

تاریخ دریافت ۸۷/۱/۲۵

پذیرش نهایی ۸۷/۳/۲۵

تبیین عوامل موثر بر بازده غیرعادی کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محمدرضا نیک‌بخت

استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

محمدرضا عسگری

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

حمیدرضا گنجی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

آرش تحریری

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

چکیده

در این تحقیق وجود بازده غیرعادی در سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران و عوامل موثر بر آن مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها بیانگر وجود بازده غیرعادی کوتاه‌مدت مثبت طی شش ماه پس از ورود به بورس اوراق بهادار در سهام شرکت‌های نمونه می‌باشد. از بین هفت متغیر اندازه شرکت، افق زمانی پیش‌بینی سود، تغییرات سود، بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، موسسه حسابرس و نوع صنعت، تنها دو متغیر اندازه شرکت به صورت معکوس و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام به

صورت مستقیم با بازده غیرعادی در رابطه بودند؛ اما بطور کلی تحلیل رگرسیون چند متغیره نشان داد که هر هفت متغیر مستقل بطور همزمان توانایی توجیه‌کنندگی تقریباً ۲۰ درصدی بازده غیر عادی کوتاه‌مدت را دارند.

کلید واژه‌ها: عرضه‌های اولیه سهام، بازده غیرعادی کوتاه‌مدت، سهام جدید، رگرسیون و همبستگی

مقدمه

یکی از راه‌های تامین مالی شرکت‌ها انتشار سهام جدید می‌باشد که اخیراً در بورس اوراق بهادار تهران مورد توجه بسیاری از شرکت‌ها قرار گرفته است. در ادبیات مالی به سهام شرکت‌هایی که برای نخستین بار از طریق بورس اوراق بهادار به عموم سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار عرضه می‌شود "عرضه‌های عمومی اولیه" یا "IPOS" اطلاق می‌شود. هر ماهه شرکت‌های بی‌شماری در سراسر دنیا خواه در چرخه حیات اقتصادی و خواه از طریق برنامه خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، با عرضه سهام خود به عموم مردم، برای نخستین بار قدم به بازار سرمایه می‌گذارند (باقرزاده، ۱۳۸۶). برای این شرکت‌ها بسیار مهم است که قیمت تعیین شده برای سهام آن‌ها نشان‌دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های رشد و توسعه آن‌ها در آینده باشد (ظریف‌فرد، ۱۳۸۳).

مطالعات و تحقیقات بسیاری در بورس‌های مالی مختلف سراسر دنیا در رابطه با عرضه اولیه سهام عادی انجام شده است. نتایج اغلب این تحقیقات نشان می‌دهد که قیمت‌های تعیین شده برای سهام شرکت‌ها در عرضه اولیه در بازار به دلایل مختلفی از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه‌کنندگان سهام جدید، موسسات تامین‌کننده سرمایه و سرمایه‌گذاران بیرونی، بیانگر ارزش واقعی سهام نبوده و بنابراین باعث ایجاد فرصت‌هایی برای کسب بازده‌های غیرعادی با استفاده از معامله بر روی سهام این شرکت‌ها می‌شود (باقرزاده، ۱۳۸۶). این موضوع در عین زیر سوال بردن کارایی

بازارهای سرمایه، برای شرکت‌های منتشرکننده سهام عادی به دلیل از دست دادن منابع مالی بسیار، خوشایند نمی‌باشد (ظریف‌فرد، ۱۳۸۳).

ارزش‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه با توجه به نقش مهمی که این عرضه‌ها در فرایند رشد و توسعه اقتصادی و تصمیمات سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند، از اهمیت به سزایی برخوردار است (گانو، لو و زائو، ۲۰۰۴). همچنین ارزش‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه حداقل بنا به سه دلیل نسبت به ارزش‌گذاری سهام ثانویه از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است: اول اینکه این شرکت‌ها با عرضه اولیه سهام خود برای نخستین بار قدم به بازار سرمایه نهاده و قصد تامین منابع مالی مورد نیاز خود را دارند، لذا تعیین قیمت مناسب عرضه سهام برای این شرکت‌ها و دستیابی به منابع مورد نظر حایز اهمیت فراوان است. دوم اینکه عرضه عمومی اولیه سهام نخستین فرصتی است که در اختیار فعالان بازار سرمایه قرار می‌گیرد تا ارزش کل دارایی‌های شرکت را بطور یکجا تعیین نمایند تا بدین ترتیب فرایند تخصیص سرمایه به بهترین شکل تحقق یابد. سوم اینکه ارزش‌گذاری این نوع سهام به مدیران شرکت‌ها فرصت می‌دهد تا بازخورد تصمیمات مالی و عملیاتی خود را در قالب علایم قیمتی، در بازار سهام شرکت مشاهده کنند. این علایم و بازخوردها می‌تواند باور و طرز تلقی مدیران درباره فرصت‌های رشد آتی را تایید یا رد کند (باگات و رانگان، ۲۰۰۳).

به اعتقاد اغلب اندیشمندان مالی، پاسخ اغلب پرسش‌های مربوط به قیمت‌گذاری و عملکرد نامتعارف سهام عرضه‌های عمومی اولیه را باید در فرایند ارزش‌گذاری این سهام جستجو کرد (ریتر و ولش، ۲۰۰۲). به اعتقاد آنان چالش اصلی ارزش‌گذاری سهام عرضه‌های اولیه در ناشناخته بودن این شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار و محدودیت‌های اطلاعاتی درباره شرکت و چشم‌انداز آتی آن در تاریخ عرضه سهام نهفته است، زیرا این قبیل شرکت‌ها تقریباً هیچ‌گونه سابقه اطلاعاتی از میزان درآمد، سود و جریان‌های نقدی نزد سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار ندارند.

شواهد همچنین حاکی از این است که سه پدیده غیرعادی در سهام‌های جدید موجود است که عبارتند از:

۱- عرضه اولیه زیر قیمت یعنی بازده کوتاه‌مدت سهام بیشتر از بازار.

۲- بازده بلندمدت سهام کمتر از بازده بازار یعنی بازده‌های کمتر سهام جدید نسبت به بازار در سال‌های بعد از عرضه عمومی.

۳- وجود دوره‌های مشخص تاثیرگذار بر روی میزان عرضه اولیه سهام و مقدار قیمت‌گذاری کمتر از واقع شرکت‌ها در بازار.

هدف از این تحقیق بررسی وجود بازده‌های غیرعادی کوتاه‌مدت در سهام شرکت طی شش ماه پس از ورود به بورس و بررسی ارتباط بین متغیرهایی همچون اندازه شرکت، افق زمانی پیش بینی سود، تغییرات سود، بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، موسسه حسابرس و نوع صنعت، با این بازده غیرعادی کوتاه‌مدت می‌باشد.

پیشینه تحقیق

تحقیقات انجام شده در داخل کشور:

عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. 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 به‌طور خاص آزمون شده است. متغیرهای مطرح شده در این تحقیق برای بررسی تاثیر آن‌ها بر روی بازده بلندمدت شرکت‌های جدیدالورود عبارت از حجم معاملات سالانه سهام، اندازه شرکت و بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های مربوط است. قابل ذکر است که تعداد شرکت‌های انتخاب شده برای نمونه در محدوده زمانی فوق ۱۰۴ شرکت بوده است. نتایج این تحقیق نشان دهنده وجود بازده کوتاه‌مدت بیشتر سهام شرکت‌های جدیدالورود به بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلندمدت کمتر سهام این شرکت‌ها نسبت به شاخص بازار است. از این نظر می‌توان عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بازار بورس ایران را مشابه دیگر بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانست.

ظریف‌فرد و مهرجو (۱۳۸۳) در مقاله‌ای با عنوان "بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران" عملکرد

قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدید الورود به بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده‌اند. در این تحقیق بازده کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود در طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ مطالعه شده است و تعداد شرکت‌های انتخاب شده برای نمونه در محدوده زمانی فوق ۹۱ شرکت بوده است. نتایج این تحقیق نشان داد بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران بیشتر از بازده بازار بوده است.

قائمی (۱۳۸۵) در تحقیق خود با عنوان "بررسی عملکرد کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه متغیرهایی همچون حجم سهام عرضه شده، اندازه شرکت، شرایط بازار، وضعیت مالکیت و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. دوره زمانی تحقیق ایشان از ابتدای سال ۱۳۷۶ تا پایان سال ۱۳۸۴ بوده است. تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در این بازه زمانی ۱۶۸ مورد بوده که ۱۵۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است. نتایج تحقیق ایشان بیانگر این بود که بین متغیرهایی همچون شرایط بازار و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد.

باقرزاده (۱۳۸۶) در پایان‌نامه دکتری خود با عنوان "نقش اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" در دانشکده مدیریت دانشگاه تهران نتیجه گرفت که سهام عرضه‌های اولیه سال‌های ۱۳۷۶-۱۳۸۳ نسبت به قیمت معاملات سهام در پایان ماه اول، کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده‌اند که منجر به بازده غیرعادی مثبت این سهام شده است و عمده‌ترین دلایل آن را می‌توان به پیامدهای تئوری اطلاع‌رسانی و عدم تقارن اطلاعات در بورس تهران نسبت داد.

تحقیقات انجام شده در خارج از کشور:

شواهد تجربی موجود نشان می‌دهد که بین قیمت عرضه سهام عرضه‌های عمومی اولیه و قیمت معاملاتی سهم در هفته‌ها و ماه‌های اولیه عرضه سهام جدید اختلاف قابل توجهی وجود دارد. این بدین معنی است که سرمایه‌گذارانی که سهام عرضه‌های عمومی اولیه را در مقطع عرضه اولیه خریداری کرده و پس از یک دوره نگهداری به

فروش آن مبادرت می‌ورزند، بازده قابل ملاحظه‌ای عاید خود می‌کنند. در ادبیات مالی، شکل‌گیری بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه به "قیمت‌گذاری کمتر از واقع" این سهام نسبت داده می‌شود. سالیان مدیدی است که پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه به دلیل مغایرت آشکار آن با مبانی فرضیه بازارهای سرمایه کارا، توجه بسیاری از پژوهشگران و اقتصاددانان مالی را به خود جلب کرده است (باقرزاده، ۱۳۸۶).

پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه برای نخستین بار در بازار سرمایه آمریکا و توسط استول و کورلی (۱۹۷۰)، ریلی (۱۹۷۳)، لتوگو (۱۹۷۳) و ایپوتسون (۱۹۷۵) مورد شناسایی قرار گرفت. ایپوتسون، سیندلار و ریتر (۱۹۸۴) در یک مطالعه جامع با بررسی نمونه وسیعی متشکل از ۱۰۶۲۶ سهم عرضه اولیه در قلمرو زمانی طولانی ۱۹۹۲-۱۹۶۰، متوسط بازده کوتاه‌مدت را ۱۵/۳۰٪ گزارش نمودند. ریتر و ولش (۲۰۰۲) با مرور ادبیات عرضه‌های عمومی اولیه به بررسی اندازه قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه در فاصله زمانی ۱۹۸۰-۲۰۰۲ در بازار سرمایه آمریکا پرداخته و ۱۸/۸٪ متوسط بازده کوتاه‌مدت برای ۶۲۴۹ سهم عرضه اولیه را ثبت نمودند.

مرور ادبیات عرضه‌های عمومی اولیه در سطح بین‌الملل حکایت از این دارد که پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع (ایجاد بازده غیرعادی در کوتاه‌مدت) عرضه‌های اولیه تنها به بازار سرمایه کشور آمریکا منحصر نمی‌شود. این پدیده در سایر بازارهای سرمایه توسعه یافته و در حال توسعه نیز مورد مطالعه پژوهشگران قرار گرفته و تایید شده است. به عنوان مثال، تحقیق جامع لوفران، ریتر و ریدکویست (۱۹۹۴) پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه را در ۲۵ کشور توسعه یافته و در حال توسعه مورد تایید قرار داده است. نتایج تحقیق چان و همکاران (۲۰۰۴) بازده اولیه سهام عرضه‌های عمومی اولیه در دوره ۱۹۹۸-۱۹۹۳ در کشور چین را برای سهام داخلی و خارجی به ترتیب ۱۷/۸٪ و ۱۱/۶٪ نشان می‌دهد.

براو و گومپرز (۱۹۸۷) و کسماز (۲۰۰۰)، عنوان نمودند که شرکت‌های کوچک به دلیل ابهامات بیشتری که در مورد ارزش واقعی و آیند، آنها وجود دارد، در مقایسه با شرکت‌های بزرگ، ریسک بیشتری داشته و بیشتر در معرض اهداف سوداگرانه

سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند، لذا سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع مورد انتظار در سهام شرکت‌های کوچک بیشتر است. بنابراین سهام عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌های کوچک در مقایسه با سهام عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌های بزرگ، از قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیشتری برخوردار است.

مک‌گوینس (۱۹۹۲)، لی و همکاران (۱۹۹۶)، یو و تسایی (۲۰۰۳) و چان و همکاران (۲۰۰۴) در تحقیقات خود بیان نمودند که بین سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع و ابهام آتی عرضه‌های عمومی اولیه که از طریق سن شرکت اندازه‌گیری می‌شود، رابطه منفی وجود دارد.

درین و ووماک (۲۰۰۰) بیان می‌نمایند که شرایط جاری بازار نقش مهمی در تعیین مقدار قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه ایفا می‌کند. بنابراین هر قدر شرایط بازار قبل از تاریخ عرضه‌های عمومی اولیه یا در تاریخ عرضه سهام مطلوب‌تر باشد، قیمت‌گذاری کمتر از واقع مورد انتظار نیز بیشتر خواهد بود.

نتایج تحقیقات کیماز (۲۰۰۰) رابطه بین درصد عرضه سهام و سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع را منفی نشان می‌دهد.

نتایج تحقیقات سو و فلیشر (۱۹۹۹) و گوناپولوس (۲۰۰۳) رابطه مستقیم بین فاصله بین تاریخ پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار و اولین روز داد و ستد و سطح قیمت‌گذاری مورد انتظار آن سهم را تایید می‌کند.

همچنین نتایج تحقیقات کیماز (۲۰۰۳) و دیستریوس (۲۰۰۳) اثر صنعت را بر سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه‌های عمومی اولیه مورد تایید قرار داده است.

بررسی نقش و اهمیت اطلاعات حسابداری در ارزش‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه، یکی از حوزه‌های مطالعاتی نوظهور در مطالعات مالی و حسابداری به شمار می‌رود و تعداد تحقیقاتی که در این خصوص انجام گرفته انگشت‌شمارند.

اولین تحقیقی که به‌طور مشخص به بررسی نقش و اهمیت اطلاعات حسابداری در ارزش‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه پرداخت تحقیق کلین (۱۹۹۶) است، نتایج تحقیق وی نشان داد که بین قیمت عرضه سهام با سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم قبل از تاریخ عرضه سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

تحقیق باگات و سریواناسان (۲۰۰۳) از جدیدترین و جامع‌ترین تحقیقات صورت گرفته در زمینه رابطه بین اطلاعات حسابداری با ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های جدید الورد به بورس می‌باشد. در این دو تحقیق علاوه بر نقش اطلاعات حسابداری، متغیرهای دیگری نظیر فرصت‌های رشد، درصد مالکیت سهامداران اولیه در تاریخ قبل و بعد از عرضه اولیه سهام و اعتبار بانک سرمایه‌گذار متولی عرضه سهام شرکت‌ها با استفاده از نمونه اطلاعات ۱۶۵۵ سهم جدیدالورد به بورس‌های آمریکا طی سال‌های ۱۹۸۶-۲۰۰۱ مورد بررسی قرار گرفت و نتایج حاکی از این بود که علاوه بر متغیرهای حسابداری نظیر سود خالص، ارزش دفتری سهم و فروش؛ عوامل دیگری نظیر درصد مالکیت سهامداران اولیه و اعتبار بانک سرمایه‌گذار متولی عرضه سهام نیز در قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام جدید نقش مهمی ایفا می‌کنند.

گانو و همکاران (۲۰۰۴) در تحقیق خود علاوه بر بررسی متغیرهای مالی به بررسی متغیرهای غیر مالی موثر بر قیمت عرضه سهام جدید شرکت‌های داروسازی و بیوتکنولوژی پرداخته‌اند. مهم‌ترین متغیرهای مالی مورد مطالعه آن‌ها عبارت بودند از: جریان نقدی عملیاتی، فروش، سود خالص، سود عملیاتی، کل دارایی‌ها، مخارج تحقیق و توسعه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار. مهم‌ترین متغیرهای غیرمالی نیز: تعداد محصولات شرکت، مرحله توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق الاختراع‌ها بودند. نتایج تحقیق نشان داد که از بین متغیرهای مالی تنها مخارج تحقیق و توسعه و از بین متغیرهای غیرمالی تعداد محصولات شرکت، مرحله توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق الاختراع‌ها مهم‌ترین متغیرهای تاثیرگذار بر قیمت عرضه سهام شرکت‌های داروسازی و بیوتکنولوژی بشمار می‌روند.

نتایج مطالعات راوی لونکانی و فرت (۲۰۰۵) در تایلند نشان می‌دهد که برآوردهای سود مدیران به صورت خوش‌بینانه (سود پیش‌بینی شده بیشتر از سود واقعی) بوده و دارای دقت بیشتری نسبت به مدل‌های سری زمانی است و از طرفی بین دقت برآورد سود و بازده بلندمدت غیرعادی سهام جدید رابطه منفی وجود دارد ولی این رابطه معنادار نیست. قابل ذکر است که مطالعه آن‌ها برای سال‌های ۱۹۹۱ لغایت ۱۹۹۶

صورت گرفته و کل شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه سهام در این فاصله زمانی تعداد ۴۶۸ مورد بوده که ۱۷۵ مورد آن‌ها به عنوان نمونه انتخاب شده بود.

استیون ژنگ (۲۰۰۶) در تحقیق خود به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت‌های جدیدالورود و پیش‌بینی مدیران پرداخت. نمونه وی شامل ۳۱۸۶ شرکت جدیدالورود به بورس کانادا طی سال‌های ۱۹۸۲-۱۹۸۸ بود. نتایج وی بیانگر این بود که بین عرضه زیر قیمت و متغیرهایی همچون نرخ رشد سالیانه فروش و سود قبل از مالیات رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

لیهوی تیان (۲۰۰۷) به بررسی عرضه زیر قیمت نظام‌مند در بورس‌های شانگهای و شنزن پرداخت. نمونه وی شامل ۱۳۹۷ شرکت جدیدالورود طی سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۴ بود. یافته‌های وی بیانگر این بود که بین اطلاعات محرمانه و بازده اولیه سهام رابطه منفی معنادار وجود دارد. وی دلایل عرضه زیر قیمت را ریسک سرمایه‌گذاری در بازار اولیه و مقررات دولتی می‌داند، زیرا مقررات دولتی موجب سهمیه‌بندی در عرضه اولیه شده و عرضه سهام را محدود می‌کند.

روش تحقیق

روش تحقیق بکارگرفته شده در این مطالعه، از نوع روش شبه آزمایشی است؛ چرا که به بررسی همبستگی و رابطه میان متغیرهای مختلف با بهره‌گیری از اطلاعات تاریخی می‌پردازد. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و انجام آزمون‌های آماری از مدل رگرسیون و به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر و خود همبستگی، از آماره دورین واتسون (DW) استفاده می‌شود، زیرا اگر خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. چنانچه این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد فرضیه عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود و در غیر اینصورت بین خطاها همبستگی وجود دارد، در این راستا از نرم افزار تحلیل آماری SPSS بهره‌گیری شده است.

جامعه و نمونه آماری:

در این تحقیق اطلاعات لازم جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق از اطلاعات موجود در سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت‌های مالی شرکت‌های منتخب و بانک‌های اطلاعاتی نرم‌افزاری موجود در بازار همچون ره‌آورد نوین، تدبیرپرداز و پایگاه اطلاعاتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی جمع‌آوری گردیده است.

جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۸۵ تشکیل می‌دهد. نمونه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را داشته باشند:

۱- شرکت‌های نمونه باید در فاصله زمانی ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده و در همان سال نیز نامشان در تابلوی نرخ‌های بورس درج شده باشند یعنی سهام آن‌ها مورد معامله قرار گرفته باشد.

۲- شرکت‌های نمونه نباید در دوره شش ماهه پس از پذیرش در بورس دارای وقفه معاملاتی باشند.

۳- شرکت‌های نمونه باید در اولین سال ورود به بورس بودجه خود را تدوین و منتشر کرده باشند.

۴- در طول شش ماه پس از عرضه اولیه اطلاعیه‌ای در رابطه با افزایش سرمایه و تجزیه سهام از سوی شرکت منتشر نشده باشد.

با توجه به محدودیت‌های فوق از بین ۱۳۱ شرکت موجود در جامعه در نهایت ۹۷ شرکت به روش حذفی به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

در این تحقیق از هفت متغیر اندازه شرکت، افق زمانی پیش بینی سود، تغییرات سود، بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، موسسه حسابر س و نوع صنعت به عنوان متغیرهای مستقل و از متغیر بازده غیرعادی به عنوان متغیر وابسته استفاده شده است.

تعریف متغیرها:

بازده بازار نتیجه فرایند مورد انتظار بازده سهام شرکت‌ها در هر دوره زمانی می‌باشد. بنابراین تفاضل بازده واقعی شرکت مورد نظر و بازده بازار نشانگر بازده

غیرعادی سهام مذکور است. در این تحقیق بازده بازار بر اساس پنج شاخص کل، نقدی، قیمت، مالی و بازدهی بازار که در نرم‌افزار ره‌آورد نوین محاسبه شده است، مورد استفاده قرار گرفته است. دلیل استفاده از پنج شاخص، کنترل تورش احتمالی مربوط به نوع شاخص مورد استفاده برای محاسبه بازده غیر عادی می‌باشد.

در این تحقیق منظور از بازده کوتاه‌مدت، بازده شرکت‌های نمونه در طی شش ماه پس از عرضه اولیه سهام آن‌ها می‌باشد و بازده بازار نیز میانگین بازده مورد انتظار سهام شرکت‌های موجود در بازار سرمایه می‌باشد.

متغیر بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام، وضعیت بازار را نشان می‌دهد. برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت (حاصل ضرب تعداد سهام در متوسط قیمت عرضه شده هر سهم در روز اول) استفاده شده است. متغیر افق زمانی پیش‌بینی سود فاصله زمانی بین تاریخ ورود شرکت‌ها به بورس اوراق بهادار تهران و تاریخ پایان سال مالی آن‌ها می‌باشد.

متغیر تغییرات سود برابر با ضریب تغییرات سود طی سه سال قبل از ورود شرکت به بورس اوراق بهادار است.

متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام که نشان دهنده ریسک شرکت می‌باشد، در تاریخ ورود شرکت‌های موجود در نمونه به بورس اوراق بهادار تهران محاسبه شده است.

متغیر موسسه حسابرس که متغیری کیفی است، برای آزمون تأثیر نوع موسسه حسابرسی‌کننده بر بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است.

فرضیه‌های تحقیق:

منظور از انجام این تحقیق بررسی وجود بازده غیرعادی کوتاه‌مدت مثبت در سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ارتباط بین متغیرهای مستقل تحقیق با آن و همچنین شدت و جهت آن می‌باشد. بر این اساس فرضیه‌های زیر مورد آزمون قرار گرفته است:

- ۱- بازده کوتاه مدت سهام شرکت های جدیدالورود بیشتر از بازده بازار محاسبه شده توسط هر یک از شاخص های پنج گانه کل، نقدی، قیمت، مالی و بازدهی بازار است.
- ۲- بین اندازه شرکت و بازده غیرعادی محاسبه شده با استفاده از هر یک از شاخص های پیش گفته شده رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳- بین افق زمانی پیش بینی سود و بازده غیرعادی محاسبه شده با استفاده از هر یک از شاخص های پیش گفته شده رابطه معناداری وجود دارد.
- ۴- بین تغییرات سود و بازده غیرعادی محاسبه شده با استفاده از هر یک از شاخص های پیش گفته شده رابطه معناداری وجود دارد.
- ۵- بین بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام و بازده غیرعادی محاسبه شده با استفاده از هر یک از شاخص های پیش گفته شده رابطه معناداری وجود دارد.
- ۶- بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و بازده غیرعادی محاسبه شده با استفاده از هر یک از شاخص های پیش گفته شده رابطه معناداری وجود دارد.
- ۷- بین موسسه حسابرس و بازده غیرعادی محاسبه شده با استفاده از هر یک از شاخص های پیش گفته شده رابطه معناداری وجود دارد.
- ۸- بین نوع صنعت و بازده غیرعادی محاسبه شده با استفاده از هر یک از شاخص های پیش گفته شده رابطه معناداری وجود دارد.

آزمون فرضیه ها، یافته های پژوهش و تفسیر نتایج:

آزمون فرضیه اول:

در ابتدا فرضیه اول به منظور تایید وجود بازده غیرعادی کوتاه مدت مثبت در سهام شرکت های نمونه مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از این آزمون در نگاره ۱ نشان داده شده است. همانطور که ملاحظه می شود به دلیل کوچکتر بودن میزان Sig از سطح معناداری ۵٪ در مورد هر پنج شاخص مورد استفاده در تحقیق، فرض صفر مبنی بر عدم معناداری (صفر بودن) بازده غیرعادی سهام شرکت های نمونه رد می شود. بنابراین فرضیه وجود بازده غیرعادی کوتاه مدت مثبت برای شرکت های مورد بررسی تایید می شود.

جدول ۱- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

بازده غیرعادی بر حسب شاخص	Test Value = 0					
	t	df	Sig (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
کل	۵/۹۰۱	۹۶	۰/۰۰۰	۰/۴۶۳۱۹	۰/۳۰۶۷۱	۰/۶۱۷۶۸
نقدی	۷/۱۲۶	۹۶	۰/۰۰۰	۰/۵۶۱۱۴	۰/۴۰۴۸۳	۰/۷۱۷۴۵
قیمت	۵/۳۸۰	۹۶	۰/۰۰۰	۰/۴۱۸۹۷	۰/۲۶۴۳۸	۰/۵۷۳۵۷
مالی	۴/۹۸۴	۹۶	۰/۰۰۰	۰/۴۰۵۴۳	۰/۲۴۳۹۷	۰/۵۶۶۹۰
بازدهی بازار	۶/۱۳۱	۹۶	۰/۰۰۰	۰/۴۴۷۰۱	۰/۳۲۳۵۷	۰/۶۳۱۴۶

آزمون فرضیه دوم:

هدف از انجام این فرضیه و همچنین فرضیه‌های بعدی شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی کوتاه مدت ایجاد شده در سهام شرکت‌های نمونه می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم (معنادار بودن رابطه بین اندازه شرکت و بازده غیرعادی) در نگاره ۲ آمده است. همانطور که ملاحظه می‌شود از آنجایی که مقدار Sig ضریب بتا (و بالطبع مقدار Sig ضریب همبستگی) کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض وجود همبستگی بین متغیر اندازه شرکت با بازده کوتاه مدت غیرعادی محاسبه شده توسط هر پنج شاخص بازار در سطح اطمینان ۰/۹۵ تائید می‌شود و این متغیر به تنهایی توانایی توجیه‌کنندگی تقریباً ۱۷ درصدی بازده غیرعادی کوتاه مدت را دارد و جهت این رابطه نیز منفی است.

جدول ۲- نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل اندازه شرکت

	کل	نقدی	قیمت	مالی	بازدهی بازار
همبستگی	-۰/۴۲۰	-۰/۴۵۸	-۰/۴۱۸	-۰/۴۰۹	-۰/۴۳۳
R ² تعدیل شده	۰/۱۶۸	۰/۲۰۲	۰/۱۶۶	۰/۱۵۸	۰/۱۷۹
α	۵/۹۱۳	۶/۵۳۶	۵/۸۰۷	۵/۹۱۲	۶/۰۶۰
β	-۰/۴۸۲	-۰/۵۲۸	-۰/۴۷۷	-۰/۴۸۷	-۰/۴۹۴
Sig α	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Sig β	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
DW	۱/۹۰۸	۱/۹۵۹	۱/۹۱۰	۱/۷۵۳	۱/۹۴۲

آزمون فرضیه سوم:

نتایج حاصل از این آزمون (معنادار بودن رابطه بین افق زمانی پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی) که در نگاره ۳ آمده است، نشان می‌دهد که متغیر افق زمانی پیش‌بینی سود (به علت بزرگتر بودن مقدار Sig از سطح ۰/۰۵) رابطه معناداری با بازده غیرعادی کوتاه‌مدت محاسبه شده با هر یک از پنج شاخص بازار ندارد. بنابراین این متغیر نسبت به بازده غیرعادی کوتاه‌مدت شرکت‌های مورد بررسی متغیری نامربوط محسوب می‌شود و نباید آن‌را در معادله رگرسیون وارد نمود.

جدول ۳- نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل افق زمانی سود

	کل	نقدی	قیمت	مالی	بازدهی بازار
همبستگی	-۰/۰۴۹	-۰/۰۶۴	-۰/۰۴۷	-۰/۰۱۵	-۰/۰۴۵
R ² تعدیل شده	-۰/۰۰۸	-۰/۰۰۶	-۰/۰۰۸	-۰/۰۱۰	-۰/۰۰۸
α	۰/۶۳۳	۰/۷۸۵	۰/۵۸۳	۰/۴۵۸	۰/۶۳۳
β	-۰/۰۸۵	-۰/۱۱۱	-۰/۰۸۲	-۰/۰۲۶	-۰/۰۷۷
Sig α	۰/۰۸۶	۰/۰۳۵	۰/۱۱۲	۰/۲۳۱	۰/۰۸۵
Sig β	۰/۶۳۳	۰/۵۳۳	۰/۶۴۴	۰/۸۸۷	۰/۶۶۲
DW	۱/۶۷۸	۱/۶۷۳	۱/۶۹۱	۱/۵۶۲	۱/۶۹۱

آزمون فرضیه چهارم:

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم (معنادار بودن رابطه بین ضریب تغییرات سود و بازده غیرعادی) در نگاره ۴ آمده است. همانطور که ملاحظه می‌شود این متغیر نیز (به علت بزرگتر بودن مقدار Sig β از سطح ۰/۰۵) رابطه معناداری با بازده غیرعادی کوتاه‌مدت ندارد و عاملی بی‌تاثیر محسوب می‌شود.

جدول ۴- نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل ضریب تغییرات سود

	کل	نقدی	قیمت	مالی	بازدهی بازار
همبستگی	-۰/۰۴۷	-۰/۰۹۷	-۰/۰۵۰	-۰/۰۳۸	-۰/۰۶۲
R^2 تعدیل شده	-۰/۰۰۸	-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۸	-۰/۰۰۹	-۰/۰۰۷
α	۰/۴۸۵	۰/۶۰۹	۰/۴۴۳	۰/۴۲۵	۰/۵۰۷
β	-۰/۰۲۷	-۰/۰۵۵	-۰/۰۲۸	-۰/۰۲۲	-۰/۰۳۵
Sig α	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Sig β	۰/۶۴۶	۰/۳۴۶	۰/۶۲۸	۰/۷۱۳	۰/۵۴۷
DW	۱/۶۸۹	۱/۶۸۹	۱/۷۰۱	۱/۵۷۴	۱/۷۰۳

آزمون فرضیه پنجم:

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه (معنادار بودن رابطه بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده غیرعادی) در نگاره ۵ آمده است. همانطور که مشاهده می شود این متغیر نیز به علت بزرگتر بودن مقدار Sig آزمون از سطح معناداری ۰.۵٪ متغیری نامربوط تلقی می شود.

جدول ۵- نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار

	کل	نقدی	قیمت	مالی	بازدهی بازار
همبستگی	۰/۰۴۶	-۰/۰۲۵	۰/۰۵۲	۰/۰۶۲	۰/۰۳۰
R^2 تعدیل شده	-۰/۰۰۸	-۰/۰۱۰	-۰/۰۰۸	-۰/۰۰۷	-۰/۰۱۰
α	۰/۴۲۱	۰/۵۸۴	۰/۳۷۳	۰/۳۴۸	۰/۴۵۰
β	۰/۰۷۵	-۰/۰۴۲	۰/۰۸۵	۰/۱۰۶	-۰/۰۴۹
Sig α	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰
Sig β	۰/۶۵۷	۰/۸۰۶	۰/۶۱۵	۰/۵۴۷	۰/۷۷۱
DW	۱/۶۷۴	۱/۶۷۳	۱/۶۸۵	۱/۵۵۹	۱/۶۴۸

آزمون فرضیه ششم:

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم (معنادار بودن رابطه بین بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام و بازده غیرعادی) در نگاره ۶ آمده است. این نتایج نشان می دهد که به علت کوچکتر بودن مقدار Sig از سطح معناداری ۰.۵٪، متغیر بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام رابطه ای معنادار و مثبت با بازده غیرعادی بازار، با در نظر گرفتن هر پنج شاخص، در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. بنابراین این متغیر در تبیین بازده غیرعادی سهام

شرکت‌های جدید موثر می‌باشد و متغیری مربوط محسوب می‌شود و به تنهایی توانایی توجیه‌کنندگی تقریباً ۵ درصدی بازده غیر عادی کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های نمونه را دارد.

جدول ۶- نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام

	کل	نقدی	قیمت	مالی	بازدهی بازار
همبستگی	۰/۲۵۵	۰/۲۶۵	۰/۲۴۲	۰/۲۹۷	۰/۲۵۴
R^2 تعدیل شده	۰/۰۵۵	۰/۰۶۰	۰/۰۴۹	۰/۰۷۹	۰/۰۵۵
α	۰/۳۹۹	۰/۴۹۵	۰/۳۵۹	۰/۳۲۹	۰/۴۱۵
β	۰/۷۲۰	۹/۱۰۲	۸/۲۴۴	۱۰/۵۴۸	۸/۶۳۷
Sig α	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Sig β	۰/۰۱۲	۰/۰۰۹	۰/۰۱۷	۰/۰۰۳	۰/۰۱۲
DW	۱/۷۵۹	۱/۷۷۰	۱/۷۶۴	۱/۷۱۹	۱/۷۸۲

آزمون فرضیه هفتم:

نتایج حاصل از آزمون فرضیه هفتم (معنادار بودن رابطه بین متغیر موسسه حسابرس و بازده غیرعادی) در نگاره ۷ آمده است. متغیر موسسه حسابرس با استفاده از متغیری موهومی که اگر حسابرسی شرکت توسط سازمان حسابرسی انجام شده باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت (حسابرسی توسط موسسات حسابرسی خصوصی) عدد صفر را به خود می‌گیرد، کمی شده است. نتایج نشان می‌دهد که به علت بزرگ‌تر بودن مقدار Sig از سطح معناداری ۰/۵، رابطه معناداری بین این متغیر و بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام شرکت‌های مورد بررسی وجود ندارد.

آزمون فرض هشتم:

نتایج حاصل از آزمون فرضیه هشتم (معنادار بودن رابطه بین متغیر نوع صنعت و بازده غیرعادی) در نگاره ۸ آمده است. متغیر نوع صنعت دیگر متغیر کیفی استفاده شده در این تحقیق است که با استفاده از یک متغیر موهومی که با توجه به صنایع بیست گانه شرکت‌های نمونه مقادیر یک تا بیست را طبق نگاره شماره ۹ به خود گرفته است، کمی شده است. همانطور که مشاهده می‌شود با توجه به مقدار Sig آزمون تحلیل واریانس

یک عامله و بزرگتر بودن این مقدار از سطح ۰.۵٪، فرض تاثیر متغیر نوع صنعت بر بازده غیرعادی کوتاه‌مدت رد می‌شود و این متغیر در تبیین بازده غیرعادی کوتاه‌مدت نامربوط محسوب می‌شود.

جدول ۷- نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل

موسسه حسابرس

	کل	نقدی	قیمت	مالی	بازدهی بازار
همبستگی	۰/۰۵۲	۰/۰۳۷	۰/۰۴۴	۰/۰۶۳	۰/۰۴۸
R^2 تعدیل شده	-۰/۰۰۸	-۰/۰۰۹	-۰/۰۰۹	-۰/۰۰۷	-۰/۰۰۸
a	۰/۴۲۶	۰/۵۳۵	۰/۳۸۸	۰/۳۶۰	۰/۴۴۴
β	۰/۰۸۰	۰/۰۵۷	۰/۰۶۸	۰/۱۰۱	۰/۰۷۴
Sig a	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰
Sig β	۰/۶۱۶	۰/۷۱۹	۰/۶۶۶	۰/۵۴۰	۰/۶۳۹
DW	۱/۷۱۶	۱/۶۹۱	۱/۷۲۱	۱/۶۱۳	۱/۷۲۴

جدول ۸- نتایج حاصل از تحلیل واریانس یک عاملی برای متغیر نوع صنعت

	کل	نقدی	قیمت	مالی	بازدهی بازار
F	۱/۰۲۵	۰/۸۳۳	۱/۰۱۹	۱/۰۱۲	۰/۹۴۶
Sig	۰/۴۴۴	۰/۶۶۲	۰/۴۵۰	۰/۴۵۸	۰/۵۳۱

در نهایت، رابطه هر هفت متغیر مستقل را به طور کلی با بازده غیرعادی کوتاه‌مدت سهام شرکت‌ها در غالب یک مدل رگرسیون چند متغیره تحلیل کردیم، که نتایج حاصل از آن در نگاره شماره ۱۰ آورده شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود تمامی هفت متغیر به طور توأمان توانایی توجیه کنندگی تقریباً ۲۰ درصدی تغییرات در بازده کوتاه-مدت غیرعادی را دارند.

نگاره ۹- صنایع مورد استفاده و تعداد شرکت‌های موجود در آن‌ها در این تحقیق

نام صنعت	مقدار اتسالی به متغیر موهومی	جامعه	نمونه	درصد	درصد (نسبت به جامعه)
استخراج کانی‌های فلزی	۱	۶	۴	۶۶/۶۷	۶۶/۶۷
انپوه سازی	۲	۱۲	۹	۷۵	۶۲/۷۸

نام صنعت	مقدار انباشتی به متغیر موهومی	جامعه	نمونه	درصد	درصد (نسبت به جامعه)
حمل و نقل ایابرداری	۳	۴	۲	۲۰/۶۲	۵۰
خودرو و ساخت قطعات	۴	۹	۸	۸۸/۲۴۷	۸۸/۸۹
دارویی	۵	۹	۶	۶۶/۱۸۶	۶۶/۶۷
رادیو و تلویزیون	۶	۲	۲	۲۰/۶۲	۱۰۰
رایانه	۷	۳	۲	۲۰/۶۲	۶۶/۶۷
ساخت محصولات فلزی	۸	۵	۴	۴۱/۱۲۴	۷۸۰
سایر کانی‌های غیرفلزی	۹	۶	۵	۵۰/۱۵۵	۸۳/۳۳
سایر واسطه‌گری مالی	۱۰	۴	۲	۲۰/۶۲	۵۰
سرمایه‌گذاری	۱۱	۸	۴	۴۱/۱۲۴	۵۰
سیمان گچ و آهک	۱۲	۱۵	۱۱	۱۱/۳۴۰	۷۳/۳۳
فرآورده‌های نفتی	۱۳	۲	۲	۲۰/۶۲	۱۰۰
فلزات اساسی	۱۴	۱۱	۹	۹/۲۷۸	۸۱/۸۲
کاشی و سرامیک	۱۵	۲	۲	۲۰/۶۲	۱۰۰
لاستیک و پلاستیک	۱۶	۴	۲	۲۰/۶۲	۵۰
ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی	۱۷	۴	۴	۴۱/۱۲۴	۱۰۰
ماشین‌آلات و تجهیزات	۱۸	۶	۳	۳۰/۹۳	۵۰
محصولات غذایی	۱۹	۹	۹	۹/۲۷۸	۱۰۰
مواد شیمیایی	۲۰	۱۰	۷	۷/۲۱۶	۷۰
جمع		۱۳۱	۹۷	۱۰۰	

جدول ۱۰- نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون چند متغیره با استفاده از تمامی

متغیرهای مستقل

بازدهی بازار	مالی	قیمت	تقدی	کل
۰/۲۱۴	۰/۲۲۰	۰/۱۹۸	۰/۲۴۶	۰/۲۰۶
۶/۷۲۶	۶/۲۹۵	۶/۴۳۴	۷/۴۳۲	۷/۵۳۲
-۰/۵۲۱	-۰/۵۰۱	-۰/۴۹۹	-۰/۵۶۸	-۰/۵۰۴
-۰/۰۴۸	۰/۰۰۴	-۰/۰۶۱	-۰/۰۷۰	-۰/۰۶۰
۰/۰۰۳	۰/۰۲۴	۰/۰۰۹	-۰/۰۲۱	۰/۰۱۱
-۰/۰۷۶	-۰/۰۱۴	-۰/۰۳۲	-۰/۱۷۸	-۰/۰۴۱
۷/۵۵۲	۹/۷۳۲	۷/۳۱۸	۷/۶۵۶	۷/۷۴۳
-۰/۰۸۸	-۰/۰۵۹	-۰/۰۸۳	-۰/۱۳۲	-۰/۰۷۴
-۰/۰۲۲	-۰/۰۲۷	-۰/۰۲۴	-۰/۰۱۷	-۰/۰۲۴
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۰/۰۷۶۷	۰/۹۸۰	۰/۷۱۲	۰/۶۶۴	۰/۷۱۹
۰/۹۵۶	۰/۶۶۷	۰/۸۶۹	۰/۶۸۸	۰/۸۳۳
۰/۶۳۰	۰/۹۳۲	۰/۸۴۴	۰/۲۵۹	۰/۷۹۷

	کل	نقدی	قیمت	مانی	بازدهی بازار
Sig نسبت روزی تهران به بازار	۰/۰۱۷	۰/۰۱۶	۰/۰۲۴	۰/۰۰۴	۰/۰۱۸
Sig موسسه سرمایه‌ریز	۰/۶۱۳	۰/۳۶۱	۰/۰۵۳	۰/۶۹۶	۰/۵۴۴
Sig نرخ حساسیت	۰/۰۴۴	۰/۱۳۸	۰/۰۴۶	۰/۰۲۹	۰/۰۵۹

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

هدف از این تحقیق بررسی بازده غیرعادی کوتاه‌مدت در سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات نشان می‌دهد که بازده غیرعادی کوتاه‌مدت شرکت‌های مورد بررسی طی شش ماه پس از ورود به بورس از بازده بازار بیشتر می‌باشد. بنابراین سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران طی شش‌ماه از تاریخ ورودشان به بورس بازده‌های غیرعادی کوتاه‌مدت مثبتی را تجربه نموده‌اند.

در مرحله بعدی برای شناسایی عوامل موثر بر این بازده غیرعادی کوتاه‌مدت و همچنین شدت و جهت این تاثیر، هفت متغیر مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصله بیانگر این است که تنها دو متغیر اندازه شرکت و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام، دارای رابطه معنادار با بازده غیرعادی کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های موجود در نمونه بودند.

متغیر اندازه شرکت دارای رابطه منفی و متغیر بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام دارای رابطه مثبت با متغیر وابسته (بازده های غیرعادی کوتاه مدت) می‌باشند. بنابراین هرچه قدر اندازه شرکت بزرگتر باشد بازده غیرعادی آن شرکت طی شش ماه پس از ورود شرکت به بورس کمتر است که دلیل آن احتمالاً توجه بیشتر نسبت به اطلاعات ارائه شده توسط شرکت‌های بزرگ و در نتیجه قیمت‌گذاری مناسب سهام آن‌ها می‌باشد. شرکت‌های کوچک به دلیل ابهامات بیشتری که در مورد ارزش واقعی و آینده آن‌ها وجود دارد، در مقایسه با شرکت های بزرگ، ریسک بیشتری داشته و بیشتر در معرض اهداف سوداگرانه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند. لذا سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع مورد انتظار در سهام شرکت‌های کوچک بیشتر است، بنابراین سهام عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌های کوچک در مقایسه با سهام عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌های بزرگ، از قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیشتری برخوردار است.

همچنین نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد هرچه میزان بازده بازار قبل از ورود به بورس بیشتر باشد بازده غیرعادی کوتاه‌مدت طی شش ماه بیشتر است. بنابراین هر قدر شرایط بازار قبل از تاریخ عرضه‌های عمومی اولیه یا در تاریخ عرضه سهم مطلوب‌تر باشد، قیمت‌گذاری کمتر از واقع یا همان بازده غیرعادی کوتاه‌مدت مثبت، نیز بیشتر خواهد بود که می‌توان دلیل آن را به این صورت توجیه کرد، اگر بازار در شرایط خوب یا رونق (افزایش سطح قیمت‌ها) باشد، ادامه وجود چنین روندی در کوتاه‌مدت به دلایل مختلفی من جمله ادامه و شکوفایی بیشتر عوامل و فاکتورهای به وجود آورنده این شرایط خوب و یا جو روانی حاکم بر بازار، محتمل به نظر می‌رسد و بنابراین وجود بازده‌های غیرعادی مثبت امکان‌پذیرتر است، و در عین حال عکس قضیه نیز صادق است.

نکته قابل توجه دیگر اینکه در این تحقیق از پنج شاخص کل، قیمت، نقدی، بازدهی بازار و مالی برای محاسبه بازده بازار و متعاقب آن برای محاسبه بازده غیرعادی کوتاه‌مدت در سهام شرکت‌ها طی شش ماه پس از ورود آن‌ها به بورس استفاده شد، اما نتایج حاصل از بررسی‌های آماری نشان داد که نوع شاخص مورد استفاده برای محاسبه بازده غیرعادی کوتاه‌مدت تاثیری بر رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته ندارد و نتایج بدست آمده در این تحقیق صرف نظر از نوع شاخص مورد استفاده صادق است.

منابع و مآخذ

منابع فارسی

- آذر، عادل و مومنی، منصور (۱۳۷۸). آمار و کاربرد آن در مدیریت، جلد ۱ و ۲، تهران: انتشارات سمت، چاپ چهارم.
- باقرزاده، سعید (۱۳۸۶). نقش اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، رساله دکتری، دانشگاه تهران.
- دستگیر، محسن و علیخانی بوانی، مهدی (۱۳۸۴). عرضه اولیه سهام، مجله بورس، شماره ۵۸.
- ظریف‌فرد، احمد و مهرجو، حامد (۱۳۸۳). بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۸.
- عبده تبریزی، حسین و دموری، داریوش (۱۳۸۲). شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، سال ۵، شماره ۱۵.
- قائمی، محمدحسین (۱۳۸۵). بررسی بازده کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، طرح تحقیقی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی.
- مومنی، منصور و فعال قیومی، علی (۱۳۸۶). تحلیل آماری با استفاده از SPSS، تهران، انتشارات کتاب نو، چاپ اول.

منابع لاتین

- Bhagat .s, and S. rangan, 2003, "IPO valuation in the new and old economies" **working paper**, university of Colorado.
- Chan. K, Wang. J.B and Wei .K.C, 2004, "underpricing and long-term performance of IPOs in china," **journal of corporate finance** 10: 409-430.

- Firth, M, 2001, "IPO profit forecasts and their role in signaling firm value and explaining post-listing returns", **Applied Financial Economics**, pp 29-39.
- Guo. Re-jin, lev. b and zhou .n , 2004 , "the valuation of science-based IPOs" , **working paper** , university of Illinois at Chicago , newyork university and suny-binghamton.
- Ibboston. R. G, 1975, "Price Performance of Common Stock New Issues", **journal of financial economics** 2: 235-272.
- Kelin. A, 1996, "the association between the information contained in prospectus and the price IPOs", **journal of financial statement analysis** 2:23-40.
- Loughrun. T, J .Ritter and K. Rydqvist, 1994, " IPOs: inter national insights", **pacific-basin finance journal** 2, pp.165-199.
- Ravi Lonkani and Michael Firth, 2005, "The accuracy of IPO earnings forecasts in Thailand and the relationships with stock market valuation", **Journal of Accounting and Business Research**, Vol.35, No.3.pp 269-286.
- Ritter. R, and I. Welch, 2002, "A Review of IPO Activity, Pricing and allocation", **journal of finance** 57, pp. 1795-1828.
- Su. D and Fleisher. B, 1997, "an empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs", **pacific-basin finance journal** .7, pp.173-202.
- Welch, I. and J. Ritter, 2002, "A review of IPO activity, pricing and allocation", **working paper**, Yale University.