهم عرضه‌شده در اختیار دارند. بر همین اساس، سرمایه‌گذاران با اطلاع می‌توانند عرضه‌های اولیه خوب را از عرضه‌های اولیه بد تشخیص دهند. بنابراین سرمایه‌گذاران با اطلاع تنها متقاضی خرید سهام عرضه‌های اولیه کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده می‌شوند در حالی که سرمایه‌گذاران کم اطلاع به دلیل عدم قدرت تشخیص، متقاضی خرید کلیه سهام (اعم از عرضه‌های اولیه خوب و بد) می‌شوند. از این رو، اگر سهام عرضه‌شده کمتر از واقع قیمت‌گذاری شوند، با توجه به اینکه تعداد سهام عرضه‌شده ثابت و محدود است، با تقاضای بیش از حد سرمایه‌گذاران با اطلاع مواجه شده و این امر سبب سهمیه‌بندی سهام برای سرمایه‌گذاران بی اطلاع می‌شود. بر همین قیاس، اگر سهام عرضه‌شده بیش از واقع قیمت‌گذاری شوند، منحصراً عاید سرمایه‌گذاران کم اطلاع شده و در نتیجه برای آنها بازده منفی ایجاد می‌کنند؛ همین موضوع سبب نفرین سرمایه‌گذاران با اطلاع به وسیله سرمایه‌گذاران کم اطلاع ("نفرین برنده") می‌گردد [۱۳، صص ۴۰۹-۴۳۰]. این فرضیه در تحقیقات متعددی از جمله مایکلی و شاو [۱۴]، یو و تسائی [۱۵] و سو [۱۶، صص ۴۲۱-۴۴۹] به صورت تجربی مورد آزمون قرار گرفته و نتایج حاصله آن را تأیید کرده است.

۲-۳-۲- فرضیه ابهام آتی^۴

این فرضیه عامل اصلی قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه را به ابهام آتی در خصوص ارزش ذاتی سهم عرضه‌شده نسبت می‌دهد. طبق این فرضیه، هر قدر ابهام آتی درباره ارزش ذاتی سهم عرضه‌شده بیشتر باشد، مزیت اطلاعاتی سرمایه‌گذاران با اطلاع نسبت به سرمایه‌گذاران کم اطلاع افزایش می‌یابد. بنابراین با فرض ثابت بودن سایر عوامل، عرضه‌هایی که بیشتر در معرض عدم تقارن اطلاعات قرار دارند، قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیشتری خواهند داشت [۱۰، صص ۱۷۹۵-۱۸۲۸؛ ۱۱، صص ۵-۳۰]. نظر به اینکه امکان اندازه‌گیری مستقیم ابهام آتی وجود ندارد، برای آزمون تجربی این فرضیه ناگزیر از

1. Michaely, R. and Shaw, W.
 2. Yu, Ting and Y. K. Tse
 3. Su, Dongwei
 4. Ex-ante uncertainty hypothesis

تعدادی عوامل به‌عنوان متغیرهای جایگزین ابهام آتی استفاده می‌شود. متداول‌ترین متغیرهایی که در تحقیقات مختلف به‌عنوان جایگزین ابهام آتی مورد استفاده قرار گرفته‌اند، به شرح ذیل است: [۱۷، صص ۲۵۳-۲۷۵].

۲-۳-۱- اندازه شرکت

به اعتقاد ریتر [۱۰، صص ۱۹۷۵-۱۸۲۸] و کیماز^۱ [۱۸] شرکت‌های کوچک به دلیل ابهامات بیشتری که در مورد ارزش ذاتی و آینده آنها در بازار وجود دارد، در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، ریسک بیشتری داشته و بیشتر در معرض اهداف سوداگران سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند؛ لذا سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع مورد انتظار از سهام شرکت‌های کوچک، بیشتر است. بنابراین، بین بازده کوتاه‌مدت و اندازه شرکت عرضه‌کننده اولیه سهم، رابطه منفی وجود دارد. این فرضیه در تحقیقات متعددی از جمله کیماز [۱۸]، یو و تسائی [۱۵]، کولی و سورت^۲ [۱۹، صص ۳۱۷-۳۸۷] و چان و همکاران^۳ [۲۰، صص ۲۸۳-۳۰۲] مورد تأیید قرار گرفته است.

۲-۳-۲- سن شرکت

با توجه به اینکه بازار از شرکت‌های با قدمت طولانی در مقایسه با شرکت‌های نوپا و جوان اطلاعات بیشتری در اختیار دارد، انتظار می‌رود شرکت‌های با قدمت طولانی از ابهام آتی کمتری برخوردار باشند. بنابراین انتظار می‌رود هر قدر شرکت عرضه‌کننده سهم جوان‌تر باشد، سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهم آن بیشتر باشد. بنابراین بین بازده کوتاه‌مدت و سن شرکت عرضه‌کننده اولیه سهم، رابطه منفی پیش‌بینی می‌شود [۳، صص ۱۸۷-۲۱۲؛ ۲۰، صص ۲۸۳-۳۰۲]. این فرضیه در تحقیقات بتی و ریتر^۴ [۲۱، صص ۲۰۹-۲۴۹]، کیماز [۱۸]، یو و تسائی [۱۵]، سو و فلیشر^۵ [۲۲، صص ۱-۱۹] و چان و همکاران [۲۰] تأیید شده است.

۲-۳-۳- ناخالص عایدات حاصل از عرضه اولیه سهم

کم بودن مبلغ عایدات حاصل از عرضه اولیه سهم می‌تواند بیانگر احتمال عدم قدرت نقدشوندگی

1. Kiyamaz, Halil
2. Kooli, M. and J. M. Suret
3. Chan, K., Wang, J. B., and Wei, K. C.
4. Beatty, R. and J. Ritter
5. Su, D. and Fleisher, B.

سهم در آینده و ابهام بیشتر در مورد چشم‌انداز آتی شرکت باشد [۲۳، صص ۲۱۳-۲۲۷]. بنابراین، بین بازده کوتاه‌مدت و ناخالص عایدات شرکت از محل عرضه اولیه سهم، رابطه منفی وجود دارد. شواهد حاصل از مطالعات بتی و ریتر [۲۱، صص ۲۰۹-۲۴۹]، ایبوتسون، سیندلار و ریتر^۱ [۲۴، صص ۱۵۳-۱۷۵] و کیماز [۱۸] این فرضیه را مورد تأیید قرار داده‌است.

۲-۳-۲-۴- درصد عرضه اولیه سهم

به نظر لیلند و پایل^۲ [۲۵] ارزش شرکت با درصد سهام تحت تملک سهام‌داران اولیه شرکت رابطه مثبت دارد. کیسی و شورت^۳ [۲۳] نیز اعتقاد دارند که حفظ درصد عمده سهام به‌وسیله سهام‌داران اولیه می‌تواند ابهام سرمایه‌گذاران را نسبت به ارزش ذاتی سهم عرضه‌شده کاهش دهد. از سوی دیگر، حفظ درصد عمده سهام به‌وسیله سهام‌داران اولیه شرکت می‌تواند قدرت نقدشوندگی سهم را در بازار کاهش دهد. بنابراین برای آزمون اثر درصد عرضه اولیه سهم بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع، رابطه از قبل تعیین‌شده‌ای برای این متغیر پیش‌بینی نمی‌شود. نتایج تحقیق کیماز [۱۸] رابطه بین درصد عرضه اولیه سهم و سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع را منفی گزارش کرده‌است.

۲-۳-۲-۵- شرایط عمومی بازار قبل از تاریخ عرضه اولیه سهم

به نظر لافران و ریتر^۴ [۲۶] سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع در دوره‌های داغ عرضه‌های عمومی اولیه، بیشتر است. به عبارت دیگر، هر قدر شرایط عمومی بازار در قبل یا در مقطع عرضه اولیه سهم بیشتر مثبت باشد، بازده اولیه مورد انتظار از سهم نیز بیشتر است. برای اندازه‌گیری تأثیر شرایط عمومی بازار یا احساس سرمایه‌گذاران در مقطع قبل از عرضه بر اندازه بازده اولیه از دو متغیر جایگزین (۱) روند بازده پرتفوی بازار در قبل یا تاریخ عرضه سهم و (۲) تعداد سهام عرضه‌های اولیه در ماه یا ماه‌های قبل از مقطع عرضه اولیه سهم مورد نظر استفاده می‌شود. شواهد حاصل از پژوهش براو و همکاران^۵ [۲۷] نقش شرایط جاری بازار و احساسات سرمایه‌گذاران در شکل‌گیری

1. Ibbotson, R., J. Sindelar and J. Ritter

2. Leland H. E., Pyle, D. H.

3. Keasey K., and Short, H.

4. Loughran T. and J. R. Ritter

5. Brav, A., C. Geczy, and P. Gompers

بازده اولیه را مورد تأیید قرار داده است. با وجود این، نتایج حاصل از پژوهش درابتز و همکاران^۱ [۲۸]، بین بازده کوتاه‌مدت و دو متغیر روند بازده پرتفوی بازار و تعداد سهام عرضه‌های اولیه در مقطع قبل از عرضه سهم مورد نظر، رابطه مثبت ضعیف گزارش کرده‌است.

۲-۳-۳- تئوری علامت‌دهی^۲

تئوری علامت‌دهی چنین فرض می‌کند که بین شرکت عرضه‌کننده سهام و سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. در این تئوری فرض بر این است که شرکت‌های عرضه‌کننده سهام در مقایسه با سایر گروه‌های ذینفع در فرایند عرضه عمومی اولیه (شرکت‌های تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار) اطلاعات بیشتر و بهتری درباره کیفیت و جریان‌های نقد آتی شرکت در اختیار دارند [۴].^۳ این اطلاعات برای سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار به‌طور مستقیم قابل مشاهده نبوده و امکان بررسی ندارد. در این حالت، شرکت‌های خوب و با کیفیت برتر چگونه می‌توانند پیام کیفیت شرکت را به اطلاع سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار برسانند؟ مدل گرینبلات و هوانگ^۴ [۲۹]، ولش^۵ [۳۰] و آلن و فولهابر^۶ [۳۱] پاسخ‌های متفاوت اما همسو به این پرسش می‌دهند

۲-۳-۳-۱- مدل علامت‌دهی گرینبلات و هوانگ

در این مدل، قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه با ارزش ذاتی شرکت رابطه مثبت دارد؛ به این معنا که شرکت عرضه‌کننده سهم برای فائق آمدن بر مشکل عدم تقارن اطلاعات و افشای اطلاعات برتر خود در خصوص ارزش ذاتی شرکت، ارزش واقعی خود را با دو علامت (۱) عرضه سهام به قیمتی کمتر از ارزش ذاتی و (۲) حفظ درصد عمده مالکیت سهام به‌وسیله سهام‌داران اولیه، به اطلاع بازار می‌رساند. در این مدل شرکت می‌تواند هزینه قیمت‌گذاری کمتر از واقع را با فروش سهام به قیمتی بالاتر در مقطع عرضه ثانویه سهام

1. Drobetz W., M. Kammermann and U. Walchli

2. Signaling theory

۳. در تئوری علامت‌دهی فرض بر این است که شرکت‌های تأمین سرمایه (بانک‌های سرمایه‌گذاری) در توزیع و عرضه سهام به‌عموم سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار، نقش غیرفعال ایفا می‌کنند.

4. Grinblatt, M., and Hwang, C.

5. Welch, I.

6. Allen, F., and G. R. Faulhaber



جبران کند [۲۹]. بر این اساس، فرضیه‌های قابل آزمون در این مدل عبارتند از:

- ۱- بین سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع و درصد حفظ سهام به‌وسیله سهام‌داران اولیه شرکت و
- ۲- بین سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع و عرضه‌های ثانویه سهام شرکت رابطه مثبت وجود دارد. نتایج حاصل از پژوهش کیسی و شورت [۲۳] فرضیه اول را تأیید اما شواهد حاصل از تحقیق مایکلی و شاو [۱۴] آن را تأیید نکرده‌است، با وجود این برخی اندیشمندان مالی عقیده دارند که حفظ درصد عمده مالکیت سهام به‌وسیله سهام‌داران اولیه می‌تواند قدرت نقدشوندگی سهم را در بازار کاهش دهد. بنابراین در خصوص رابطه بین حفظ درصد مالکیت سهام به‌وسیله سهام‌داران اولیه با سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهم نمی‌توان رابطه از قبل تعیین‌شده‌ای (منفی یا مثبت) پیش‌بینی کرد.

۲-۳-۲- مدل علامت‌دهی ولش

در این مدل، شرکت عرضه‌کننده اولیه سهم، سهم خود را به‌طور عمد کمتر از واقع قیمت‌گذاری و عرضه می‌کند تا با "باقی‌گذاشتن مزه شیرین در دهان سرمایه‌گذاران" در آینده بتواند سهام عرضه‌های ثانویه خود را به قیمت بالاتری به فروش برساند. به عبارت دیگر، قیمت‌گذاری کمتر از واقع در این مدل نوعی "چاشنی" برای عرضه‌های ثانویه بعدی شرکت به شمار می‌رود. بر این اساس، طبق پیش‌بینی مدل ولش، شرکت‌های تازه تأسیس به بورس هنگام تعیین قیمت و حجم عرضه اولیه سهام به بازار، "استراتژی عرضه چند مرحله‌ای" (فروش تدریجی سهام) را دنبال می‌کنند. به این معنا که با کیفیت برتر (شرکت‌های دارای قیمت‌گذاری کمتر از واقع بالاتر) بخش اندکی از سهام خود را در عرضه اولیه به بازار عرضه کرده و بخش عمده آن را به عرضه‌های ثانویه موکول می‌کنند [۳۰].^۱ نتایج حاصل از پژوهش جگادیش و همکاران [۳۲] پیش‌بینی این مدل را تأیید اما نتایج پژوهش مایکلی و شاو [۱۴] و یو و تسایی [۱۵] آن را تأیید نکرده‌است.

۱. پیش‌بینی‌های عمده این مدل به این شرح است: ۱- احتمال عرضه ثانویه سهام به‌وسیله شرکت‌هایی که از قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیش‌تری برخوردارند در مقایسه با شرکت‌هایی که از قیمت‌گذاری کمتر از واقع کمتری برخوردارند، بیشتر است؛ ۲- احتمال عرضه سریع‌تر ثانویه سهام در آینده به‌وسیله شرکت‌هایی که از قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیش‌تری برخوردارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که از قیمت‌گذاری کمتر از واقع کمتر برخوردارند، بیشتر است؛ ۳- بین اندازه قیمت‌گذاری کمتر از واقع و تعداد یا حجم عرضه‌های ثانویه سهام عرضه‌های اولیه رابطه مثبت وجود دارد و ۴- شرکت‌هایی که سهام خود را با قیمت پایین‌تری عرضه می‌کنند، قیمت بازار سهام آنها در مقطع اعلام خبر عرضه ثانویه سهام، واکنش نامطلوب کمتری نشان می‌دهد.

2. Jegadeesh, Narasimhan, M. Weinstein and I. Welch

۲-۳-۳- مدل علامت‌دهی آلن و فولهابر

در این مدل، شرکت‌های "خوب" تلاش می‌کنند با تحمل هزینه قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه، خود را از شرکت‌های "بد" متمایز سازند. این مدل تلویحاً چنین بیان می‌کند که شرکت‌های خوب و با کیفیت برتر قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیش‌تری داشته، سود خالص بیش‌تری ایجاد کرده، زودتر نسبت به پرداخت سود سهام اقدام نموده، نسبت سود تقسیمی بالاتری داشته و قیمت بازار سهام آنها به خبر اعلام سود سهام واکنش مطلوب‌تری نشان می‌دهد [۳۱]. فرضیه قابل آزمون این مدل این است که: بین قیمت‌گذاری کمتر از واقع و عملکرد آتی سود خالص و سیاست تقسیم سود سهام عرضه‌های اولیه، رابطه مثبت وجود دارد. نتایج حاصل از پژوهش مایکلی و شاو [۱۴] این فرضیه را تأیید نکرده‌است.

۳- فرضیه‌های تحقیق

براساس مبانی نظری و پیشینه تحقیق، فرضیه‌های پژوهش حاضر به شرح زیر در نظر گرفته شد:

- ۱- بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران بیشتر از بازده کوتاه‌مدت پرتفوی بازار است.
- ۲- بین بازده کوتاه‌مدت و ابهام آتی عرضه‌های عمومی اولیه که از طریق اندازه شرکت اندازه‌گیری می‌شود، رابطه منفی وجود دارد.
- ۳- بین بازده کوتاه‌مدت و ابهام آتی عرضه‌های عمومی اولیه که از طریق سن شرکت اندازه‌گیری می‌شود، رابطه منفی وجود دارد.
- ۴- بین بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های عمومی اولیه و ریسک مالی آنها در تاریخ عرضه سهم، رابطه مثبت وجود دارد.
- ۵- بین بازده کوتاه‌مدت و ابهام آتی عرضه‌های عمومی اولیه که از طریق ناخالص عایدات حاصل از عرضه اولیه سهام شرکت اندازه‌گیری می‌شود، رابطه منفی وجود دارد.
- ۶- بین بازده کوتاه‌مدت و درصد عرضه اولیه سهام عرضه‌های عمومی اولیه، رابطه منفی/ مثبت وجود دارد.
- ۷- بین بازده کوتاه‌مدت و شرایط عمومی بازار در قبل از تاریخ عرضه اولیه سهم که از



طریق نوسان (انحراف معیار) بازده روزانه شاخص کل بورس در طی سه ماه قبل از تاریخ عرضه سهم محاسبه می‌شود، رابطه مثبت وجود دارد.

۸- بین بازده کوتاه‌مدت و ساختار مالکیت سهام‌داران سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی وجود دارد.

۴- متغیرهای تحقیق

بازده اولیه: بازده اولیه یا بازده کوتاه‌مدت عبارت است از تفاضل قیمت عرضه اولیه و قیمت معاملاتی سهم در پایان هفته اول، دوم، سوم و چهارم بعد از تاریخ عرضه.

بازده اولیه غیرعادی: تفاضل بازده اولیه (کوتاه‌مدت) هر سهم و بازده پرتفوی بازار در پایان هفته اول، دوم، سوم و چهارم بعد از تاریخ عرضه.

اندازه شرکت: اندازه شرکت را با متغیرهای مختلفی نظیر ارزش دارایی‌ها، درآمد فروش و ارزش کل بازار سهام شرکت می‌توان اندازه‌گیری کرد. در تحقیق حاضر برای اندازه‌گیری اندازه شرکت از متغیر ارزش کل بازار شرکت (تعداد سهام ضرب در قیمت عرضه اولیه سهم) در مقطع عرضه اولیه استفاده شده‌است.

سن شرکت: سن شرکت بر حسب فاصله زمانی بین تاریخ تأسیس شرکت و تاریخ پذیرش شرکت در هیأت پذیرش سازمان بورس و اوراق بهادار، محاسبه می‌شود.

ریسک مالی شرکت: ریسک مالی شرکت با نسبت بدهی به کل دارایی‌های دفتری شرکت در مقطع عرضه اولیه سهم اندازه‌گیری می‌شود.

۴-۳- ناخالص عایدات حاصل از عرضه اولیه سهم

ناخالص عایدات حاصل از عرضه اولیه سهم از حاصل ضرب تعداد سهام عرضه‌شده در روز عرضه اولیه سهم در بورس بر قیمت عرضه اولیه به دست می‌آید.

درصد عرضه اولیه سهم: نسبت تعداد سهام عرضه‌شده در روز عرضه اولیه سهم در بورس به کل تعداد سهام شرکت در مقطع عرضه اولیه.

شرایط عمومی بازار قبل از عرضه اولیه سهم نوسان (انحراف معیار) بازده روزانه پرتفوی بازار (شاخص کل بورس اوراق بهادار) که در مقطع سه ماه قبل از عرضه اولیه سهم در

بورس محاسبه می‌شود.

ترکیب سهام‌داران: تعداد سهام‌داران عمده شرکت که بیش از ۱۵ درصد سهام شرکت را در تاریخ عرضه اولیه سهم در تملک خود داشته‌اند.

۵- روش تحقیق

نظر به اینکه تحقیق حاضر رابطه بین متغیرهای مورد مطالعه را در یک مقطع زمانی تعریف شده^۱ مورد بررسی قرار می‌دهد، ماهیت آن از نوع "تحقیقات همبستگی" است. بنابراین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از روش OLS رگرسیون چند متغیره و آزمون‌های آماری متناسب با آن استفاده شده است. متغیر وابسته در تحقیق حاضر: بازده کوتاه‌مدت تعدیل‌شده و تعدیل‌نشده سهام عرضه‌های اولیه در پایان هفته چهارم بعد از عرضه و متغیرهای توضیحی: اندازه شرکت، سن شرکت، ریسک مالی شرکت، درصد عرضه اولیه سهم، ناخالص عایدات حاصل از عرضه، شرایط عمومی بازار قبل از عرضه و ترکیب سهام‌داران شرکت در مقطع عرضه اولیه می‌باشند.

۵-۱- جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق را کلیه شرکت‌هایی تشکیل می‌دهند که در قلمرو زمانی ۱۳۷۶-۱۳۸۳ برای اولین بار مبادرت به عرضه اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار تهران کرده‌اند. برای تعیین نمونه آماری مطالعه شده از روش غربالگری^۲ استفاده و به موجب آن شرکت‌هایی از جامعه آماری به‌عنوان نمونه نهایی تحقیق انتخاب شدند که دو معیار زیر را احراز کنند:

۱- سهامی که در قلمرو زمانی فروردین سال ۱۳۷۶ تا پایان اسفند ۱۳۸۳ به‌عنوان سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران عرضه و سهام آنها بعد از درج در تابلو و شروع اولین داد و ستد عمومی به مدت ۴ هفته متوالی به‌صورت مستمر مورد معامله قرار گرفته باشد.

1. Cross-sectional
2. Criteria filtering technique

۲- صورت‌های مالی هر یک از شرکت‌ها در سال عرضه اولیه سهم جهت استخراج اطلاعات مالی مورد نیاز موجود و قابل دسترسی باشد.
با اعمال دو معیار فوق، از ۱۷۷ سهم عرضه اولیه در قلمرو زمانی تحقیق، تعداد ۱۴۲ سهم به‌عنوان نمونه نهایی تحقیق انتخاب شد.

۵-۲- اندازه‌گیری متوسط بازده غیرعادی اولیه

در کشورهایی که از بازار سرمایه توسعه یافته برخوردارند، مقدار بازده اولیه سهام عرضه‌های عمومی اولیه به‌عنوان درصد اختلاف بین قیمت عرضه سهم و قیمت معاملاتی (بازار) سهم در پایان اولین روز عرضه سهم در بورس اوراق بهادار تعریف می‌شود. در این قبیل بازارها، که قیمت‌ها تابع بی‌قید و شرط عوامل عرضه و تقاضای بازار می‌باشند (به عبارتی محدودیت نوسان قیمت روزانه برای سهام وجود ندارد)، مقدار بازده اولیه به‌وضوح معلوم و قابل اندازه‌گیری است. بر این اساس در این بازارها اغلب پژوهشگران برای محاسبه بازده اولیه از قیمت بازار سهم در پایان اولین روز معاملاتی سهم در بورس اوراق بهادار استفاده می‌نمایند [۴] از سوی دیگر، در بازارهای سرمایه کمتر توسعه یافته که غالباً سیاست "دامنه نوسان روزانه قیمت"^۱ بر سهام اعمال می‌شود، ممکن است مدت زمانی (هفته‌ها یا ماه‌ها) به‌طول بینجامد تا قیمت بازار سهم به نقطه تعادلی عرضه و تقاضا (ارزش ذاتی) نزدیک شود. در این قبیل موارد، منطقی است برای اندازه‌گیری بازده اولیه از بازه زمانی طولانی‌تر استفاده شود. با در نظر گرفتن این موضوع و همچنین با توجه به عدم حضور تحلیلگران مالی، بازارسازان، بازارگردانان حرفه‌ای در بازار سهام و همچنین اعمال کنترل قیمت‌ها از سوی مقامات بورس اوراق بهادار در برخی مقاطع و پاره‌ای دلایل دیگر در تحقیق حاضر برای اندازه‌گیری بازده کوتاه‌مدت (اولیه) سهام عرضه‌های عمومی اولیه از چهار بازه زمانی ۱ هفته، ۲ هفته، ۳ هفته و ۴ هفته استفاده شده است. هدف از به‌کارگیری بازه‌های زمانی متفاوت برای اندازه‌گیری بازده اولیه، شناسایی مقطعی است که عرضه و تقاضای سرمایه‌گذاران قیمت معاملاتی (بازار) این سهام را به ارزش ذاتی آنها نزدیک می‌سازد. همچنین به‌منظور اعتبار بخشیدن به نتایج تحقیق و فراهم کردن امکان

1. Daily price volatility limit

مقایسه‌پذیری یافته‌های تحقیق با نتایج مطالعات مشابه در سایر کشورها، در این تحقیق جهت اندازه‌گیری متوسط بازده کوتاه‌مدت از متدولوژی استاندارد از جمله روش تحقیق آگاروال، لیل و هرناندز [۳۳]، چان و همکاران [۲۰]، و کولی و سورت [۱۹] و به شرح رابطه زیر استفاده به عمل آمد:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i0}}{P_{i0}} = (P_{it} / P_{i0}) - 1$$

که در رابطه فوق

R_{it} : بازده سهم i در پایان هفته اول، دوم، سوم و چهارم عرضه

P_{it} : قیمت معاملاتی سهم i در پایان هفته اول، دوم، سوم و چهارم عرضه

P_{i0} : قیمت عرضه اولیه سهم i در تابلو بورس اوراق بهادار

سپس، بازده کوتاه‌مدت پرتفوی بازار در مقاطع زمانی متناظر به شرح رابطه ذیل محاسبه شد:

$$R_{mt} = \frac{M_t - M_0}{M_0} = (M_t / M_0) - 1$$

که در رابطه فوق

R_{Mt} : بازده پرتفوی بازار در پایان هفته اول، دوم، سوم و چهارم عرضه سهم i

M_t : شاخص کل بازار در پایان هفته اول، دوم، سوم و چهارم عرضه سهم i

M_0 : شاخص کل بازار در تاریخ عرضه سهم i در بورس اوراق بهادار

سپس با استفاده از متوسط بازده اولیه هر یک از سهام عرضه‌های عمومی اولیه (رابطه ۱) و متوسط بازده کوتاه‌مدت پرتفوی بازار (رابطه ۲)، بازده کوتاه‌مدت تعدیل‌شده یا به عبارتی بازده غیرعادی اولیه هر یک از سهام در درجه‌های زمانی مذکور از طریق رابطه زیر محاسبه شد:

$$MAAR_{it} = R_{it} - R_{mt} = 100 \times \{ [(1 + R_{it}) / (1 + R_{mt})] \} - 1$$

که در رابطه فوق

$MAAR_{it}$: بازده کوتاه‌مدت تعدیل‌شده (بازده غیرعادی اولیه) سهم i در پایان هفته اول، دوم،

سوم و چهارم بعد از تاریخ عرضه،

R_{it} : بازده کوتاه مدت (تعدیل‌نشده) سهم i در پایان هفته اول، دوم، سوم و چهارم بعد از

تاریخ عرضه

R_{mt} : بازده پرتفوی (شاخص) بازار در پایان هفته اول، دوم، سوم و چهارم بعد از تاریخ عرضه سهم A می باشد.

در گام آخر، میانگین نرخ بازده غیرعادی اولیه (متوسط نرخ بازده کوتاه‌مدت تعدیل شده) نمونه‌های تحقیق نسبت به بازده کوتاه‌مدت پرتفوی بازار از رابطه ذیل محاسبه شد:

$$MAAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N MAAR_{it}$$

چنانچه نتیجه رابطه فوق مثبت باشد، چنین استنباط خواهد شد که سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده و در مقاطع زمانی مورد نظر (۱-۴ هفته) بازدهی بیش از پرتفوی بازار ایجاد کرده‌اند.

۳-۵- روش گردآوری اطلاعات

اطلاعات مورد نیاز تحقیق از گزارشات هفتگی، ماهانه و سالیانه سازمان بورس و اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۳، صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها و بانک اطلاعاتی پارس پرتفویو و تدبیرپرداز گردآوری شده است. همچنین برای آزمون فرضیه‌ها، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها و ترسیم نمودارها از نرم‌افزارهای Excell، SPSS و Eviews استفاده شده است.

۴-۵- روش‌های آماری آزمون فرضیه‌ها

۴-۵-۱- آزمون فرضیه اول

فرضیه اول تحقیق ادعا می کند که بازده کوتاه‌مدت تعدیل‌نشده سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران بیشتر از بازده کوتاه‌مدت پرتفوی بازار است. به عبارت دیگر، بازده کوتاه‌مدت تعدیل‌شده با بازار (MAAR) یا بازده اولیه غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه در قلمرو زمانی تحقیق صفر است. این فرضیه به شرح ذیل مورد آزمون قرار گرفت:

$$H_0 : \overline{MAAR}_t = 0$$

$$H_1 : \overline{MAAR}_t \neq 0$$

برای آزمون فرضیه صفر، از آماره t-Statistic استفاده خواهد شد:

$$t = \frac{MAAR_t}{\frac{S}{\sqrt{N}}}$$

که در رابطه فوق

S بیانگر انحراف معیار $MAAR_t$ برای کل نمونه می‌باشد.

۵-۴-۲- آزمون فرضیه های دوم تا هشتم

فرضیه‌های دوم تا هشتم تحقیق به تبیین رابطه بین بازده کوتاه‌مدت و عوامل احتمالی مؤثر بر آن (اندازه شرکت، سن شرکت، ریسک مالی شرکت، درصد عرضه اولیه سهم، ناخالص عایدات حاصل از عرضه، شرایط عمومی بازار قبل از عرضه و ترکیب سهام‌داران شرکت در مقطع عرضه اولیه) می‌پردازند. برای برآورد این رابطه و آزمون فرضیه‌های مزبور از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. مدل رگرسیونی مورد استفاده به شرح ذیل است:

$$Und(IPO_i) = \alpha + \gamma_1 L(Size)_{i,t} + \gamma_2 (Age)_{i,t} + \gamma_3 (FLev.)_{i,t} + \gamma_4 (Of.Rate)_{i,t} + \gamma_5 L(GP)_{i,t} + \gamma_6 L(MCon.)_{i,t} + \gamma_7 L(Ow.Rate)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل فوق

Und : بازده کوتاه‌مدت تعدیل‌شده با بازار سهم عرضه اولیه در درجه زمانی هفته چهارم بعد از تاریخ عرضه،

$Size$: اندازه شرکت عرضه‌کننده سهم در تاریخ عرضه که با ارزش کل بازار شرکت (تعداد سهام ضرب در قیمت عرضه اولیه سهم در مقطع عرضه اولیه) اندازه‌گیری می‌شود؛
 Age : طول عمر شرکت از تاریخ تأسیس تا تاریخ عرضه اولیه یا تاریخ درج در تابلو (برحسب سال)؛

$FLev.$: ریسک مالی شرکت که با نسبت بدهی به کل دارایی‌های دفتری آن در مقطع عرضه اولیه سهم اندازه‌گیری می‌شود؛

$Of.Rate$: درصد عرضه اولیه سهم در روز اول عرضه در بورس (نسبت تعداد سهام معامله شده در روز اول عرضه بر کل تعداد سهام شرکت در تاریخ عرضه)؛

GP : ناخالص عایدات حاصل از عرضه سهم در تاریخ عرضه که از حاصل ضرب تعداد

سهام عرضه شده در روز عرضه اولیه سهم در بورس بر قیمت عرضه اولیه محاسبه می‌شود؛

$MCon$: نوسان بازده شاخص بازار که از طریق انحراف معیار بازده‌های روزانه شاخص در طی سه ماه قبل از تاریخ عرضه سهم محاسبه می‌شود؛

$Ow.Rate$: ساختار مالکیت سهام‌داری شرکت: تعداد سهام‌دار عمده شرکت که بیش از ۱۵ درصد سهام شرکت را در تاریخ عرضه اولیه در تملک خود داشته باشد، و

$\varepsilon_{i,t}$: دیگر عوامل احتمالی مؤثر بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه که در مدل پیش‌بینی نشده‌اند.

۶- یافته‌های تحقیق

۶-۱- نتایج آزمون فرضیه اول

پرسش اول تحقیق این بود که آیا سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند سهام عرضه‌های اولیه در سایر کشورها، "زیر قیمت" عرضه‌شده و در کوتاه‌مدت بازده مثبت غیرعادی برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کنند یا خیر؟ این پرسش در قالب فرضیه اول تحقیق مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون در جدول ۲ گزارش شده‌است.

جدول ۲ نتایج آزمون فرضیه اول (مقایسه بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه با بازده پرتقوی بازار در درجه زمانی ۱-۴ هفته بعد از تاریخ عرضه عمومی اولیه)

آماره t	متوسط بازده اولیه تعدیل شده با بازار (%)	آماره t	متوسط بازده اولیه (%)	تعداد عرضه‌های اولیه	درجه زمانی از تاریخ عرضه
۸/۵۵۷۰	۵/۷۱	۱۰/۱۳۰۵	۶/۵۵	۱۴۲	یک هفته
۷/۶۳۱۵	۸/۴۳	۹/۱۲۸۸	۱۰/۰۲	۱۴۲	دو هفته
۷/۳۳۷۰	۱۰/۹۶	۸/۵۷۶۳	۱۲/۵۱	۱۴۲	سه هفته
۶/۳۶۰۱	۱۲/۲۹	۷/۷۵۴۱	۱۴/۸۵	۱۴۲	چهار هفته

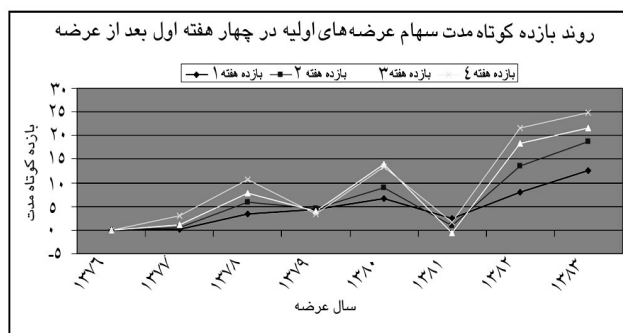
همان‌گونه که مشاهده می‌شود سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار سایر کشورها در کوتاه‌مدت بازده مثبت (به‌طور متوسط ۱۴/۸۵ درصد) و غیرعادی (۱۲/۳۹ درصد) ایجاد کرده‌اند. آماره t اهمیت این نتیجه را از لحاظ آماری معنادار گزارش می‌کند (به‌ترتیب، ۷/۷۵ و ۶/۳۶). بنابراین پدیده بازده اولیه مثبت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران مستند و فرضیه اول تحقیق در سطح معنادار قابل قبولی تأیید می‌شود. این نتیجه با یافته‌های تحقیق باقرزاده [۵] و عبده تبریزی و دموری [۶] نیز مطابقت دارد.

مطالعه پدیده بازده اولیه مثبت غیرعادی بر اساس سال تقویمی (سال عرضه سهام) نشانگر این است که سهام عرضه‌های اولیه سال ۱۳۸۳ بیش‌ترین بازده اولیه غیرعادی (۲۴/۷۸ درصد) و سال‌های ۱۳۷۹ و ۱۳۸۱ کمترین بازده اولیه غیرعادی (۱/۳۹ درصد) را ایجاد کرده‌اند. بازده اولیه غیرعادی هر یک از سال‌های تقویمی ۱۳۷۶ لغایت ۱۳۸۳ در جدول ۳ گزارش شده‌است.

جدول ۳ نتایج بازده اولیه غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه در طول سال‌های ۱۳۷۶ لغایت ۱۳۸۳

سال تقویمی	تعداد عرضه‌های اولیه	متوسط بازده تعدیل شده با بازار در پایان هفته اول	بازده تعدیل شده با بازار در پایان هفته دوم	متوسط بازده تعدیل شده با بازار در پایان هفته سوم	متوسط بازده تعدیل شده با بازار در پایان هفته چهارم
۱۳۷۶	۱۰	٪۰/۳۱	٪۰/۵۵	٪۱/۱۳	٪۱/۹۷
۱۳۷۷	۱۴	٪۰/۰۷	٪۰/۴۲	٪۰/۷۷	٪۲/۴۶
۱۳۷۸	۱۲	٪۲/۵۶	٪۴/۴۲	٪۵/۲۴	٪۷/۱۷
۱۳۷۹	۸	٪۴/۰۷	٪۳/۷۵	٪۲/۵۶	٪۱/۳۹
۱۳۸۰	۸	٪۵/۶۲	٪۸/۰۱	٪۱۱/۹۷	٪۱۱/۱۴
۱۳۸۱	۱۲	٪۲/۳۹	٪۰/۸۴	٪-۰/۶۷	٪۱/۳۹
۱۳۸۲	۴۶	٪۵/۴۵	٪۹/۲۶	٪۱۴/۶۶	٪۱۵/۸۲
۱۳۸۳	۳۲	٪۱۳/۰۲	٪۱۸/۸۳	٪۲۱/۵۸	٪۲۴/۷۸
متوسط بازده اولیه	۱۴۲	٪۵/۷۱	٪۸/۴۳	٪۱۰/۹۶	٪۱۲/۳۹

نکته قابل توجه در جدول ۳ این است که بازده غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه به مرور زمان و با افزایش فاصله درجه زمانی از ۱ هفته به ۴ هفته افزایش داشته است. همین موضوع در مورد روند بازده کوتاه‌مدت تعدیل نشده در چهار هفته اول بعد از عرضه نیز صادق است. روند افزایشی بازده‌ها در نمودار شکل ۱ به تصویر کشیده شده‌است.



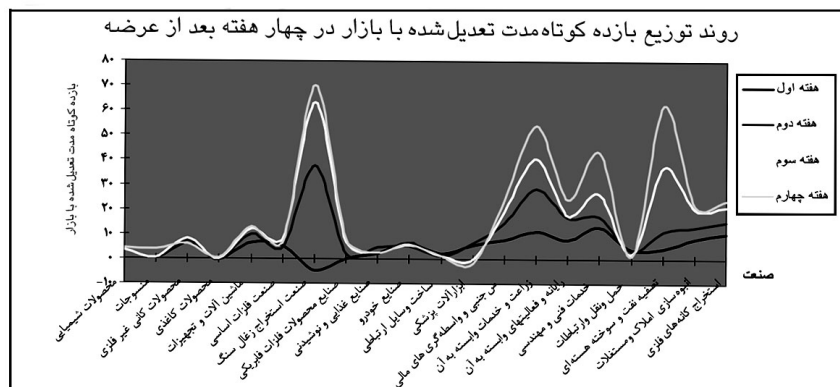
شکل ۱ روند افزایشی بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های اولیه در چهار هفته اول بعد از عرضه

بررسی بازده اولیه غیرعادی در بین ۲۰ صنعت مورد بررسی نشان می‌دهد که دو صنعت استخراج ذغال‌سنگ و تصفیه نفت و سوخت هسته‌ای بیش‌ترین بازده اولیه تعدیل‌شده (به‌ترتیب ۷۰/۲۴ درصد و ۶۲/۳۱ درصد) و صنعت ساخت وسایل ارتباطی کمترین بازده اولیه تعدیل‌شده (۱/۱۲ درصد) را ایجاد کرده‌است. نتایج در جدول ۴ گزارش شده‌است.

جدول ۴ نتایج بازده تعدیل شده با پرتفوی بازار سهام عرضه‌های اولیه طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۷۶ برحسب صنایع مختلف

ردیف	صنعت	تعداد عرضه‌های اولیه	بازده تعدیل شده با بازار در ۱ هفته	بازده تعدیل شده با بازار در ۲ هفته	بازده تعدیل شده با بازار در ۳ هفته	بازده تعدیل شده با بازار در ۴ هفته
۱	مواد و محصولات شیمیایی	۲۵	۳/۲۷	۳/۳۱	۳/۴۶	۴/۲۶
۲	منسوجات	۱	۰/۴۴	۰/۴۴	۰/۴۹	۳/۷۲
۳	محصولات کانی غیر فلزی	۲۳	۶/۰۳	۷/۴۵	۸/۰۹	۶/۰۳
۴	محصولات کاغذی	۱	-۰/۱۲	-۰/۳۰	۰/۱۲	۰/۴۹
۵	ماشین آلات و تجهیزات	۱۱	۶/۵۴	۹/۸۳	۱۲/۲۰	۱۲/۸۰
۶	فلزات اساسی	۱۰	۵/۰۶	۴/۸۸	۸/۳۵	۷/۰۳
۷	استخراج زغال سنگ	۱	-۴/۸۲	۳۷/۶۹	۶۳/۰۸	۷۰/۳۴
۸	محصولات فلزات فابریکی	۲	-۰/۰۷	۲/۲۳	۶/۷۲	۸/۱۷
۹	صنایع غذایی و نوشیدنی	۱۰	۲/۲۵	۴/۸۶	۲/۵۳	۲/۵۳
۱۰	صنایع خودرو	۱۰	۶/۳۹	۵/۳۲	۵/۶۸	۶/۰۱
۱۱	ساخت وسایل ارتباطی	۳	۱/۹۲	۱/۴۴	۱/۳۳	۱/۱۲
۱۲	ابزارآلات پزشکی	۲	۵/۶۷	۶/۵۱	-۰/۱۳	-۱/۶۹
۱۳	واسطه‌گری‌های مالی	۱۶	۷/۹۴	۱۴/۸۴	۱۹/۵۸	۲۴/۳۸
۱۴	زراعت و خدمات وابسته به آن	۲	۱۱/۲۳	۲۸/۷۱	۴۰/۷۶	۵۴/۰۲
۱۵	رایانه و فعالیتهای وابسته به آن	۲	۷/۷۷	۱۷/۰۴	۱۷/۵۸	۲۴/۲۱
۱۶	خدمات فنی و مهندسی	۳	۱۲/۹۱	۱۷/۰۶	۲۶/۳۴	۴۳/۲۸
۱۷	حمل و نقل و ارتباطات	۳	۴/۰۳	۳/۴۸	۲/۲۰	۱/۳۱
۱۸	تصفیه نفت و سوخت هسته‌ای	۲	۴/۲۸	۱۰/۹۹	۳۷/۳۱	۶۲/۳۱
۱۹	انبوه‌سازی املاک و مستغلات	۷	۸/۲۸	۱۲/۷۵	۲۰/۱۷	۲۱/۴۳
۲۰	استخراج کانه‌های فلزی	۸	۱۰/۳۵	۱۴/۸۸	۲۱/۳۵	۲۳/۷۴

روند توزیع بازده اولیه غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه در بین صنایع مختلف در طول چهار هفته بعد از تاریخ عرضه در نمودار شکل ۲ ارائه شده است.



شکل ۲ روند توزیع بازده اولیه غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه در بین صنایع مختلف در سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۳

همان‌گونه که در نمودار شکل ۲ مشاهده می‌شود، همه صنایع بجز صنعت استخراج زغال سنگ از روز اول عرضه تا پایان هفته چهارم بعد از عرضه بازده اولیه مثبت صعودی ایجاد کرده‌اند.

۶-۲- نتایج آزمون فرضیه‌های دوم تا هشتم

پرسش دوم تحقیق این بود که اگر سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند سهام عرضه‌های اولیه در سایر کشورها زیرقیمت عرضه شده و در کوتاه‌مدت بازده مثبت غیرعادی برای سرمایه‌گذاران خود ایجاد می‌کنند، چه عامل یا عواملی در شکل‌گیری این پدیده می‌توانند مؤثر باشند؟ این پرسش در قالب فرضیه‌های دوم تا هشتم تحقیق مورد آزمون قرار گرفت. برای آزمون این فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره به روش Stepwise استفاده شد. نتایج به‌دست آمده در جدول ۵ گزارش شده است.

جدول ۵ خلاصه نتایج آزمون فرضیه های دوم تا هشتم (عوامل مؤثر بر بازده کوتاه مدت)

$Und(IPO_i) = \alpha + \gamma_L(Size)_{i,t} + \gamma_A(Age)_{i,t} + \gamma_{FL}(FLev.)_{i,t} + \gamma_{Of}(Of.Rate)_{i,t} + \gamma_{GP}(GP)_{i,t} + \gamma_{MCon}(MCon.)_{i,t} + \gamma_{Ow}(Ow.Rate)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
بازده تعدیل شده		بازده تعدیل نشده			
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	رابطه مورد انتظار	متغیرهای توضیحی
-۱/۶۳	-۰/۰۰	-۱/۶۰	-۰/۰۰	-	اندازه شرکت
-۱/۳۰	-۰/۲۲	-۱/۶۶	-۰/۲۹	-	سن شرکت
*۴/۴۳	۰/۲۵	*۳/۶۸	۰/۲۱	-/+	درصد عرضه اولیه سهم
۱/۷۸	۰/۱۰	**۲/۰۲	۰/۱۲	+	ریسک مالی شرکت
-۱/۱۴	-۰/۰۰	-۰/۲۳	-۰/۰۰	-	ناخالص عایدات حاصل از عرضه
۱/۱۳	۰/۱۲	-۱/۱۶	۰/۰۰	+	شرایط بازار قبل از عرضه
-۱/۰۲	-۰/۰۰	-۰/۹۴	-۰/۲۴	-	ترکیب سهام داران
۰/۲۰		۰/۱۷			ضریب تعیین R ^۲
۰/۱۷		۰/۱۴			ضریب تعیین تعدیل شده (Adj.R ^۲)
۵/۶۲		۵/۶۹			مقدار F

علامت * و ** به ترتیب بیانگر معنادار بودن ضریب در سطح اطمینان ۹۹ درصد و ۹۵ درصد می باشد.

طبق فرضیه دوم و سوم تحقیق انتظار می رفت بین بازده کوتاه مدت و ابهام آتی عرضه های اولیه که از طریق اندازه و سن شرکت اندازه گیری می شود، رابطه منفی وجود داشته باشد. همان گونه که در جدول ۵ مشاهده می شود در هر دو مدل مبتنی بر بازده کوتاه مدت تعدیل شده و تعدیل نشده بین بازده کوتاه مدت و اندازه و سن شرکت رابطه منفی

وجود دارد اما با توجه به مقدار آماره t این رابطه از لحاظ آماری معنادار نیست. این نتیجه با یافته‌های تحقیق کیماز [۱۸]، یو و تسائی [۱۵]، سو و فلیشر [۲۲]، کولی و سورت [۱۹]، چان و همکاران [۲۰] و چن و همکاران [۳۴] مطابقت دارد. در فرضیه چهارم تحقیق انتظار می‌رفت بین بازده کوتاه مدت و اهرم مالی شرکت در مقطع عرضه اولیه سهم، رابطه مثبت وجود داشته باشد. علامت ضریب این متغیر در جدول ۵ این رابطه را تأیید اما اهمیت این رابطه در سطح اطمینان ۹۵ درصد فقط در مدل مبتنی بر بازده کوتاه‌مدت تعدیل نشده تأیید می‌شود. طبق فرضیه پنجم تحقیق انتظار می‌رفت بین بازده کوتاه‌مدت و ناخالص عایدات حاصل از عرضه اولیه سهم، رابطه منفی وجود داشته باشد. علامت ضریب این متغیر در جدول ۵ این رابطه را تأیید اما اهمیت این رابطه از لحاظ سطح معناداری آماری تأیید نمی‌شود. در فرضیه ششم با توجه به محتوای اطلاعاتی مثبت و منفی درصد عرضه اولیه سهم، رابطه از قبل تعیین‌شده‌ای بین این متغیر و بازده کوتاه‌مدت پیش‌بینی نگردید. نتیجه ضریب این متغیر در جدول ۵ این رابطه را مثبت نشان می‌دهد. این فرضیه در هر دو مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید شده‌است. این نتیجه با یافته‌های تحقیق لیلند و پایل [۲۵] مطابقت دارد. در تفسیر این یافته می‌توان گفت که حفظ درصد عمده سهام به وسیله سهام‌داران اولیه و عرضه درصد کمتر سهم به بازار در در مقطع عرضه اولیه ممکن است ابهام سرمایه‌گذاران را نسبت به ارزش ذاتی سهم عرضه شده کاهش داده و بیانگر کیفیت خوب شرکت برای سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار باشد. بنابراین با توجه به معنادار بودن ضریب متغیر "درصد عرضه اولیه سهم در روز اول عرضه" در مدل رگرسیون و بالا بودن سطح اطمینان آن، می‌توان استنتاج کرد که یکی از مصادیق پیش‌بینی تئوری علامت‌دهی در قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران تأیید می‌شود. در فرضیه هفتم بین شرایط عمومی بازار قبل از تاریخ عرضه اولیه سهم و بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه رابطه مثبت پیش‌بینی شده‌است. شرایط عمومی بازار قبل از تاریخ عرضه اولیه سهم از طریق نوسان بازده روزانه شاخص کل بورس طی سه ماه قبل از عرضه اولیه سهم اندازه‌گیری شد. نتایج حاصل از مدل رگرسیون در جدول ۵ علامت این رابطه را تأیید اما اهمیت آن را در تبیین بازده کوتاه مدت تأیید نمی‌کند. بنابراین این نتیجه با یافته‌های تحقیق براو و همکاران [۲۷] تطبیق نداشته اما با نتایج تحقیق درابتز و همکاران [۲۸] مطابقت می‌کند.

دست آخر طبق فرضیه هشتم تحقیق انتظار می‌رفت بین مالکیت نهادی سهام‌داران شرکت عرضه‌کننده اولیه سهم و بازده کوتاه‌مدت آن رابطه منفی وجود داشته باشد. با توجه به علامت ضریب این متغیر در جدول ۵، این رابطه در بورس اوراق بهادار تهران تأیید اما وجود این رابطه از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد.

به‌طور خلاصه با بررسی کل نتایج جدول ۵ این‌گونه استنباط می‌شود که از بین متغیرهای توضیحی مورد مطالعه در این تحقیق، تنها دو متغیر درصد عرضه اولیه سهم در روز اول عرضه عمومی و اهرم مالی شرکت در مقطع عرضه اولیه سهم مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه در قلمرو زمانی ۱۳۶۳-۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند.

۷- نتیجه‌گیری

شواهد تجربی فراوان نشان می‌دهد که سهام عرضه‌های عمومی اولیه (IPOs) در اغلب بورس‌های اوراق بهادار دنیا در کوتاه‌مدت بازده مثبت غیرعادی عاید سرمایه‌گذاران خود می‌کنند. تحقیق حاضر به بررسی این پدیده در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل احتمالی مؤثر بر آن در قلمرو زمانی ۸ ساله (۱۳۷۶-۱۳۸۳) به استناد تئوری‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات، پرداخت. خلاصه یافته‌های تحقیق به این شرح است:

۱- سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند عرضه‌های اولیه در سایر کشورها در درجه زمانی چهار هفته بعد از تاریخ عرضه به‌طور متوسط ۱۴/۸۵ درصد بازده اولیه و ۱۲/۳۹ درصد بازده اولیه غیرعادی (بازده مازاد بر بازده پرتقوی بازار) ایجاد کرده‌اند. از این رو، پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع و به‌عبارتی بازده اولیه غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه در بازار سرمایه ایران تأیید می‌شود.

۲- مطالعه بازده اولیه بر اساس سال تقویمی نشان داد که سهام عرضه‌های اولیه سال ۱۳۸۳ بیش‌ترین بازده اولیه غیرعادی (۲۴/۷۸ درصد) و عرضه‌های اولیه سال‌های ۱۳۷۹ و ۱۳۸۱ کمترین بازده اولیه غیرعادی (۱/۳۹ درصد) را ایجاد کرده‌اند.

۳- بررسی بازده اولیه سهام عرضه‌های اولیه در بین ۲۰ صنعت مورد بررسی در تحقیق حکایت از این داشت که دو صنعت استخراج ذغال سنگ و تصفیه نفت و سوخت هسته‌ای

بیش‌ترین بازده اولیه غیرعادی (به ترتیب ۷۰/۲۴ درصد و ۶۲/۳۱ درصد) و صنعت ساخت وسایل ارتباطی کمترین بازده اولیه غیرعادی (۱/۱۲ درصد) را ایجاد کرده‌اند.

۴- بررسی عوامل احتمالی مؤثر بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه در قلمرو زمانی تحقیق نشان داد که از بین متغیرهای توضیحی بررسی‌شده (اندازه شرکت، سن شرکت، اهرم مالی شرکت، درصد عرضه اولیه سهم، ناخالص عایدات حاصل از عرضه، شرایط عمومی بازار قبل از عرضه و ترکیب سهام‌داران شرکت در مقطع عرضه اولیه)، تنها دو متغیر "درصد عرضه اولیه سهم در روز اول عرضه" و "اهرم مالی شرکت در مقطع عرضه اولیه" مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند. همچنین با توجه به معنادار بودن آماری ضریب متغیر "درصد عرضه اولیه سهم در روز اول عرضه" در مدل رگرسیون و سطح اطمینان آن می‌توان استنتاج کرد که پیش‌بینی تئوری علامت‌دهی در قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران تأیید می‌شود.

۷-۱- پیشنهاد

۱- در تحقیق حاضر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه بررسی‌شده اعم از شرکت‌های بخش خصوصی و شرکت‌های مشمول واگذاری در جریان خصوصی‌سازی به‌صورت کلی و یکجا مورد مطالعه قرار گرفت. در این صورت بررسی اینکه آیا سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های مشمول واگذاری (به‌عنوان مثال شرکت‌های مشمول سیاست‌های کلی اصل ۴۴) نیز بازده اولیه غیرعادی ایجاد کرده و تفاوت معناداری بین بازده اولیه آنها با بازده اولیه عرضه‌های اولیه شرکت‌های بخش خصوصی وجود دارد یا خیر، یکی از موضوعات پژوهشی حایز اهمیت و قابل توصیه در این زمینه است.

۲- در تحقیق حاضر برای محاسبه بازده اولیه غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه از شاخص کل بورس (TEPIX) به‌عنوان پرتفوی بازار استفاده شد. شاید استفاده از شاخص دیگر، نتایج این تحقیق را به‌طور محسوسی تحت تأثیر قرار دهد. لذا پیشنهاد می‌شود در تحقیقی مشابه برای محاسبه بازده اولیه غیرعادی از شاخص عملکرد شرکت‌های همتا و

مشابه در صنعت^۱ استفاده و اعتبار یافته‌های تحقیقات قبلی سنجیده شود.

۳- یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر تصمیم شرکت‌ها جهت ورود به بازار سرمایه و عرضه اولیه سهام به عموم، قیمت‌گذاری مناسب سهم در مقطع عرضه اولیه می‌باشد. اگر سهام عرضه‌های اولیه به‌طور قابل توجهی زیر قیمت عرضه شوند به‌طور حتم شرکت‌ها تمایلی جهت عرضه سهام خود در بورس پیدا نخواهند کرد. عکس این قضیه نیز صادق است. لذا قیمت‌گذاری مناسب و اصولی سهام عرضه‌های اولیه بسیار حایز اهمیت است. بنابراین پیشنهاد می‌شود تحقیقی در خصوص مکانیزم قیمت‌گذاری اصولی سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران متناسب با اطلاعات مالی و غیرمالی و به‌وسیله نهادهای تخصصی از جمله شرکت‌های تأمین سرمایه انجام پذیرد.

۸- منابع

- [۱] باقرزاده س.؛ نقش اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه (IPOs) در بورس اوراق بهادار تهران؛ رساله دکتری تخصصی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ۱۳۸۶.
- [2] Michaely R., Shaw W. ; "The pricing of initial public offerings: Tests of adverse selection and signaling theories," *Review of Financial Studies*, 7, 1994.
- [3] Rock K., "Why new issues are underpriced?"; *Journal of Financial Economics* 15, 1986.
- [4] Loughran T. J. Ritter , Rydqvist K.; "Initial public offerings: International insights"; *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 1994 .
- [5] باقرزاده س؛ "بررسی عملکرد (بازده) کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران: شواهد تجربی"، مقاله ارائه‌شده در سومین سمینار مدیریت مالی ایران، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ۲۲-۱۹ تیر ۱۳۸۴.
- [6] عبده تبریزی ح. ، دموری د.؛ "شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران."؛ *فصلنامه تحقیقات مالی*، ش. ۱۵، ۱۳۸۲.
- [7] Ibbotson R., Sindelar J., Ritter J.; "The market's problem with the pricing of initial public offerings."; *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 1994.

1. Industry peers

- [8] Ibbotson R. G., "Price performance of common stock new issues"; *Journal of Financial Economics* 2, 1975 .
- [9] Loughran T., Ritter. J. R.; "The new issues puzzle"; *Journal of Finance* 50, 1995.
- [10] Ritter J. R. , Welch I. ; "A review of IPO activity, pricing, and allocations."; *Journal of Finance* 57, 2002.
- [11] Ritter J.; "Initial public offerings"; *Contemporary Finance Digest* 2, 1998.
- [12] Su D., Fleisher B.; "An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs."; *Pacific-Basin Finance Journal* 7, 1999.
- [13] Chan K., Wang J. B., Wei K.C.; "Underpricing and Long-Term Performance of IPOs in China," *Journal of Corporate Finance* 10, 2004.
- [14] Ritter J. R.; "Investment banking and securities issuance"; In: Constantinides et al. (ed.). *Handbook of the Economics of Finance*. Chapter 9, North-Holland, 2002.
- [15] Aggarwal R. R. Leal ., Hernandez F; "The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America;" *Financial Management* 22, 1993.
- [16] Welch I ;"Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings"; *Journal of Finance* 44, 1989.
- [17] Drobetz W., M. Kammermann, Walchli U.; "Long-run performance of initial public offerings:The evidence for Switzerland"; *Schmalenbach Business Review* 57, 2005.
- [18] Kooli, M. ., Suret J. M.,. "The underpricing of initial public offerings: further Canadian evidence"; Working Paper, University of Laval, 44, 2001.
- [19] Leland H. E., Pyle D. H., "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediaries." *Journal of Finance* 32, 1977.
- [20] Chen G., M. Firth , Kim. J. B.; "IPO underpricing in China's New Stock markets." *Journal of Multinational Financial Management* 14, 2004.
- [21] Brav A., C. Geczy, Gompers P. "Is the Abnormal Return Following Equity Issuance Anomalous?" *Journal of Financial Economics* 56, 2000.
- [22] Su, Dongwei. "Adverse-Selection versus Signaling: Evidence from the Pricing

- of Chinese IPOs," *Journal of Economics and Business* 56, 2004.
- [23] Kiyamaz Halil; "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange." *Journal of Multinational Financial Management* 10, 2000.
- [24] Jegadeesh, Narasimhan, M. Weinstein, Welch I ; "An Empirical Investigation of IPO Returns and Subsequent Equity Offerings," *Journal of Financial Economics* 34, 1993.
- [25] Loughran, T., and J. R. Ritter. ; "Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?" *Review of Financial Studies* 15, 2002.
- [26] Brealey, Richard A. and Myers, Stewart C.; Principles of corporate finance, 7th Edition, New York: Irwin/McGraw-Hill, 2003.
- [27] Grinblatt, M., Hwang C., "Signaling and the pricing of unseasoned New Issue," *Journal of Finance* 44, 1989.
- [28] Ibbotson R. Jaffe J. ; "Hot Issue Markets" ; *Journal of Finance* 4, 1975.
- [29] Yu Ting , Tse., Y. K.;"An empirical examination of IPO underpricing in the Chinese A-share Market"; Working Paper, National University of Singapore and Singapore Management University, 2003.
- [30] Beatty R. , Ritter J., "Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings"; *Journal of Financial Economics* 15, 1986.
- [31] Keasey K., Short H.; "The underpricing of initial public offerings: Some UK evidence"; *International Journal of Management Science* 20, 1992.
- [32] Ljungqvist A.; "IPO underpricing."; in: B. Espen Eckbo (ed.), Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. Elsevier, North-Holland, 2005.
- [33] Allen F. , Faulhaber G. R ; "Signaling by underpricing in the IPO market"; *Journal of Financial Economics* 23, 1989.
- [34] Clarkson P., Merkley ; "Ex-ante uncertainty and the underpricing of initial public offerings: Further Canadian evidence"; *Canadian Journal of Administrative Sciences* 11, 1994.