

بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه‌های عمومی اولیه

در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود و نبود

حباب قیمتی و تعیین عوامل موثر بر آن

دکتر ساسان مهرانی^۱

محمدرضا عسگری^۲

آرش تحریری^۳

حمیدرضا گنجی^۴

چکیده

بدون تردید قیمت‌گذاری مناسب سهام عرضه‌های عمومی اولیه برای شرکت‌هایی که برای نخستین بار وارد بازار سرمایه می‌شوند بسیار حائز اهمیت است. در این مقاله وجود بازده غیرعادی معنی‌دار در دوره‌های زمانی بلند مدت و کوتاه مدت و نیز در شرایط وجود حباب قیمتی و عدم وجود آن در بورس اوراق بهادار تهران و نیز فاکتورهای موثر بر آن مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصله بیانگر وجود بازده غیرعادی کوتاه مدت و بلندمدت در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازار سرمایه ایران در شرایط عدم وجود حباب قیمتی و نیز وجود بازده غیرعادی کوتاه مدت در این عرضه‌های اولیه در بورس تهران در شرایط وجود شرایط حباب

۱. دانشیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

۳. دانشجوی دکتری حسابداری دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبائی

۴. کارشناس ارشد حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

قیمتی می‌باشد. علاوه بر آن نتایج بیانگر عدم وجود اختلاف معنی‌داری بین بازده غیرعادی کوتاه مدت شرکت‌های نمونه تحت هر دو شرایط وجود حباب قیمتی و عدم وجود آن و وجود اختلاف معنی‌دار در دوره زمانی بلندمدت می‌باشد. در نهایت مشخص گردید که در شرایط وجود حباب قیمتی و در دوره زمانی کوتاه مدت متغیرهای اندازه شرکت، حاشیه سود خالص و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام و در دوره زمانی بلندمدت تنها متغیر اندازه شرکت دارای تاثیر معنی‌دار می‌باشد، ولی در شرایط عدم وجود حباب قیمتی و در دوره زمانی کوتاه مدت هیچکدام از دوازده متغیر مورد بررسی دارای تاثیر معنی‌دار بر بازده غیرعادی سهام نبودند، در حالی که با تغییر دوره زمانی از کوتاه مدت به بلندمدت دو متغیر خطای پیش‌بینی سود هر سهم و نوع موسسه حسابرس معنی‌دار بودند.

واژگان کلیدی: عرضه اولیه سهام، بازده غیرعادی، حباب قیمتی، بورس اوراق بهادار

طبقه‌بندی موضوعی: G12, G14

مقدمه

هر ساله در کشورهای مختلف جهان شرکت‌های متعددی خواه در مسیر چرخه حیات اقتصادی و خواه از طریق برنامه خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، برای نخستین بار قدم به بازار سرمایه نهاده و مبادرت به عرضه عمومی اولیه سهام خود می‌نمایند. سالیان مدیدی است که عملکرد سهام عرضه‌های عمومی اولیه توجه پژوهشگران و اندیشمندان مالی را به خود جلب کرده است. ادبیات مالی موید این است که در عرضه‌های عمومی اولیه سه پدیده متمایز وجود دارد که به نظر با مبانی فرضیه بازارهای سرمایه کارا مغایرت دارد. این سه پدیده عبارتند از:

۱. قیمت‌گذاری کمتر از واقع یا به عبارتی ایجاد بازده غیرعادی مثبت در کوتاه مدت
۲. ایجاد بازده منفی در بلندمدت در مقایسه با شاخص بازار یا بازده سهام شرکت‌های مشابه خود در

صنعت

۳. تناسب بازده غیرعادی مثبت اولیه با تعداد و حجم عرضه‌های عمومی اولیه در بازار در دوره‌های

خاص، به عبارت دیگر تناسب بازده غیرعادی مثبت اولیه با دوره‌های داغ یا سرد عرضه‌های

عمومی اولیه

شواهد تجربی فراوانی در دست است که نشان می‌دهد پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه یک پدیده جهان شمول بوده و تقریباً در بورس اوراق بهادار همه کشورها عمومیت دارد. البته قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه در بازارهای سرمایه در حال توسعه، در مقایسه با بازارهای سرمایه توسعه یافته، بیشتر است. با این حال پدیده عملکرد منفی بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه بر خلاف ماهیت جهان شمول پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع، در همه بازارهای سرمایه مورد تایید قرار نگرفته و روش‌های اندازه‌گیری آن نیز مورد منازعه پژوهشگران مالی قرار دارد.

علاوه بر این یکی از موارد مهم و مورد توجه محققین در بازارهای سرمایه در سراسر جهان و به خصوص بازارهای سرمایه کمتر توسعه یافته مبحث وجود شرایط حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار است. از آنجایی که بر اساس گفته تقریباً تمامی کارشناسان، بورس تهران در سال‌های ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳ شرایط حباب قیمتی را در اکثر سهام شرکت‌های پذیرفته شده خود تجربه نموده و امکان وقوع چنین امری نیز با توجه به ساختارهای بازار و شرایط اقتصادی حاکم بر آن نیز بعید نیست، لذا هنگام بحث در مورد بازده غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران توجه به وجود یا عدم وجود این شرایط در بورس منطقی و لازم به نظر می‌رسد.

در برخی از مواقع در بازارهای سهام، رفتاری رخ می‌دهد مبتنی بر مبانی عقلانی حاکم بر بازار سهام نیست. در این حالت حرکت «دسته‌جمعی و دفعی» سرمایه‌گذاران برای خرید یا فروش سهام در بورس می‌تواند قیمت سهام را بدون هیچ گونه توجیه اقتصادی و منطقی متأثر سازد. این پدیده اصطلاحاً به

«حباب قیمتی در بورس» معروف است. آنچه مسلم است این است که در این حرکت گروهی، سرمایه‌گذاران فقط به منافع کوتاه مدت خود می‌اندیشند و اصطلاحاً سفته بازی انگیزه حرکتی آن‌ها است.

نکته مهم اینجا است که بازده بورس باید منتج از بازده در بخش واقعی اقتصاد کشور باشد، ولی متأسفانه آمارهای سال‌های ۸۲ و ۸۳ نشان می‌دهد که شاخص‌ها بیانگر رونق در صنعت یا بازار خدمات مالی کشور نبوده است بنابراین سوالات اساسی و اصلی تحقیق به صورت زیر می‌باشد:

آیا عرضه‌های عمومی اولیه در بازار سرمایه ایران در شرایط وجود حباب قیمتی و عدم وجود آن بازده‌های غیرعادی را تجربه نموده‌اند؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، آیا تفاوت معنی‌داری بین این بازده‌های غیرعادی وجود دارد؟ و در نهایت عوامل و فاکتورهای موثر بر این بازده‌های غیرعادی کدامند؟

پیشینه پژوهش

در تبیین پدیده مورد بررسی این تحقیق، اندیشمندان مالی، تئوری‌ها و فرضیه‌های متعددی را مطرح کرده‌اند. بطور کلی این تئوری‌ها و فرضیه‌ها مبنای استدلال خود را بر محور «عدم تقارن اطلاعاتی» بین سه گروه ذینفع در فرایند عرضه عمومی اولیه یعنی شرکت عرضه کننده سهم، بانک سرمایه‌گذار (مؤسسات تعهد کننده عرضه اوراق بهادار یا شرکت‌های تامین سرمایه) و سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار؛ نهاده و هر پدیده را به عوامل و متغیرهای خاصی نسبت می‌دهند، ولی مانند اکثر فرضیه‌ها در زمینه مالی و حسابداری هیچ کدام به تنهایی قادر به توضیح کامل آن نبوده‌اند.

تحقیقات زیادی به بررسی عملکرد سهام جدید و تاثیر عواملی نظیر (۱) شرایط عمومی بازار در تاریخ عرضه سهم (۲) ترکیب و مالکیت نهادی سهامداران شرکت عرضه کننده سهم در مقطع قبل و بعد از عرضه سهم (۳) اطلاعات مرتبط با سهم مورد عرضه و (۴) اطلاعات حسابداری شرکت عرضه کننده سهم و بطور کلی عوامل احتمالی تبیین کننده بازده غیرعادی در سهام عرضه‌های عمومی اولیه پرداخته‌اند.

پژوهش‌های خارجی

تیان (Tian, 2007) به بررسی ارزان فروشی نظام مند در بورس‌های شانگهای و شنزن پرداخت. نمونه وی شامل ۱۳۹۷ شرکت جدید ورود طی سال‌های ۱۹۹۱-۲۰۰۴ بود. یافته‌های وی بیانگر این است که بین اطلاعات محرمانه و بازده اولیه سهام رابطه منفی معنادار وجود دارد. وی دلایل ارزان فروشی را ریسک سرمایه‌گذاری در بازار اولیه و مقررات دولتی می‌دانست، زیرا مقررات دولتی موجب سهمیه‌بندی در عرضه اولیه شده و عرضه سهام را محدود می‌کند. گائو (Guo, 2004) در تحقیق خود علاوه بر بررسی متغیرهای مالی به بررسی متغیرهای غیر مالی موثر بر قیمت عرضه سهام جدید شرکت‌های داروسازی و بیوتکنولوژی پرداخت. مهم‌ترین متغیرهای مالی مورد مطالعه عبارتند 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 اختراع‌ها 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 اختراع‌ها مهم‌ترین متغیرهای تاثیرگذار بر قیمت عرضه سهام شرکت‌های داروسازی و بیوتکنولوژی بشمار می‌روند. باگات و رانگان (Bhagat et al., 2003) تحقیقی انجام دادند که شاید از جامع‌ترین تحقیقات صورت گرفته در زمینه رابطه بین اطلاعات حسابداری با ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های جدید ورود به بورس باشد. در این 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 شرکت جدید ورود به بورس‌های امریکا طی سال‌های ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۱ بررسی شد و نتایج حاکی از این بود که علاوه بر متغیرهای حسابداری نظیر سود خالص، ارزش دفتری سهم و فروش؛ عوامل دیگری نظیر در صد مالکیت سهامداران

اولیه و اعتبار بانک سرمایه‌گذار متولی عرضه سهام نیز در قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام جدید نقش مهمی ایفا می‌کنند. یتمن (Yetman؛ 2001) کارایی اطلاعاتی قیمت‌گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه‌های عمومی اولیه از نقطه نظر اطلاعات حسابداری بررسی کرد و چنین نتیجه‌گیری نمود که اطلاعات حسابداری با قیمت‌گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه‌های عمومی اولیه رابطه معنادار دارد. درین و ووماک 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 سهم مطلوب‌تر باشد، قیمت‌گذاری کمتر از واقع مورد انتظار نیز بیشتر خواهد بود. فرت (Firth؛ 1998) ارتباط بین سود پیش‌بینی شده و ارزش شرکت را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که پیش‌بینی‌های سود در ارتباط با ارزش شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه سهام بوده و از سایر ابزارهایی همچون سود انباشته موثرتر هستند [۸]. کلین (Kelin، 1996) در تحقیق خود بطور مشخص نقش و اهمیت اطلاعات حسابداری در ارزش‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه بررسی کرد. نتایج تحقیق نشان داد که بین قیمت عرضه سهم با سود هر سهم^۱ و ارزش دفتری هر سهم^۲ قبل از تاریخ عرضه سهام رابطه مثبت و معنا دار وجود دارد. پژوهش کیم و همکاران (Kim et al., 1995) در مورد بازار سرمایه کره نشان می‌دهد که سهام عرضه‌های عمومی اولیه در این کشور ۱۹/۶٪ بازده بیشتر از بازده بازار را ایجاد نموده است. لوفران، ریتز و ریدکویست (Loughran et al., 1994) با تلخیص شواهد بین‌المللی گزارش نموده‌اند که بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در همه جاها ناچیز بوده و در کلیه کشورها به استثنای ژاپن منفی بوده است. ریتز (Ritter، 1991) نخستین پژوهشگری است که پی برد سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بلندمدت عملکرد منفی دارند. او عملکرد سهام عرضه‌های عمومی اولیه در

^۱. EPS

^۲. BV

فاصله ۱۹۷۴-۱۹۷۵ را با استفاده از شاخص‌ها و معیارهای متفاوت مورد بررسی قرار داده و گزارش نمود که سهام عرضه‌های عمومی اولیه در طول دوره سه ساله بعد از عرضه، بازده منفی ایجاد می‌کنند.

پژوهش‌های داخلی

آشتاب (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس» به بررسی سهام شرکت‌های جدیدالورود طی سال‌های ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۴ پرداخت. یافته‌های تحقیق بیانگر این بود که بین سود پیش‌بینی شده و سود واقعی سهام تفاوت معنی‌دار وجود دارد، همچنین بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه منفی وجود داشت. باقرزاده (۱۳۸۶) در تحقیق خود با عنوان «نقش اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران» نتیجه گرفت که سهام عرضه‌های اولیه طی سال‌های ۱۳۷۶ الی ۱۳۸۳ نسبت به قیمت معاملاتی 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. قائمی (۱۳۸۵) در تحقیق خود با عنوان «بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران» رابطه متغیرهایی همچون حجم سهام عرضه شده، اندازه شرکت، شرایط بازار، وضعیت مالکیت و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام جدید بررسی کرد. نتایج بدست آمده از ۱۵۳ شرکت نمونه بیانگر وجود رابطه بین متغیرهایی همچون شرایط بازار و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیر عادی سهام بوده است. ایمانی (۱۳۸۴) در تحقیق خود با عنوان «بررسی قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام آنها به بورس» اختلاف قیمت بین سهام در عرضه اولیه با قیمت‌های بعدی و همچنین عوامل موثر بر این اختلاف قیمت را برای شرکت‌های پذیرفته شده طی سال‌های ۸۱ و ۸۲ در یک دوره زمانی ۳ ماه بررسی کرد. نتایج تحقیق وی نشان داد که میزان P/E شرکت، نوع صنعت، زمان عرضه سهام و میزان سرمایه شرکت در اختلاف قیمت سهام موثر است ولی درصد عرضه

سهام تأثیری ندارد [۲]. ظریف فرد و مهرجو (۱۳۸۳) در تحقیقی عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدید الورود به بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این تحقیق بازده کوتاه مدت سهام ۹۱ شرکت جدید الورود در طول سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ مطالعه شده است. نتایج این تحقیق نشان داد بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده بیشتر از بازده بازار بوده است. عبده‌تبریزی و دُموری (۱۳۸۲) در تحقیقی با عنوان «شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام شرکت‌های جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» شرکت‌هایی را بررسی کردند که سهام آنها برای نخستین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده بودند. 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 بطور خاص آزمون شده است. این عوامل عبارت از حجم معاملات سالانه سهام، اندازه شرکت و بازده کوتاه مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های مربوط است. نتایج این تحقیق نشان دهنده وجود بازده کوتاه مدت بیشتر سهام شرکت‌های جدیدالورود به بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلندمدت کمتر سهام این شرکت‌ها نسبت به شاخص بازار بوده است. بنابراین آنان عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس ایران را مشابه بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانسته‌اند.

روش پژوهش

جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت‌های جدید الورود به بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۸۴ 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 ۱۳۸۴ در بورس پذیرفته شده و در همان سال نیز نامشان در تابلوی نرخ‌های بورس درج شده باشد (سهام آن‌ها مورد معامله قرار گرفته باشد).
- ۲- شرکت‌های نمونه نباید در دوره ۶ 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- اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها برای انجام این تحقیق در دسترس باشد.

با توجه به محدودیت‌های فوق در نهایت ۹۶ شرکت به روش حذفی به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به سوال اصلی تحقیق و هدف از انجام آن، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر تدوین گردید:

۱. بازده کوتاه مدت و بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه تفاوت معنی‌داری با بازده پرتفوی بازار دارد.

۲. بین بازده غیرعادی کوتاه مدت و بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه تحت شرایط وجود حباب قیمتی و غیر از آن تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

۳. دوازده متغیر سن، اندازه، افق زمانی پیش بین سود، ضریب پراکندگی سود، نسبت آنی، نسبت اهرمی، بازده حقوق صاحبان سهام، حاشیه سود خالص، بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام، خطای پیش‌بینی سود هر سهم، نوع صنعت و موسسه حسابرسان بر بازده غیرعادی کوتاه مدت و بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه تأثیری معنی‌دار دارند.

تعریف عملیاتی بازده غیرعادی

بازده غیرعادی بلندمدت

به منظور محاسبه بازده غیرعادی تجمعی سهام شرکت‌های نمونه تحقیق از مدل تعدیل شده بازار استفاده می‌شود. در این مدل فرض شده است که بازده بازار (I_m) نتیجه فرایند مورد انتظار بازده سهام شرکت‌ها در هر دوره زمانی است، بنابراین تفاضل بازده واقعی شرکت i در دوره زمانی t با بازده بازار در همان دوره، نشانگر بازده غیرعادی سهام شرکت i در دوره t است. در تحقیق حاضر با الهام از روش شناسی ریتز (Ritter, 1991)، کولی و سورت (2004)، درایتز (2005) و فرت و لونکانی (2005) بازده تعدیل شده سهم i در ماه t ام به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

r_{it} = بازده سهام شرکت i در ماه t .

r_{mt} = بازده شاخص قیمت و بازده نقدی بورس تهران در ماه t .

ar_{it} = بازده غیرعادی (تعدیل شده نسبت به بازده بورس) سهام i در ماه t .

بعد از محاسبه بازده غیرعادی ماهانه، به منظور محاسبه متوسط بازده غیرعادی n سهم نمونه در ماه t از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$AR_T = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{it}$$

AR_T = متوسط نرخ بازده غیرعادی n سهم در ماه t .

n = تعداد سهام در ماه t .

پس از محاسبه متوسط نرخ بازده غیرعادی n سهم در ماه t ، به منظور محاسبه نرخ بازده غیرعادی تجمعی از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$CAR_{q-s} = \sum_{T=q}^s AR_T$$

CAR_{q-s} = بازده غیرعادی تجمعی (انباشته) سهام جدید طی ماه‌های q تا s ام.

لازم به ذکر است که در این تحقیق از دوره زمانی ۲۴ ماهه به عنوان دوره زمانی بلندمدت برای محاسبه بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه استفاده شده است.

بازده غیرعادی کوتاه مدت

تفاضل بازده واقعی شرکت مورد نظر و بازده بازار نشانگر بازده غیرعادی سهام مذکور است. در این تحقیق بازده بازار بر اساس شاخص قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران که در نرم‌افزار ره‌آورد نوین محاسبه شده است، مورد استفاده قرار گرفته است. در تحقیق حاضر منظور از بازده کوتاه مدت، بازده

شرکت‌های نمونه در طی سه ماه پس از عرضه اولیه سهام آن‌ها می‌باشد و بازده بازار نیز میانگین بازده مورد انتظار سهام شرکت‌های موجود در بازار سرمایه می‌باشد.

آزمون فرضیه‌ها و تحلیل آنها

آزمون فرضیه اول

در ابتدا برای بررسی تفاوت معنی‌دار بازده سهام عرضه‌های عمومی اولیه با بازده پرتفوی بازار یا برای بررسی وجود بازده غیرعادی معنی‌دار کوتاه مدت و بلندمدت در سال‌های ۸۲ و ۸۳ (شرایط حباب قیمتی) و سایر سال‌های مورد بررسی (سال‌های ۷۸، ۷۹، ۸۰، ۸۱ و ۸۴) در این تحقیق از آزمون معنی‌داری میانگین جامعه استفاده گردید. بنابراین فرضیات مورد آزمون به شرح زیر صورت بندی گردید:

$$\begin{cases} H_0 : CAR = 0 \\ H_1 : CAR \neq 0 \end{cases}$$

نتایج حاصل از آزمون فرض فوق به شرح جدول ۱ است.

جدول (۱): نتایج حاصل از آزمون معنی‌داری میانگین جامعه

گروه	دوره زمانی	CARs	t-value	مقدار بحرانی	تصمیم‌گیری
سال‌های ۷۹، ۸۰، ۸۱، ۸۲ و ۸۴ (شرایط عدم وجود حباب قیمتی)	کوتاه مدت	۱۵،۹۴	۴،۵۳۰	۱،۹۶	رد H_0
	بلندمدت	-۸،۱۳	-۰،۵۷۷	۱،۹۶	عدم رد H_0
سال‌های ۸۲ و ۸۳ (شرایط وجود حباب قیمتی)	کوتاه مدت	۳۳،۹۴	۲،۰۱۳	۱،۹۶	رد H_0
	بلندمدت	۳۵،۱۱۸	۳،۳۴۶	۱،۹۶	رد H_0

همان‌طور که در جدول ۱ ملاحظه می‌شود، با توجه به نرمال بودن داده‌ها و با استفاده از آزمون t ، فرض صفر مبنی بر عدم وجود بازده غیرعادی معنی‌دار در شرایط عدم وجود حباب قیمتی و در دوره زمانی کوتاه مدت رد و دوره بلندمدت پذیرفته می‌گردد. این بدین معنی است که شرکت‌های جدید الورد به بورس اوراق

بهادار تهران در سال‌های مذکور طی سه ماه (دوره کوتاه مدت) بعد از ورود به بورس دارای بازده غیرعادی مثبت بوده‌اند. ولی با افزایش این دوره زمانی از سه به ۲۴ ماه (دوره بلندمدت) علی‌رغم وجود علامت منفی (که مطابق با شواهد جهانی است) این شرکت‌ها بازده غیرعادی معنی‌داری را تجربه نکرده‌اند. در شرایط وجود حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران نیز شرکت‌های جدید ورود در هر دو دوره زمانی کوتاه و بلندمدت بازده‌های غیرعادی معنی‌دار و مثبتی را تجربه نموده‌اند.

آزمون فرضیه دوم

در ادامه برای حصول بینشی در مورد تفاوت بازده شرکت‌های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران در شرایط سال‌های حباب قیمتی و غیر از آن، تفاوت میانگین بازده‌های کوتاه مدت و بلندمدت این شرکت‌ها را در این دو شرایط با استفاده از آزمون معنی‌داری تفاوت میانگین‌های دو جامعه آزمون گردید. با توجه به صورت بندی این فرضیه به صورت زیر، نتایج بدست آمده به شرح جدول ۲ می‌باشد.

$$\begin{cases} H_0 : \mu_{bubble} = \mu_{other} \\ H_1 : \mu_{bubble} \neq \mu_{other} \end{cases}$$

جدول (۲): نتایج حاصل از آزمون معنی‌داری تفاوت میانگین‌های دو جامعه

تصمیم‌گیری	Sig	تفاوت بازده‌های غیرعادی	دوره زمانی
عدم رد H_0	۰,۱۱۷	۱۸	کوتاه مدت
رد H_0	۰,۰۴۹	۴۳,۲۳۸	بلندمدت

در جدول فوق، ستون دوم میزان تفاوت بازده کوتاه مدت و بلند مدت در شرایط وجود و عدم وجود حباب قیمتی است که قبلاً در جدول ۱ تحلیل شده است. با توجه به نتایج بدست آمده، ملاحظه می‌گردد که در بازده زمانی سه ماهه (کوتاه مدت) اختلاف معنی‌داری بین بازده غیرعادی شرکت‌های نمونه تحت هر دو شرایط وجود حباب قیمتی و عدم وجود آن وجود ندارد، ولی در دوره زمانی ۲۴ ماهه (بلندمدت) این اختلاف معنی‌دار است.

آزمون فرضیه سوم

در نهایت برای تعیین عوامل موثر بر بازده‌های غیرعادی کوتاه و بلندمدت شرکت‌های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود حباب قیمتی و غیر از آن، ۱۲ متغیر مهم و مربوط از ادبیات مربوطه در داخل و خارج از کشور جمع‌آوری و معنی‌داری تاثیر آن‌ها بر این بازده‌ها مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. این ۱۲ متغیر و تعاریف عملیاتی آنها به شرح جدول ۳ می‌باشد.

جدول (۳): تعریف عملیاتی متغیرهای احتمالی موثر بر بازده غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه

متغیرها	چگونگی محاسبه	علامت
عمر شرکت	لگاریتم فاصله زمانی بین تاریخ تاسیس شرکت و تاریخ ورود به بورس	Age
اندازه شرکت	لگاریتم تعداد سهام منتشره و در دست سهامداران ضرب در میانگین قیمت سهام در اولین روز معامله	Size
افق زمانی پیش بینی سود	لگاریتم فاصله زمانی بین ورود شرکت به بورس تا پایان سال مالی بر حسب روز	Horizon
ضریب پراکندگی سود	نسبت انحراف معیار سود سه سال قبل از انتشار سهام شرکت‌های جدیدالورود بر میانگین سود این سه سال	CV
نسبت آنی	نسبت دارایی جاری به غیر از موجودی کالا و پیش پرداخت‌ها به بدهی جاری	Acid
نسبت اهرمی	حاصل تقسیم مجموع بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام	Leverage
بازده حقوق صاحبان سهام	حاصل تقسیم سود خالص دوره به حقوق صاحبان سهام	ROE
حاشیه سود خالص	حاصل تقسیم سود خالص دوره به فروش	Profit
بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام	نسبت تغییرات شاخص کل قیمت سهام در ماه قبل از عرضه سهام شرکت جدیدالورود در بورس	MKT
خطای پیش بینی سود هر سهم	نسبت تفاوت بین سود واقعی و سود پیش بینی شده هر سهم بر سود پیش بینی هر سهم، در زمان عرضه اولیه سهام	Fe
نوع صنعت	یک متغیر موهومی می‌باشد که یکی از اعداد صفر تا بیست به تناسب وجود هر شرکت در یکی از صنایع بیست گانه موجود در تحقیق به آن شرکت تعلق می‌گیرد	Industry
موسسه حسابرِس	یک متغیر موهومی است که اگر موسسه حسابرِس شرکت سازمان حسابرِس باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد	Audit Firm

برای تعیین متغیرهای موثر بر بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی اولیه سهام از بین این دوازه متغیر مربوط و مهم، تجزیه و تحلیل به شرح جدول ۴ بسط داده شد. همان طور که در جدول ۵ مشاهده می‌گردد، در شرایط وجود حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران و در دوره زمانی کوتاه مدت متغیرهای اندازه شرکت، حاشیه سود خالص و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام دارای تاثیر معنی‌دار بر بازده غیرعادی می‌باشند و در دوره زمانی بلندمدت تنها متغیر اندازه شرکت دارای تاثیر معنی‌دار می‌باشد. ولی در شرایط عدم وجود حباب قیمتی و در دوره زمانی کوتاه مدت هیچکدام از دوازه متغیر مورد بررسی دارای تاثیر معنی‌دار بر بازده غیرعادی سهام نبودند ولی با تغییر دوره زمانی از کوتاه مدت به بلندمدت دو متغیر خطای پیش‌بینی سود هر سهم و نوع موسسه حسابرس دارای تاثیر معنی‌دار در سطح خطای ۵٪ بر بازده غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی اولیه می‌باشند.

جدول (۴): تجزیه و تحلیل تاثیر متغیرهای موثر بر بازده غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی اولیه

متغیرها	شرایط وجود حباب قیمتی				شرایط عدم وجود حباب قیمتی			
	بلندمدت		کوتاه مدت		بلندمدت		کوتاه مدت	
	Sig	t	Sig	t	Sig	t	Sig	t
Age	۰٫۸۴۶	۰٫۱۹۶	۰٫۶۰۶	۰٫۵۲۲	۰٫۹۱۷	۰٫۱۰۵	۰٫۱۱۳	۱٫۶۲
Size	۰٫۶۶۱	۰٫۴۴۳	۰٫۳۱۴	۱٫۰۲۶	۰٫۰۰۰	۴٫۱۸۱	۰٫۰۰۶	۲٫۸۷۱
Horizon	۰٫۵۸۶	۰٫۵۵۲	۰٫۶۹۳	۰٫۳۹۹	۰٫۹۶۲	۰٫۰۴۸	۰٫۵۶۳	۰٫۵۸۳
CV	۰٫۵۵۷	۰٫۵۹۴	۰٫۸۸۳	۰٫۱۴۸	۰٫۹۳۳	۰٫۰۸۴	۰٫۶۳۸	۰٫۴۷۴
Acid	۰٫۶۵۷	۰٫۴۴۹	۰٫۶۵۷	۰٫۳۴۹	۰٫۵۸۴	۰٫۵۵۱	۰٫۵۶۹	۰٫۵۷۴
Leverage	۰٫۹۹۱	۰٫۰۱۲	۰٫۲۱۸	۱٫۲۶۲	۰٫۶۶۶	۰٫۴۳۵	۰٫۲۸۶	۱٫۰۸۱
ROE	۰٫۳۲۸	۰٫۸۰۵	۰٫۷۵۲	۰٫۳۱۹	۰٫۸۸۱	۰٫۱۵۱	۰٫۳۲۴	۰٫۹۹۷
Profit	۰٫۵۰۱	۰٫۶۳۸	۰٫۵۳۷	۰٫۶۲۵	۰٫۳۳۰	۰٫۹۸۶	۰٫۰۶۸	۱٫۸۷۴
MKT	۰٫۴۸۷	۰٫۷۰۶	۰٫۳۵۰	۰٫۹۵۱	۰٫۳۹۸	۰٫۸۵۴	۰٫۰۵۹	۱٫۹۳۸
Fe	۰٫۰۵۷	۱٫۹۹۴	۰٫۸۴۴	۰٫۱۹۹	۰٫۴۷۶	۰٫۷۱۸	۰٫۵۹۶	۰٫۵۳۵
Industry	۰٫۱۷۴	۱٫۳۹۸	۰٫۱۵۸	۱٫۴۵۲	۰٫۰۸۸	۱٫۷۴۹	۰٫۸۲۱	۰٫۲۲۷
Audit Firm	۰٫۰۳۱	۲٫۲۸۵	۰٫۴۲۴	۰٫۸۱۳	۰٫۴۷۱	۰٫۷۲۸	۰٫۱۰۷	۱٫۶۴۹

جدول (۵): ضرایب تعیین مربوطه در شرایط و دوره های زمانی مورد آزمون

غیرحباب	حباب	
۰,۲۷۹	۰,۳۵۰	کوتاه مدت
۰,۳۱۱	۰,۳۵۳	بلند مدت

جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در فرضیه اول وجود بازده غیرعادی در سهام شرکت‌های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود و عدم وجود حباب قیمتی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصله بیانگر وجود این بازده‌های غیرعادی کوتاه مدت و بلند مدت در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازار سرمایه ایران در شرایط وجود حباب قیمتی و نیز وجود بازده غیرعادی کوتاه مدت در شرایط عدم وجود شرایط حباب قیمتی می‌باشد. با توجه به این نتایج، فرضیه دوم مبنی بر وجود تفاوت معنی‌دار بین بازده‌های غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی اولیه در دو شرایط وجود و عدم وجود حباب قیمتی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که در بازه زمانی سه‌ماهه (کوتاه مدت) اختلاف معنی‌داری بین بازده غیرعادی شرکت‌های نمونه تحت هر دو شرایط وجود و عدم وجود حباب قیمتی وجود ندارد، ولی در دوره زمانی ۲۴ ماهه (بلندمدت) این اختلاف معنی‌دار است. احتمالاً در کوتاه مدت فرصت ایجاد اختلاف معنی‌دار بین بازده‌ها در این دو شرایط وجود ندارد، ولی در دوره زمانی بلندمدت تر این تفاوت بروز می‌نماید.

در نهایت برای یافتن عوامل و فاکتورهای موثر بر بازده غیرعادی کوتاه مدت و بلندمدت شرکت‌های تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران، دوازده متغیر مهم و مربوط از ادبیات تحقیق و نیز با توجه به شرایط اقتصادی ایران انتخاب گردید و معنی داری تاثیر آنها بر این بازده‌ها در فرضیه سوم مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که علی رغم بی‌معنی بودن مدل رگرسیون چند متغیره ساخته شده با این دوازده عامل، در سطح خطای ۵٪:

۱. در شرایط وجود حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران و در دوره زمانی کوتاه مدت متغیرهای اندازه شرکت (منفی)، حاشیه سود خالص (مثبت) و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام (منفی) و در دوره زمانی بلندمدت تنها متغیر اندازه شرکت (منفی) دارای تاثیر معنی‌دار می‌باشد.
 ۲. در شرایط عدم وجود حباب قیمتی و در دوره زمانی کوتاه مدت هیچکدام از دوازده متغیر مورد بررسی دارای تاثیر معنی‌دار بر بازده غیرعادی سهام نبودند.
 ۳. در شرایط عدم وجود حباب قیمتی و در دوره زمانی بلندمدت دو متغیر خطای پیش‌بینی سود هر سهم (مثبت) و نوع موسسه حسابرس (منفی) دارای تاثیر معنی‌دار بر بازده غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی اولیه می‌باشند.
- بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در مورد دوره‌های کوتاه مدت متغیرهایی چون حاشیه سود خالص و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام مورد توجه سهامداران است و در نظر گرفتن آنها در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری روی عرضه‌های عمومی اولیه در کوتاه مدت و نیز در شرایط افزایش حبابی قیمت‌ها مفید به نظر می‌رسد. اما در شرایط عادی و در مورد دوره زمانی بلندمدت در نظر گرفتن متغیرهای خطای پیش‌بینی سود هر سهم و نوع موسسه حسابرس با اهمیت به نظر می‌رسد.

منابع و مآخذ:

۱. آشتاب، علی. (۱۳۸۶). "بررسی رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی.
۲. ایمانی، محمد. (۱۳۸۴). "بررسی قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام آنها به بورس"، پایان‌نامه کارشناسی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۳. باقرزاده، سعید. (۱۳۸۶). "نقش اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه (IPOs) در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۴. تبریزی، عبده و دموری، داریوش (۱۳۸۲). "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، سال پنجم، شماره ۱۵.
۵. ظریف‌فرد، احمد و مهرجو، حامد (۱۳۸۳). "بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری، شماره ۸.
۶. قائمی، محمدحسین (۱۳۸۵). "بررسی بازده کوتاه‌مدت سهام عادی شرکت‌های جدیدالورود به بورس تهران"، مطالعه تحقیقاتی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره).
7. Bhagat .s, and S. rangan, (2003), "IPO valuation in the new and old economies" working paper, university of Colorado.
8. Firth, M.(1998). "IPO profit forecasts and their role in signalling firm value and explaining post-listing returns", Applied Financial Economics, pp 29-39.
9. 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.
10. Ibbotson, G. (1975). "Price performance of common stock new issues", Journal of Financial Economics, No.2, pp 235-272.

11. Ibbotson, Roger G. and Jaffe, Jeffrey.(1975). "Hot issue markets". Journal of Finance. Vol,xxx, No,4,pp 1027-1042.
12. Kelin. A, (1996), "the association between the information contained in prospectus and the price IPOs", journal of financial statement analysis 2:23-40.
13. Loughran, T. J, Ritter and K, Rydqvist. (1994). "Initial Public Offering: International Insights" pacific-basin finance journal 2. pp, 165-199
14. Loughran, T. and J, Ritter. (2004). "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?" .Financial Management 33: 5-37
15. 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.
16. Ritter, R. (1991), "The long-run performance of Initial Public Offerings", Journal of Finance, No.40,pp 3-27.
17. Rock, K., (1986). "Why New Issues Are Underpriced". Journal of Financial Economics. 15.pp. 187-212.
18. Tian, Lihui, (2007), "Regulatory Underpricing: Determinant of Chinese Extreme IPO Returns".
19. Yetman, M. H, (2003), "Accounting-Based Value Metrics and Informational Efficiency of IPO Early Market Prices", Unpublished Ph.D Dissertation, University of Iowa.