

بررسی بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام با توجه به ویژگی خاص شرکت

امید پورحیدری^۱

وحید محمدرضاخانی^۲

چکیده

هدف این تحقیق، بررسی وجود بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام شرکت در سال‌های بعد از عرضه‌ی عمومی اولیه‌ی سهام می‌باشد. همچنین در این تحقیق، اثر ویژگی خاص شرکت شامل اندازه، اهرم مالی و فرصت‌های رشد شرکت بر بازده غیرعادی تجمعی مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای این منظور داده‌های ۷۰ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران که دارای عرضه‌ی عمومی سهام در سال‌های بعد از عرضه‌ی اولیه سهام طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ بوده‌اند، با بهره‌گیری از داده‌های تابلویی و روش تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره بررسی شده است. نتایج تحقیق وجود بازده غیرعادی تجمعی ۸/۹٪ و ۱۲/۱٪ درصد برای به ترتیب یک هفته و دو هفته بعد از عرضه‌ی عمومی را نشان داد و فرضیه‌ی وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید قرار گرفت. همچنین، نتایج بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین اندازه، حجم عرضه‌ی عمومی سهام و فرصت رشد شرکت با بازده غیرعادی تجمعی عرضه‌ی عمومی سهام می‌باشد. در ضمن ارتباط بین اهرم مالی شرکت و بازده غیرعادی تجمعی عرضه‌ی عمومی سهام نیز مثبت و معنادار می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: عرضه‌های عمومی سهام، بازده غیرعادی تجمعی، اندازه‌ی شرکت، اهرم مالی، فرصت‌های رشد.

۱. دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان

Email: opourheidari@uk.ac.ir

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان

Email: mohammadrezaei09@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۰۷/۰۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۱۱/۳۰

۱. مقدمه

هر ماهه شرکت‌های بی‌شماری در سراسر دنیا خواه در چرخه حیات اقتصادی و خواه از طریق برنامه‌ی خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، با عرضه‌ی سهام خود به عموم مردم، برای نخستین بار قدم به بازار سرمایه می‌گذارند. این پدیده در ایران نیز در طی دهه‌ی اخیر رشد چشمگیری داشته است با توجه به افزایش عرضه‌های سهام در سال‌های اخیر، بویژه به دنبال مطرح شدن خصوصی‌سازی و سیاست‌های اصل ۴۴ عرضه‌ی عمومی سهام یکی از مسائل مهم روز اقتصاد کنونی کشور ما می‌باشد (مدرس و عسکری، ۱۳۸۸).

مطالعات و تحقیقات بسیاری در بورس‌های مختلف سراسر دنیا در رابطه با عرضه‌ی اولیه سهام عادی انجام شده است. نتایج اغلب این تحقیقات نشان می‌دهد که قیمت‌های تعیین شده برای سهام شرکت‌ها در عرضه‌ی اولیه در بازار به دلایل مختلفی از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه‌ی کنندگان سهام جدید، موسسات تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران بیرونی، بیانگر ارزش واقعی سهام نبوده و بنابراین باعث ایجاد فرصت‌هایی برای کسب بازده‌های غیر عادی با استفاده از معامله بر روی سهام این شرکت‌ها می‌شود (باقرزاده و همکاران، ۱۳۸۸). این موضوع در عین زیر سؤال بردن کارایی بازارهای سرمایه، برای شرکت‌های متشکرکننده سهام عادی به دلیل از دست دادن منابع مالی بسیار، خوشایند نمی‌باشد. برای این شرکت‌ها مهم است که قیمت تعیین شده برای سهام آنها نشان دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های رشد و توسعه آنها در آینده باشد.

از طرف دیگر، یکی از اساسی‌ترین مسائل اقتصادی افراد، واحدهای تجاری و دولت‌ها تخصیص بهینه‌ی منابع است. تخصیص بهینه منابع زمانی امکان‌پذیر است که منابع به سمت سرمایه‌گذاری‌های پر بازده و با ریسک منطقی هدایت شوند. وانگ (۲۰۱۰) نشان داد که در هنگام عرضه‌های عمومی سهام، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران وجود دارد. به عبارت دیگر، هنگام عرضه‌ی عمومی سهام بازده غیرعادی وجود دارد. این موضوع در عین زیر سؤال بردن کارایی بازارهای سرمایه منجر به عدم تخصیص بهینه‌ی منابع افراد، واحدهای تجاری و دولت‌ها می‌شود. از این رو هدف این تحقیق شناسایی وجود بازده غیرعادی هنگام عرضه‌ی عمومی سهام می‌باشد، همچنین این تحقیق در پی بررسی اثر ویژگی خاص شرکت بر بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام می‌باشد.

۲. بیان مسئله‌ی

طی دو دهه‌ی اخیر، بسیاری از کشورها به کوچک‌سازی دولت و واگذاری بنگاه‌های دولتی به بخش خصوصی، اقدام کرده‌اند. این فرایند که خصوصی‌سازی نامیده می‌شود، علاوه بر گسترش بخش خصوصی، افزایش توان نظارتی دولت را نیز به همراه دارد. اهداف خصوصی‌سازی با توجه به ویژگی‌های اقتصادی و موقعیت هر کشور با یکدیگر متفاوت است. اما به هر حال در همه‌ی کشورهایی که خصوصی‌سازی کرده‌اند، هدف اصلی، بهبود اوضاع و شرایط اقتصادی استوار «دولت مجری» و کاهش نقش «دولت ناظر» است. تحقق این اهداف، بر تقویت استوار (صفارزاده پاریزی، ۱۳۸۱). بدین منظور، ایران نیز خصوصی‌سازی بنگاه‌ها و شرکت‌های دولتی را در دستور کار خود قرار داده است. روش‌های مختلفی برای خصوصی‌سازی وجود دارد که یکی از پرکاربردترین آنها در همه کشورها و از جمله کشور ما، واگذاری سهام شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی از طریق بورس اوراق بهادار است (آذر، ۱۳۹۲).

امروزه به دلیل گسترش فعالیت‌های اقتصادی، توسعه بازارهای مالی و رونق سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه بخصوص بورس اوراق بهادار توسط اشخاص حقیقی و حقوقی، مهمترین ابزار بررسی اتخاذ تصمیمات مالی، دسترسی به اطلاعات درست و به موقع و تجزیه و تحلیل دقیق و واقع‌بینانه آن می‌باشد. از اثرات وجود اطلاعات نامتقارن اخلاط در عملکرد درست بازارها است. هرچه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بیشتر باشد کارایی آن کمتر خواهد بود و نسبت تعداد معاملات موفق آن کاهش خواهد یافت. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه‌های معاملاتی، ضعف بازار، نقدشوندگی پایین و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات در بازارهای سرمایه می‌باشد (خدمی‌پور و قدیری، ۱۳۸۹). بنابراین، وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار، کسب بازده عادلانه را به مخاطره می‌اندازد. از طرف دیگر، وجود اطلاعات نامتقارن هنگام عرضه‌ی عمومی سهام سبب کسب بازده غیرعادی توسط گروه خاصی می‌گردد. وانگ^۱ (۲۰۱۰) نشان داد که اعلان عرضه‌های عمومی سهام، به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران دارای بازده غیرعادی هستند. با توجه به اینکه در هنگام عرضه‌های عمومی سهام افراد برای تصمیم‌گیری در مورد خرید سهام نیازمند اطلاعات می‌باشند. در صورت عدم توزیع یکسان اطلاعات تصمیم‌گیری افراد به صورت صحیح صورت نخواهد گرفت و دارندگان اطلاعات قادر

خواهند بود بازده فوق‌العاده‌ای کسب نمایند. با توجه به این موضوع لازم است عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد (وانگ، ۲۰۱۰).

در سال‌های اخیر، علاوه بر اطلاعات حسابداری، ویژگی‌های خاص شرکت‌ها نظیر اندازه‌ی شرکت، اهرم مالی شرکت و فرصت‌های رشد شرکت نیز به عنوان عوامل اثرگذار بر بازده غیر عادی عرضه‌های عمومی سهام مورد توجه قرار گرفته است. از جمله این مطالعات می‌توان به تحقیق وانگ (۲۰۱۰) اشاره نمود که بیانگر وجود ارتباط معنادار بین بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام و ویژگی خاص شرکت می‌باشد.

۳. مبانی نظری

از مهمترین و متداولترین روش‌های واگذاری مالکیت در اکثر کشورها، عرضه‌ی عمومی سهام واحدهای دولتی است. دولت‌ها عموماً عرضه‌ی سهام را بهترین روش برای خصوصی کردن مؤسسات بزرگی تلقی می‌کند که در اختیار دارند (مگینسون و همکاران^۲، ۱۳۸۱). بهترین ابزار برای اجرای این سازوکار، بازار بورس اوراق بهادار است. در این روش، بخش عمومی تمام یا بخش عمده‌ای از سهام واحدها و مؤسسات اقتصادی خود را از طریق بازار بورس به عموم مردم عرضه‌ی می‌نماید. بورس اوراق بهادار می‌تواند با جذب پس اندازها و نقدینگی بخش خصوصی و هدایت آن به سوی بخش‌های تولیدی و خدماتی، نقش قابل توجهی در استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رونق و بهبود وضعیت اقتصادی جامعه، ایفا نماید. در واقع، بازار سرمایه به منزله‌ی قلب تپنده سیستم اقتصادی کشور می‌باشد که وظیفه‌ی تأمین و تخصیص منابع مالی مورد نیاز بخش‌های مختلف اقتصادی را بر عهده دارد (رضایی و همکاران، ۱۳۹۰). با توجه به نقش مهم اطلاعات در بازار سرمایه، همواره از آن به عنوان گرانبهاترین دارایی در بورس اوراق بهادار یاد می‌شود. اطلاعات در بازار سرمایه، پایه‌ی اولیه‌ی معاملات تلقی می‌گردد، به طوری که قیمت اوراق بهادار، رابطه‌ی مستقیمی با اطلاعات در اختیار سرمایه‌گذاران دارد. مبنای تصمیم‌گیری مشارکت کنندگان در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که توسط عرضه‌کنندگان اوراق بهادار منتشر می‌شود. بهره‌گیری از این اطلاعات و به عبارتی، تصمیم‌گیری صحیح در بازار اوراق بهادار، زمانی امکان‌پذیر است که اطلاعات مزبور به موقع، مربوط، با اهمیت و نیز کامل و قابل فهم باشد

مرور ادبیات عرضه‌های عمومی اولیه در سطح بین‌المللی، حکایت از این دارد که پدیده بازده کوتاه مدت غیرعادی عرضه‌های اولیه تنها به بازار سرمایه ایالات متحده منحصر نمی‌شود. این پدیده در بورس اوراق بهادار سایر کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نیز شناسایی و مستند شده است. به عنوان نمونه، تحقیق جامع لافران و همکاران^۳ (۱۹۹۴) پدیده بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه را در ۲۵ کشور توسعه یافته و در حال توسعه مورد تأیید قرار داده است. نتایج این تحقیق نشان داد که بازده کوتاه مدت غیر عادی سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار کشورهای در حال توسعه در مقایسه با بازارهای سرمایه توسعه یافته بیشتر است (لافران و همکاران، ۱۹۹۴). این پدیده در مورد سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران نیز مورد تأیید قرار گرفته است. به عنوان نمونه، تحقیق باقرزاده (۱۳۸۴) مقدار متوسط بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های اولیه سال‌های ۱۳۷۰-۱۳۸۳ در بازده زمانی سه هفته از تاریخ عرضه‌ی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران را ۲۲/۳۸٪ گزارش کرده است (باقرزاده و همکاران، ۱۳۸۸). در پاسخ به این که چرا در هنگام عرضه‌ی اولیه سهام بازده فوق‌العاده ایجاد می‌شود، اقتصاددانان مالی نظریه‌ها و فرضیه‌های متعددی ارائه کرده‌اند. از شاخص‌ترین نظریه‌ها در این باره نظریه‌ی مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات می‌باشد. پیش‌بینی می‌شود در هنگام عرضه‌های عمومی سهام نیز به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی نیز بازده غیرعادی ایجاد شود. بر مبنای مطالعات انجام شده توسط محققان مختلف نظیر مطالعه ریتز^۴ (۱۹۹۸) و کیماز^۵ (۲۰۰۰) شرکت‌های کوچک به دلیل ابهامات بیشتری در مورد آینده‌ی آنها در بازار، در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، ریسک بیشتری دارند و لذا انتظار می‌رود بیش ارزش‌گذاری سهام این شرکت‌ها کمتر باشد. همچنین مدرس و عسکری (۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند که بازده غیرعادی بلند مدت با اندازه‌ی شرکت‌ها رابطه‌ی معکوس دارد (مدرس و عسکری، ۱۳۸۸). وانگ (۲۰۱۰) استدلال می‌کند که شرکت‌ها بزرگتر معمولاً توسط تحلیلگران بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرند. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کمتر است. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌های بزرگ در مقابل شرکت‌های کوچک کمتر است.

رشد شرکت از ویژگی‌هایی است که می‌شود پیش‌بینی بر بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام شرکت‌ها تأثیر بگذارد. رشد شرکت از دید بازار سرمایه متغیر مهمی است. انگیزه‌های گزارشگری شرکت‌هایی با رشد زیاد با انگیزه‌های شرکت‌هایی با رشد کم متفاوت

است. به‌طور مشخص، شواهدی ارائه شده توسط اسکینر و اسلون^۶ (۲۰۰۲) بیانگر گزارشگری متهورانه شرکت‌های با رشد بالا بود. در نتیجه، میزان محافظه‌کاری در گزارش‌های مالی آنها کمتر خواهد بود. بر مبنای مطالعه وانگ (۲۰۱۰) فرصت‌های رشد بیشتر شرکت نشان دهنده‌ی این است که شرکت دارای دارایی نامشهود بیشتری می‌باشد و امکان انجام سرمایه‌گذاری بیشتری را دارد، سرمایه‌گذاران نیز انتشار سهام و تغییر مالکیت سهام را به عنوان شواهدی برای آزادی عمل بیشتر و کاهش بروکراسی برای اجرای پروژه‌های محتمل آینده تفسیر می‌کنند، و به انتشار سهام جدید واکنش نشان می‌دهند. بنابراین، پیش‌بینی می‌شود بازده غیرعادی عرضه‌ی عمومی سهام تحت تأثیر فرصت‌های رشد شرکت قرار بگیرد (وانگ، ۲۰۱۰).

ویژگی دیگر شرکت‌ها که می‌تواند بر بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام تأثیر بگذارد، ریسک مالی (اهرمی و غیراهرمی بودن) شرکت می‌باشد. سرمایه‌گذاران براساس بازده و ریسک تصمیم می‌گیرند، ریسک و بازده، دو عامل مهم کلیدی در انواع سرمایه‌گذاری می‌باشند (هاشمی و ساعدی ۱۳۸۸). ساختار سرمایه‌ی شرکت یکی از عواملی است که ریسک و بازده یک شرکت را تعیین می‌کند. ساختار سرمایه (اهرم مالی) میزان استفاده از بدهی و سهام عادی برای تأمین مالی دارایی‌ها می‌باشد. یعنی اینکه شرکت در ساختار سرمایه‌ی خود چقدر سهام و چقدر بدهی دارد. هاشمی و ساعدی (۱۳۸۸) در تحقیق خود نشان داد که تأثیر سود عملیاتی بر بازده سهام شرکت‌ها با اهرم مالی پایین در مقایسه با شرکت‌های با اهرم مالی بالا بیشتر است. بنابراین پیش‌بینی می‌شود که بازده غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی تحت تأثیر اهرم مالی شرکت قرار بگیرد.

۴. پیشینه پژوهش

تحقیقات تجربی در مورد مطالعه واکنش اعلان عرضه‌ی عمومی سهام به‌طور جدی در دهه‌ی ۱۹۸۰ شروع شد در بخشی بزرگتر بررسی مایرز و مجلاف^۷ (۱۹۸۴) برای ارائه‌ی این موضوع بود که شرکت‌ها با اعلان عرضه‌ی سهام عادی کاهش قیمت سهام را تجربه خواهند کرد. شرکت‌ها حدود ۲ تا ۳ درصد کاهش در قیمت سهام عادی مستقیماً بعد از اعلان انتشار حقوق صاحبان سهام را تجربه می‌کنند. چند دلیل برای این واکنش منفی ارائه شده که یکی از این تفسیرها، از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران برای استدلال واکنش منفی بهره

می‌جوید. نامتقارن بودن اطلاعات، اساس نظریه مورد استفاده توسط مایرز و مجلاف (۱۹۸۴) بود. این شواهد از نظریه‌ی آنان مبنی بر این یافته‌های تجربی پشتیبانی کرد که واکنش اعلان عرضه‌ی سهام رایج کمتر منفی می‌شود وقتی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی کمتر باشد. آنها با فرض بر عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌کنند که مدیران بصیرتر (مدبر) در صدور سهام جدید فقط زمانی به نفع سهامداران موجود عمل می‌کنند که این کار به نفع آنان باشد. لذا سرمایه‌گذاران منطقی، براساس این رفتار درک شده در مدیران، به صدور سهام جدید واکنش منفی نشان می‌دهند (وانگ، ۲۰۱۰).

ایبوتسون^۸ (۱۹۷۵) در پژوهش خود دریافت که شرکت‌هایی که سهام خود را برای اولین بار و از طریق بورس اوراق بهادار به عموم مردم عرضه می‌کنند سهام را به قیمتی پایین‌تر از ارزش ذاتی عرضه می‌کنند، به گونه‌ای که بین قیمت عرضه و قیمت بازار در پایان ماه اول داد و ستد اختلاف قابل توجه‌ای وجود دارد. احمد^۹ (۲۰۰۴) در بررسی رابطه‌ی بین کیفیت سود (به عنوان یکی از نمایندگان عدم تقارن) با واکنش بازار به خبر افزایش سرمایه، نتیجه گرفت که کیفیت سود با واکنش بازار رابطه‌ی معکوس و معنی‌دار دارد. به دیگر سخن، تحقیق وی رابطه‌ی شدت واکنش منفی بازار به خبر صدور سهام جدید با درجات مختلف عدم تقارن اطلاعات در هنگام اعلان این خبر را تأیید می‌نماید.

بای لس و چپ لینسکی^{۱۰} (۱۹۹۶) بیان کردند که بازده غیر عادی در بازارهای کارآ (یعنی جایی که عدم تقارن اطلاعات نسبتاً کم است) منفی‌تر یا کمتر می‌باشد. آنها بیان نمودند که بازده غیرعادی حول اخبار صدور سهام جدید، معمولاً با (درجه یا) اندازه‌های مختلف عدم تقارن اطلاعات ارتباط دارد. وانگ (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین به موقع بودن سود و افزایش سرمایه از طریق صدور سهام جدید پرداخت. او نشان داد که شرکت‌هایی که سود به موقع‌تر دارند به دلیل اینکه عدم تقارن اطلاعاتی کمتر است در نتیجه قیمت سهام آنها افت کمتری خواهد داشت. همچنین او به این نتیجه رسید که رابطه بین اندازه‌ی شرکت و فرصت‌های رشد شرکت با بازده غیرعادی عرضه‌ی سهام منفی و رابطه بین اهرم مالی شرکت با بازده غیرعادی عرضه‌ی سهام مثبت می‌باشد.

در زمینه‌ی بررسی وجود بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام تاکنون تحقیقی در ایران صورت نگرفته است، ولی تحقیقات اندکی در مورد بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی اولیه‌ی سهام به شرح زیر صورت گرفته است:

آذر و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی به بررسی تحلیل مقایسه‌ای عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در عرضه‌ی عمومی اولیه‌ی سهام شرکت‌های دولتی و غیردولتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش‌های آنها نشان داد که تمام شرکت‌های عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران، اعم از دولتی و غیردولتی به زیر ارزش ذاتی عرضه می‌شود اما اختلاف معناداری بین قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی و غیردولتی در عرضه‌ی عمومی اولیه‌ی سهام آنها وجود ندارد. همچنین، نتایج تحقیق آنها نشان داد تنها عامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های غیردولتی در سررسیدهای یک ماهه و سه ماهه، تعداد کارکنان شرکت و تنها عامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی شرکت‌های دولتی در سررسید یک هفته‌ای، درصد عرضه‌ی سرمایه در روز عرضه‌ی عمومی اولیه سهام است.

احمدپور و رحمانی (۱۳۸۶) به بررسی تأثیر اندازه‌ی شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که عوامل بازار، اندازه‌ی شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، سه عامل تأثیرگذار روی بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند. اقبال‌نیا (۱۳۸۸) به بررسی عملکرد کوتاه مدت سهام عرضه‌ی عمومی اولیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. بر پایه نتایج حاصل از ۹۱ عرضه‌ی عمومی اولیه در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷، ملاحظه گردید سهام عرضه‌ی اولیه در کوتاه مدت دارای عملکرد بهتری نسبت به متوسط بازار بوده و پدیده قیمت‌گذاری زیر ارزش سهام عرضه‌ی عمومی اولیه در بورس تهران مشابه بسیاری از بورس‌های دیگر دنیا وجود دارد.

مدرس و عسگری (۱۳۸۸) به شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه‌ی عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق آنها وجود بازده غیرعادی در سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران و برخی عوامل احتمالی مؤثر بر آن مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها بیانگر وجود بازده غیرعادی مثبت طی ۲۴ ماه پس از عرضه‌ی اولیه سهام شرکت‌های نمونه در بورس اوراق بهادار تهران است. از میان متغیرهای مورد بررسی آنها سه متغیر نوع مؤسسه‌ی حسابرسی، اندازه‌ی شرکت و خطای پیش‌بینی سود هر سهم رابطه‌ی معناداری با بازده غیرعادی داشتند.

باقرزاده، نیکبخت و نوروش (۱۳۸۸) به بررسی بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌ی عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل مؤثر بر آن در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۷۶-

۱۳۸۳ پرداختند. طبق یافته‌های تحقیق آنها، سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند عرضه‌های اولیه در سایر کشورها در بازه زمانی چهار هفته بعد از تاریخ عرضه‌ی به طور متوسط ۱۲/۳۹ درصد بازده اولیه غیرعادی (بازده تعدیل شده با پرتفوی بازار) ایجاد کرده‌اند. بررسی عوامل احتمالی موثر بر بازده اولیه این سهام نشان داد که از بین متغیرهای مورد بررسی تنها دو متغیر درصد عرضه‌ی اولیه‌ی سهام و اهرم مالی شرکت در مقطع عرضه‌ی اولیه، مهمترین متغیرهای تأثیرگذار بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های اولیه سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند.

۵. سؤال‌های پژوهش

با توجه به اهداف تحقیق سؤالاتی به شرح زیر مطرح می‌گردد:

۱. آیا در زمان عرضه‌های عمومی سهام بازده غیرعادی ایجاد می‌شود یا به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی در زمان عرضه‌های عمومی سهام وجود دارد یا خیر؟
۲. آیا بین ویژگی‌های خاص شرکت‌ها (اندازه، فرصت‌های رشد و اهرم مالی شرکت) با بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام رابطه‌ای وجود دارد؟

۶. فرضیه‌های تحقیق

در راستای پاسخ به سؤالات تحقیق فرضیه‌های زیر را می‌توان مطرح کرد:

با توجه به سوال اول تحقیق فرضیه‌ی زیر مطرح می‌گردد:

فرضیه‌ی اول: در بازه‌ی زمانی کوتاه مدت بعد از عرضه‌های عمومی سهام بازده غیرعادی ایجاد می‌شود. یا به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی در زمان عرضه‌های عمومی سهام وجود دارد.

با توجه به سؤال دوم تحقیق فرضیه‌های زیر مطرح می‌گردد؟

فرضیه‌ی دوم: بین اندازه‌ی شرکت و بازده غیرعادی تجمعی عرضه‌ی عمومی سهام رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی سوم: بین اهرم مالی شرکت و بازده غیرعادی تجمعی عرضه‌ی عمومی سهام رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی چهارم: بین فرصت‌های رشد شرکت و بازده غیرعادی تجمعی عرضه‌ی عمومی سهام رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد.

۷. روش تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت، تحقیقی شبه تجربی است و از لحاظ هدف، تحقیقی کاربردی است که نتایج حاصل از آن می‌تواند برای طیف گسترده‌ای از ذی‌نفعان شرکت‌ها مفید باشد. داده‌های مورد نیاز برای انجام این تحقیق با استفاده از نرم‌افزار تدبیر پرداز، پایگاه اطلاع‌رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت‌های مالی و امید نامه‌های شرکت‌ها، گزارش‌های منتشر شده توسط سازمان بورس و سازمان خصوصی‌سازی در مورد عرضه‌های عمومی سهام تهیه شده‌اند.

۸. جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه‌ی آماری پژوهش شامل کلیه‌ی شرکت‌هایی است که پس از ورود به بورس و عرضه‌ی عمومی اولیه، دارای عرضه‌ی عمومی سهام در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۰ - ۱۳۹۰ بوده‌اند و نمونه‌ی آماری شرکت‌هایی می‌باشد که طی این دوره براساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱. شرکت‌های نمونه باید در فاصله‌ی زمانی سال‌های ۱۳۸۰ - ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. به منظور محاسبه‌ی بازده غیرعادی، شرکت‌ها نباید وقعه معاملاتی بیش از ۳ ماه قبل از عرضه‌ی عمومی سهام، داشته باشند.
 ۳. صورت‌های مالی هر یک از شرکت‌ها در سال عرضه‌ی اولیه سهام برای استخراج اطلاعات مالی مورد نیاز موجود و قابل دسترسی باشد.
 ۴. شرکت‌های تحت بررسی جزء شرکت‌های واسطه‌گری و مالی نباشند.
- با لحاظ معیارهای ذکر شده، در نهایت ۷۰ شرکت به عنوان نمونه‌ی تحقیق انتخاب گردید.

۹. متغیرهای تحقیق

۱.۹ متغیرهای مستقل و تعریف عملیاتی آنها

اندازه‌ی شرکت ($FIRM_SIZE_j$): اندازه‌ی شرکت از طریق لگاریتم طبیعی ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت به دست می‌آید به اعتقاد ریتز (۱۹۹۱) و کیماز (۲۰۰۰)، 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 سوداگرانه سرمایه‌گذاران

قرار می‌گیرند، بنابراین، بین بازده غیرعادی کوتاه مدت و اندازه‌ی شرکت عرضه‌کننده سهم رابطه‌ی منفی وجود دارد. کولی و سورت^{۱۱} (۲۰۰۱) نیز در تحقیق خود وجود این ارتباط را تأیید کردند. فرصت‌های رشد (MTB_i): از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده‌ای برای رشد شرکت استفاده شده است. وانگ (۲۰۱۰) استدلال می‌کند که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالای شرکت اشاره به این دارد که شرکت دارایی‌های نامشهود بیشتری دارد و در واقع دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بیشتری می‌باشد. سرمایه‌گذاران نیز انتشار سهام توسط شرکت‌های دارای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بیشتر را به عنوان تأمین وجوه برای پروژه‌های محتمل آینده تفسیر می‌کنند. بنابراین، پیش‌بینی می‌شود به دلیل واکنش سرمایه‌گذاران به فرصت‌های رشد، شرکت‌های با رشد بالا بازده غیرعادی کمتری داشته باشند. اهرم مالی شرکت (Lev_i): اهرم را به می‌توان به عنوان درصد تأمین مالی از طریق بدهی‌ها تعریف نمود. به عقیده‌ی داگلاس^{۱۲} (۲۰۰۱) اهرم مالی توانایی تغییر ریسک و بازده شرکت را داراست، بنابراین ساختار سرمایه هر شرکت با اهرم مالی آن رابطه‌ی تنگاتنگ دارد. معیارهای اندازه‌گیری اهرم مالی شامل نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، نسبت بدهیها به حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام و نسبت بدهی‌ها به ارزش بازار سهام می‌باشند. در این تحقیق برای محاسبه‌ی اهرم مالی (ریسک مالی) شرکت از نسبت کل بدهی‌ها به ارزش بازار سهام در مقطع عرضه‌ی عمومی سهام استفاده شده است. پیش‌بینی می‌شود شرکت‌هایی با ریسک مالی پایین بازده غیرعادی کمتری ایجاد کنند و برعکس.

۲.۹ متغیر وابسته و تعریف عملیاتی آنها

در واقع، متغیر وابسته تحقیق بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت می‌باشد. مبنای محاسبات هفته‌ی اول و دوم بعد از عرضه‌های عمومی شرکت‌ها می‌باشد. برای این منظور روز ۵ (یک هفته کاری) و روز ۱۰ (دو هفته کاری) بعد از عرضه را به عنوان روز ۰، روز قبل از آن به عنوان روز ۱- و روز بعد از آن به عنوان روز ۱ برای محاسبه‌ی بازده غیر عادی تجمعی یک هفته (CAR_{i1}) و دوهفته (CAR_{i2}) بعد از عرضه‌ی عمومی سهام در نظر گرفته شده است. در این تحقیق به پیروی از وانگ (۲۰۱۰) از مدل زیر برای محاسبه‌ی بازده غیرعادی تجمعی استفاده شده است. برای این

منظور، ابتدا از حداقل مربعات معمولی (*OLS*) برای تخمین مدل بازار به منظور محاسبه‌ی بازده غیرعادی انباشته در دوره‌ی وقوع استفاده شده است.

$$R_{j,t} = \eta_{0,j} + \eta_{1,j}R_{M,t} + \sigma_{j,t}$$

$$t = -180, -179, \dots, -10 \quad AR_{j,t} = R_{j,t} - n_{0,j} - n_{1,j}R_{M,t} \quad (۱)$$

$$t = -1, 0, 1 \quad (۲)$$

$$MODEL_CAR_j = \sum_{t=-1,0,1} (R_{j,t} - R_{M,t}) \quad (۳)$$

در معادلات فوق؛

$R_{j,t}$ بازده اولیه‌ی شرکت j در روز t می‌باشد، $R_{M,t}$ بازده بازار می‌باشد از شاخص قیمت و بازده نقدی برای محاسبه‌ی بازده بازار در دوره‌ی زمانی فوق استفاده شده است؛ N_{1j} و N_{0j} ضرایب تخمین شده ناشی از مدل می‌باشند.

$AR_{j,t}$ بازده غیر عادی شرکت j در روز t می‌باشد. متغیر وابسته، بازده غیرعادی انباشته (مدل CAR_j)، جمع بازده‌های غیر عادی در دوره‌ی وقوع است.

۳.۹ متغیر کنترل

۱.۳.۹ اندازه‌ی عرضه ($OFFER_SIZE_j$)

اندازه‌ی عرضه از نسبت تعداد سهام عرضه شده در روز عرضه‌ی اولیه سهم در بورس اوراق بهادار به کل تعداد سهام شرکت در مقطع عرضه‌ی عمومی سهام به دست می‌آید. نتیجه تحقیق کیماز (۲۰۰۰) و وانگ (۲۰۱۰) رابطه بین درصد عرضه‌ی سهام و سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع را منفی نشان داد.

۲.۳.۹ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. در این مدل بازده غیرعادی عرضه‌ی عمومی سهام به عنوان متغیر وابسته و اندازه‌ی شرکت، اهرم مالی و فرصت‌های رشد متغیرهای مستقل می‌باشند. همچنین، تأثیر حجم عرضه‌ی سهام نیز کنترل شد. معادله‌ی رگرسیون مورد استفاده به شرح معادله‌ی شماره‌ی (۴) است.

$$CAR_j = \beta_0 + \beta_1 \times FIRM_SIZE_j + \beta_2 \times MTB_j + \beta_3 \times Lev_j + \beta_4 \times OFFER_SIZE_j + \tau_j \quad (۴)$$

۱۰. یافته‌های پژوهش

۱۰.۱۰ آمار توصیفی تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره شماره ۱ (۱) ارائه شده است، آمار توصیفی بر مبنای داده‌های شرکت‌های نمونه در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰، در مجموع شامل ۷۰۰ سال-شرکت می‌باشد. متغیر مربوط به اندازه‌ی شرکت بر مبنای لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام می‌باشد. متغیر فرصت‌های رشد شرکت نیز نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد. همچنین، بقیه‌ی متغیرها بر مبنای درصد می‌باشند.

همان‌طور که در نگاره شماره ۱ مشاهده می‌شود، نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌ها بیانگر این است که میانگین بازده غیرعادی تجمعی هفته‌ی اول بعد از عرضه‌ی عمومی سهام برابر با ۸/۹ درصد و میانگین بازده غیرعادی تجمعی هفته دوم بعد از عرضه‌ی عمومی سهام برابر با ۱۲/۱ درصد می‌باشد. با توجه به آمار توصیفی بازده غیرعادی یک هفته و دو هفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام، فرضیه‌ی اول تحقیق مبنی بر وجود بازده غیرعادی عرضه‌ی عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران اثبات شد و فرضیه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران در زمان عرضه‌ی عمومی سهام نیز مورد تأیید قرار گرفت. برای سایر متغیرها نیز آمار توصیفی مربوط موجود می‌باشد.

نگاره ۱ (۱). نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
بازده غیرعادی یک هفته	۰/۰۸۹	۰/۰۷	۰/۱۲	۰/۰۱	۰/۲۶
بازده غیرعادی دو هفته	۰/۱۲۱	۰/۱۱	۰/۱۹	۰/۰۳	۰/۲۹
فرصت‌های رشد شرکت	۶/۶۶	۵/۴۹	۷/۷۴	۰/۹۴	۲۹
اهرم مالی شرکت	۰/۶۶	۰/۶۵	۰/۲۱	۰/۲۸	۰/۸۸
اندازه‌ی شرکت	۵/۸۷	۵/۷۴	۰/۷۷	۴/۵۴	۷/۸۹
اندازه‌ی عرضه	۰/۲۰	۰/۱۸	۰/۱۹	۰/۱۸	۰/۵۵

۱۱. نتایج آزمون فرضیه‌ی تحقیق

برای آزمون فرضیات ابتدا بازده غیرعادی تجمعی برای یک هفته و دوهفته براساس مدل‌های شماره‌ی (۱)، (۲) و (۳) محاسبه گردید و پس تأیید فرضیه‌ی اول مبنی بر وجود بازده غیرعادی عرضه‌ی عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران که در قسمت آمار توصیفی توضیح داده شد، سپس برای آزمون فرضیات دیگر تحقیق مبنی بر شناسایی اثر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر بازده غیرعادی عرضه‌ی عمومی سهام، معادله شماره‌ی ۴ به شرح نگاره شماره‌ی (۲) و نگاره شماره‌ی (۳) به ترتیب برای بازده غیرعادی یک هفته و دوهفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام تخمین زده شده است. فرضیه‌ی اول: همان‌طور که در قسمت آمار توصیفی توضیح داده شد، به‌طور متوسط بازده غیرعادی تجمعی یک هفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام ۸/۹ درصد و بازده غیرعادی تجمعی دو هفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام ۱۲/۱ درصد می‌باشد. بنابراین فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود بازده غیرعادی هنگام عرضه‌ی عمومی سهام تأیید شد.

همان‌طور که در نگاره شماره‌ی (۲) مشاهده می‌شود آزمون F در سطح اطمینان بیشتر از ۹۹ درصد معنادار می‌باشد و آماره دوربین و واتسون نیز بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد که صحت الگوی رگرسیون را در مورد خطی بودن روابط بین متغیرها و استقلال مشاهدات تأیید می‌کند. با توجه به اینکه داده‌های مورد تجزیه و تحلیل از نوع داده‌های ترکیبی می‌باشند، ابتدا باید با استفاده از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن نوع تخمین مدل را تعیین نمود، از آنجا که سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر برابر (۰/۴۹) می‌باشد. بنابراین، فرض H_0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نشده است و روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود.

نگاره‌ی (۲): برآورد الگوی شماره‌ی ۴ برای بازده غیرعادی یک هفته

$CAR_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \times FIRM_SIZE_{jt} + \beta_2 \times MTB_{jt} + \beta_3 \times Lev_{jt} + \beta_4 \times OFFER_SIZE_{jt} + \tau_{jt}$			
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۳۳/۱	۴/۷	۰/۰۰۰۱
اندازه‌ی شرکت	-۹/۴	-۱۰/۷	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی شرکت	۵۳	۵/۷۶	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد شرکت	-۰/۳۰	-۲/۱۱	۰/۰۰۴
اندازه‌ی عرضه	-۰/۱۵	-۴/۳	۰/۰۰۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۰	آماره‌ی F	۱۹/۶۳
آماره‌ی دوربین و واتسون	۲/۱	سطح معناداری کل مدل	۰/۰۰۰۰
آزمون F لیمر	۰/۹۵	سطح معناداری آزمون F لیمر	۰/۴۹

فرضیه‌ی دوم: برای آزمون فرضیه‌ی دوم تحقیق معادله‌ی شماره‌ی (۴) برای بازده غیرعادی تجمعی یک هفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام به شرح نگاره‌ی شماره‌ی (۲) و برای بازده غیرعادی تجمعی دو هفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام به شرح نگاره‌ی شماره‌ی (۳) تخمین زده شد. ضریب اندازه‌ی شرکت برای یک هفته (نگاره‌ی شماره‌ی ۱) و دو هفته (نگاره‌ی شماره‌ی ۲) بعد از عرضه‌ی عمومی به ترتیب برابر با $-۸/۸$ و $-۱۸/۱$ است. همچنین ضریب آماره‌ی t به ترتیب برابر با $-۱۹/۵$ و $-۶/۳۱$ می‌باشد که بیانگر این است که این ارتباط برای هر دو دوره‌ی زمانی در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بنابراین رابطه‌ی منفی و معناداری بین بازده غیر عادی تجمعی کوتاه‌مدت عرضه‌ی عمومی سهام و اندازه‌ی شرکت وجود دارد و فرضیه‌ی اول تحقیق مبنی بر وجود ارتباط منفی و معنادار بین بازده غیرعادی تجمعی عرضه‌ی های عمومی سهام و اندازه شرکت اثبات شد. همچنین، ضریب اندازه عرضه‌ی عمومی اولیه‌ی سهام منفی و در سطح اطمینان بیش از ۹۹٪ معنادار می‌باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌ی عمومی سهام و اندازه عرضه‌ی عمومی سهام می‌باشد.

فرضیه‌ی سوم: برای آزمون فرضیه‌ی سوم تحقیق، معادله شماره‌ی (۴) برای بازده غیرعادی تجمعی یک هفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام به شرح نگاره شماره‌ی (۲) و برای بازده غیرعادی تجمعی دو هفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام به شرح نگاره شماره‌ی (۳) تخمین زده شد. ضریب اهرم مالی شرکت برای یک هفته (نگاره‌ی شماره‌ی ۱) و دو هفته (نگاره‌ی شماره‌ی ۲) بعد از عرضه‌ی عمومی به ترتیب برابر با $۰/۸$ و $۰/۵۱$ است. همچنین ضریب آماره‌ی t به ترتیب برابر با $۵/۷۶$ و $۶/۵۶$ می‌باشد که بیانگر این است که این ارتباط برای هر دو دوره‌ی زمانی در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. بنابراین رابطه‌ی مثبت و معناداری بین بازده غیر عادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌های عمومی سهام و اهرم مالی شرکت وجود دارد و فرضیه سوم تحقیق نیز تأیید شد. همچنین، ضریب اندازه عرضه‌ی عمومی سهام منفی و در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد معنادار می‌باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌های عمومی سهام و اندازه عرضه‌ی سهام می‌باشد.

نگاره‌ی (۳): برآورد الگوی شماره‌ی ۴ برای بازده غیرعادی دو هفته

$$CAR_{j2} = \beta_0 + \beta_1 \times FIRM_SIZE_j + \beta_2 \times MTB_j + \beta_3 \times FLV_j + \beta_4 \times OFFER_SIZE_j + \tau_j$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۷۳/۳	۳/۹	۰/۰۰۰۵
اندازه‌ی شرکت	-۱۸/۱	-۶/۳۶	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی شرکت	۸۲/۲	۶/۵۶	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد شرکت	-۰/۴۶	-۲/۶۶	۰/۰۱
اندازه‌ی عرضه	-۰/۲۶	-۳/۷۸	۰/۰۰۰۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۴	آماره‌ی F	۱۱/۱۲
آماره‌ی دوربین واتسون	۱/۹۱	سطح معناداری کل مدل	۰/۰۰۰۰
آزمون F لیمر	۱/۱۳	سطح معناداری آزمون F لیمر	۰/۳۶

فرضیه‌ی چهارم: برای آزمون فرضیه‌ی چهارم تحقیق مبنی بر اثر فرصت‌های رشد شرکت بر بازده غیرعادی تجمعی یک هفته و دو هفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام معادله‌ی شماره‌ی (۴) به شرح نگاره‌ی شماره‌ی (۲) و (۳) تخمین زده شد. ضریب فرصت‌های رشد شرکت برای یک هفته (نگاره‌ی شماره‌ی ۱) و دو هفته (نگاره‌ی شماره‌ی ۲) بعد از عرضه‌ی عمومی به ترتیب برابر با ۰/۳- و ۰/۴۶- است. همچنین ضریب آماره t به ترتیب برابر با ۲/۱۱- و ۲/۶۶- می‌باشد که بیانگر این است که این ارتباط برای هر دو دوره زمانی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. بنابراین رابطه‌ی منفی و معناداری بین بازده غیر عادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌های عمومی سهام و فرصت‌های رشد شرکت وجود دارد و فرضیه‌ی چهارم تحقیق مبنی بر وجود ارتباط منفی و معنادار بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌ی عمومی سهام و فرصت‌های رشد شرکت اثبات شد. به عبارت دیگر، در شرکت‌های رشدی به دلیل داشتن فرصت‌های رشد زیاد و نیاز به تأمین مالی برای این فرصت‌های محتمل آینده، سرمایه‌گذاران واکنش منفی به عرضه‌ی عمومی این شرکت‌ها نشان می‌دهند و در نتیجه، این شرکت‌ها بازده غیرعادی کمتری ایجاد می‌کنند. همچنین، ضریب اندازه‌ی عرضه‌ی عمومی سهام منفی و در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد معنادار می‌باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌ی عمومی سهام و حجم عرضه‌ی سهام می‌باشد.

همان‌طور که در نگاره‌ی شماره‌ی (۳) مشاهده می‌شود آزمون F در سطح اطمینان بیشتر از ۹۹٪ معنادار می‌باشد و آماره‌ی دوربین واتسون نیز بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد، که صحت الگوی

رگرسیون را در مورد خطی بودن روابطی بین متغیرها و استقلال مشاهدات تأیید می‌کند. با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر برابر (۰/۳۶) می‌باشد. بنابراین، فرض H_0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نشده است و روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود.

۱۲. نتیجه‌گیری

هدف این تحقیق، ابتدا بررسی وجود بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌ی عمومی سهام می‌باشد، سپس در ادامه اثر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها نظیر اندازه، اهرم مالی و فرصت‌های رشد شرکت بر بازده غیرعادی عرضه‌ی عمومی سهام مورد بررسی قرار گرفته است. همان‌طور که در قسمت آمار توصیفی تحقیق نشان داده شد به طور متوسط ۸/۹ درصد و ۱۲/۱ درصد بازده غیر عادی تجمعی برای یک هفته و دو هفته بعد از عرضه‌ی عمومی سهام وجود دارد. نتایج وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد تأیید قرار داد، نتایج فرضیه‌ی اول این تحقیق با پژوهش باقرزاده و همکاران (۱۳۸۸) مبنی بر وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران هنگام عرضه‌های عمومی اولیه نیز مطابقت دارد.

نتایج فرضیه‌ی دوم تحقیق بیانگر رابطه‌ی منفی و معناداری بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌های عمومی سهام و اندازه‌ی شرکت می‌باشد. به عبارتی، در شرکت‌های کوچکتر به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر در هنگام عرضه‌ی عمومی سهام، بازده غیرعادی بیشتری هم وجود دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌ها بزرگتر معمولاً توسط تحلیلگران بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرند. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کمتر است. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌های بزرگ در مقابل شرکت‌های کوچک کمتر است. به بیان دیگر، بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی در شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، بیشتر می‌باشد. نتایج این فرضیه با تحقیق کیماز (۲۰۰۰)، کولی و سورت (۲۰۰۱) و وانگ (۲۰۱۰) مبنی بر وجود ارتباط منفی و معنادار بین اندازه‌ی شرکت و بازده غیرعادی کوتاه مدت مطابقت دارد.

همچنین نتیجه‌ی آزمون فرضیه‌ی سوم تحقیق ارتباط مثبت و معناداری بین بازده غیر عادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌های عمومی سهام و اهرم مالی شرکت را نشان داد. به عبارت دیگر، شرکت‌های با اهرم مالی بیشتر به دلیل ریسک مالی بیشتر دارای بازده غیرعادی بیشتری می‌باشند. ارتباط بین فرصت‌های رشد شرکت و بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌ی عمومی سهام منفی و معنادار می‌باشد و فرضیه‌ی چهارم تحقیق نیز مورد تأیید قرار گرفت. به عبارت

دیگر، در شرکت‌های با فرصت‌های رشد زیاد به دلیل نیاز به تأمین مالی از محل صدور سهام جدید برای این فرصت‌های محتمل آینده، سرمایه‌گذاران واکنش منفی به عرضه‌ی عمومی این شرکت‌ها نشان می‌دهند و در نتیجه این شرکت‌ها بازده غیرعادی کمتری ایجاد می‌کنند. نتایج این فرضیه با تحقیق وانگ (۲۰۱۰) نیز مطابقت دارد. ضریب اندازه‌ی عرضه‌ی عمومی اولیه سهام منفی و در سطح ۹۵٪ معنادار می‌باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معنی‌دار بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌ی عمومی سهام و اندازه‌ی عرضه می‌باشد. به عبارت دیگر، در زمان عرضه‌ی عمومی سهام نیز مانند عرضه‌های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. نتایج این فرضیه با تحقیق کیماز (۲۰۰۰) و وانگ (۲۰۱۰) مطابقت دارد.

۱۳. پیشنهادهای مثبتی بر نتایج تحقیق

براساس نتایج تحقیق، می‌توان پیشنهادهایی به شرح ذیل ارائه کرد:

۱. با توجه به رابطه‌ی منفی و معنادار بین بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی با اندازه و رشد شرکت، به فعالان بازار سرمایه بخصوص سرمایه‌گذاران بالقوه پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌گیری نسبت به خرید سهام به اندازه و رشد شرکت توجه نمایند.
۲. با توجه به رابطه منفی و معنادار بین درصد عرضه‌ی عمومی اولیه‌ی سهام و بازده غیرعادی به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود تا میزان عرضه‌ی عمومی سهام شرکت‌ها را کنترل نماید تا بازده غیرعادی ایجاد نشود و ارزش سهام بر مبنای ارزش ذاتی آنها تعیین شود.
۳. با توجه به رابطه‌ی مثبت و معنادار بین اهرم مالی شرکت و بازده غیرعادی عرضه‌ی عمومی سهام به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا در تصمیم‌گیری‌های خرید سهام ریسک مالی شرکت را نیز در نظر بگیرند.

۱۰۱۳ پیشنهاد برای تحقیقات آتی

در ادامه‌ی این تحقیق، موضوعات زیر نیز برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌شود:

۱. بررسی وجود بازده غیرعادی بلندمدت عرضه‌های عمومی سهام و شناسایی عوامل مؤثر بر آن
۲. شناسایی تأثیر ویژگی خاص شرکت بر تغییرات قیمت سهام هنگام افزایش سرمایه

۱۴. محدودیت‌های تحقیق

۱. وجود برخی شرایط روانی و بازارسازی در نظر گرفته نشده است که در کشور ما (مثل سایر کشورها) وجود داشته و بر قیمت سهام مؤثر هستند.
۲. با توجه به اینکه در این تحقیق، عرضه‌های عمومی سال‌های بعد از عرضه‌ی اولیه‌ی سهام شرکت‌ها در نظر گرفته شده است به همین منظور تسری نتایج تحقیق به عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌ها با احتیاط انجام گیرد.

یادداشت‌ها:

- | | |
|-----------------------|-----------------------------|
| 1. Wang | 7. Myers and Magluf |
| 2. Megginson & et al. | 8. Ibbotson |
| 3. Loughran & et al. | 9. Ahmad |
| 4. Ritter | 10. Bayless, and Chaplinsky |
| 5. Kiyamaz | 11. Kooli and Suret |
| 6. Skinner and sloan | 12. Douglas |

منابع و ماخذ

۱. احمدپور، احمد و مجید، رحمانی فیروزجائی (۱۳۸۶). "بررسی تاثیر اندازه‌ی شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سهام (بورس اوراق بهادار تهران)"، *مجله‌ی تحقیقات اقتصادی*، شماره‌ی ۷۹، صص ۳۷-۱۹.
۲. اقبال‌نیا، محمد (۱۳۸۸)، "بررسی عملکرد کوتاه مدت سهام عرضه‌ی عمومی اولیه: شواهد تجربی از بورس تهران"، *هفتمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت*.
۳. آذر، عادل، محمدرضا، رستمی و محمد، صفری (۱۳۹۲)، "تحلیل مقایسه‌ای عوامل مؤثر در قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در عرضه‌ی عمومی اولیه‌ی سهام شرکت‌های دولتی و غیردولتی؛ مطالعه‌ی موردی: شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۸"، *اندیشه‌ی مدیریت راهبردی*، سال هفتم، شماره‌ی اول، صص ۱۵۷-۱۸۵.
۴. باقرزاده، سعید، محمدرضا، نیکبخت و ایرج، نوروش (۱۳۸۸)، "عوامل مؤثر بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه (IPOs) در بورس اوراق بهادار تهران"، *مدرس علوم انسانی-پژوهش‌های مدیریت در ایران*، دوره‌ی ۱۵، شماره‌ی ۱.

۵. پناهیان، حسین و علی‌اکبر، رضانی (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین کیفیت سود با واکنش بازار به افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی سهامداران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره‌ی ۱۴، شماره‌ی ۵۰، صص ۸۳-۹۸.
۶. پورحیدری، امید و محمود، کهنسال (۱۳۸۴)، "ارتباط بین سود و جریان نقدی با بازده سهام با توجه به ویژگی‌های خاص شرکت‌ها، فصلنامه‌ی مطالعات حسابداری، شماره‌ی ۹، صص ۲۷-۴۱.
۷. خدای‌پور، احمد و محمد، قدیری (۱۳۸۹). "بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران". *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره‌ی دوم، شماره‌ی دوم، صص ۱-۲۹.
۸. رضایی دولت‌آبادی، حسین، سعید، صمدی و حسام، ناجی زواره (۱۳۹۰)، تحلیل تأثیر خصوصی‌سازی بر توسعه بازار سهام در ایران، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره‌ی پیاپی (۷).
۹. صفارزاده پاریزی، غلامرضا (۱۳۸۱)، "مروری بر سیاست خصوصی‌سازی و بررسی عملکرد آن در فاصله‌ی سال‌های ۱۳۶۸-۱۳۸۰ در کشور" *پژوهشنامه‌ی اقتصادی*، سال دوم، شماره‌ی ۲، صص ۱۱۵-۱۳۴.
۱۰. کردستانی، غلامرضا و علی، آشتاب (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیر عادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره‌ی ۱۷، شماره ۶۰، صص ۹۳-۱۰۸.
۱۱. مدرس، احمد و محمدرضا، عسگری (۱۳۸۸)، "شناسایی عوامل موثر بر بازده غیر عادی بلند مدت سهام عرضه‌ی عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار*، سال دوم، شماره‌ی ۵، صص ۷۷-۱۰۳.
۱۲. هاشمی، سیدعباس و رحمان، ساعدی (۱۳۸۸)، "بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام"، *فصلنامه‌ی علمی پژوهشی حسابداری مالی*، شماره‌ی ۴، صص ۱۰۸-۱۳۰.

13. Ahmed, A. (2004). "Does the market reaction to equity issues depend on earning quality?", *Financial Management Association (FMA) doctoral student seminar*, New Orleans, Louisiana
14. Balla, R. and Shivakumar, L. (2008). "Earnings quality at initial public offerings", *Journal of Accounting and Economics*, No, 45, PP: 324-349.
15. Francis, J. Lafond, R. Olsson, P.M. and Schipper, K. (2004). "Costs of Equity and Earnings Attributes", *The Accounting Review*, 79,4.
16. Ibbotson, G. (1975), "Price Performance of Common Stock New Issues", *Journal of Financial Economics*, No.2, 235-272.

17. Kiyamaz Halil. (2000). *"The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange."* *Journal of Multinational Financial Management*, No, 10.
18. Kooli, M. ., Suret J. M.(2001), *"The underpricing of initial public offerings: further Canadian evidence"*, *Working Paper*, University of Laval, No, 44.
19. Loughran, T. J, Ritter and Rydqvist, K. (1994), *"Initial Public Offering: International Insights"* *pacific-basin finance journal* , No, 2, pp: 165-199.
20. Megginson, W. Nash, R.. Netter, J and Poulsen, A. (2001), *"The Choice of Private Versus Public Capital Markets: Evidence from Privatizations"*, *University of Georgia*, PP. 1-33.
21. Myers, S. C. and Magluf , N. (1984). *"Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have"*, *Journal of financial economics*, No, 13, pp: 187- 221.
22. Mikkelson, W. and M Partch , M. (1986). *"Valuation Effects of Security Offering an the Issuance Process "*, *Journal of financial economics*, 15, pp:31- 60.
23. Ritter, R. (1991), *"The long-run performance of Initial Public Offerings "*, *Journal of Finance*, No. 40, pp: 3-27.
24. Wang, J. (2010). *"Earnings Timeliness and Seasoned Equity Offering Announcement Effect"*, *world Accounting Frontiers Series-2nd conference*, University of Western Sydney, pp: 204-223.