

بسم الله الرحمن الرحيم

دانشگاه شهید بهشتی

دانشکده مدیریت و حسابداری

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد مدیریت مالی

عنوان پایان نامه:

بررسی عملکرد بلند مدت عرضه های اولیه سهام

استاد راهنما

دکتر احمد بدری

استاد مشاور

دکتر شاپور محمدی

نگارش

سعید محمدی

تابستان ۱۳۸۷

۱۱۳۲۶۴

کتابخانه دانشگاه شهید بهشتی
کتابخانه مرکزی

۱۳۸۸ / ۱۱ / ۱۴

۱۷/۱/۱۰۱۳۴۹
۵۸-۱-۳۵

به پاس تمام زحمت ها و فداکاری ها؛

تقدیم به گوهر گرامی،

مادر مهر بانم

که دعاها و حمایت های ایشان همواره باعث پشتگرمی ام بوده است

سخن نگارنده

این نکته بر کسی پوشیده نیست که آنچه موجب پیشرفت کشورهای توسعه یافته شده است، توجه این کشورها به امر خطیر تحقیقات و به کارگیری نتایج آن می باشد. متأسفانه تحقیق در کشور ما با مشکلات عدیده ای مواجه است، مشکلاتی نظیر عدم دسترسی به بسیاری از داده ها، مراجع و مقالات روز دنیا، کمبود اساتیدی که وقت کافی به دانشجویان اختصاص دهند، عدم وجود سیستمی جامع که مشخص کننده نیازهای تحقیقاتی کشور و الویتهای تحقیق باشد، و مشکلات عدیده در تامین هزینه های تحقیقات. این عوامل دست در دست هم داده و انجام تحقیق در کشور را با مشکل مواجه نموده است. کار حاضر نتیجه تلاشی مستمر علی رغم مشکلات موجود می باشد که یکی از راهکارهای روز دنیا در خصوص ارزیابی عملکرد عرضه های اولیه سهام را مورد بررسی قرار می دهد. امید است نتایج کار حاضر، به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران به عنوان ناظر بازار و متولی عرضه سهام در کشور و سایر فعالان بازار سرمایه در تنظیم قوانین و مقررات مربوط و از بین بردن نگرانی های میان سرمایه گذاران در مورد خطرات سرمایه گذاری بلندمدت در نگهداری سهام عرضه های اولیه، یاری رساند.

نقش راهنمایی های آقای دکتر احمد بدری استاد راهنمای این پایان نامه و مشاور پایان نامه آقای دکتر شاپور محمدی عضو هیات علمی دانشگاه تهران که با ارائه ایده های موثر، این تحقیق به انجام رسیده است در انجام این تحقیق انکار ناپذیر است.

در پایان، از زحمات دوستان عزیزم آقای محمد توکلی فر که زحمت برنامه نویسی Visual basic جهت آماده سازی اطلاعات این پایان نامه را انجام داده اند و همچنین آقای مهدی علیخانی که با نظرات خود موجب بارور شدن این تحقیق شدند تشکر و قدردانی می نمایم.

سعید محمدی (شهریور ۸۷)

S.Mohmmadi80@gmail.com

چکیده

تاکنون تحقیقات متعددی در زمینه عرضه عمومی اولیه سهام^۱ شرکت‌ها انجام شده است. یکی از محورهای اصلی این مطالعات، میزان بازده کوتاه مدت و بلندمدت عرضه‌های اولیه و عوامل موثر بر آنها می‌باشد. بازده مثبت غیرعادی عرضه‌های اولیه در کوتاه مدت و عملکرد منفی بلند مدت عرضه‌های اولیه از نتایج غالب تحقیقات انجام شده می‌باشد. تحقیق حاضر به بررسی عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام بر مبنای دو معیار متفاوت پرداخته است؛ (۱) عملکرد در مقایسه با بازده شاخص بورس و (۲) عملکرد در مقایسه با بازده شرکت‌های مشابه.

برای اندازه‌گیری بازده بلندمدت با دوره زمانی سه ساله، نمونه تحقیق مشتمل بر ۹۷ عرضه اولیه در قلمرو زمانی ۱۳۷۸-۱۳۸۳ بوده است. در محاسبه عملکرد بلند مدت در مقایسه با بازده شاخص بورس، از دو روش بازده غیرعادی خرید و نگهداری (BHAR) و بازده غیر عادی تجمعی (CAR) و در محاسبه عملکرد بلندمدت بر مبنای بازده شرکت‌های مشابه، از مدل سه عاملی فاما و فرنچ استفاده شده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که عرضه‌های اولیه سهام در بلندمدت در مقایسه با شاخص بورس، بازده کمتری داشته‌اند. اما نتایج میزان عملکرد بر مبنای بازده شرکت‌های مشابه بر اساس مدل فاما و فرنچ، حاکی از این است که عملکرد منفی کمتری دیده می‌شود و این تفاوت، از لحاظ آماری معنی‌دار نیز نمی‌باشد. این نتیجه در تطابق با یافته‌های اکثر محققان در سایر کشورها می‌باشد. همچنین این تحقیق نشان می‌دهد که انتخاب مقیاس‌های متفاوت در محاسبه عملکرد، می‌تواند به نتایج متفاوتی منجر شود. از بین سه متغیر توضیحی در مدل رگرسیونی فاما و فرنچ، تنها متغیر بازدهی تعدیل شده بازار، همواره با متغیر بازدهی عرضه‌های اولیه رابطه معنی‌دار و قوی دارد.

¹ Initial Public Offering (IPO)

فهرست مطالب

فصل اول : کلیات تحقیق

- ۱-۱) مقدمه ----- ۲
- ۱-۲) عنوان تحقیق ----- ۲
- ۱-۳) تعریف موضوع و بیان مسأله تحقیق ----- ۳
- ۱-۴) اهمیت و ضرورت موضوع ----- ۶
- ۱-۵) اهداف تحقیق ----- ۸
- ۱-۶) فرضیه های تحقیق ----- ۱۰
- ۱-۶-۱) متغیرهای تحقیق ----- ۱۰
- ۱-۷) کلیاتی از پیشینه تحقیق ----- ۱۳
- ۱-۸) قلمرو تحقیق (زمانی، مکانی، موضوعی) ----- ۱۴
- ۱-۹) نوع تحقیق ----- ۱۵
- ۱-۱۰) ابزار گردآوری داده ها ----- ۱۵
- ۱-۱۱) روش تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها ----- ۱۶

فصل دوم : مبانی نظری و پیشینه تحقیق

- ۲-۱) مقدمه ----- ۱۸
- ۲-۲) بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار ----- ۱۸
- ۲-۲-۱) بورس اوراق بهادار تهران ----- ۲۰
- ۲-۳) شاخص ها در بورس اوراق بهادار ----- ۲۱
- ۲-۳-۱) تعریف شاخص ----- ۲۱
- ۲-۳-۲) نکات قابل توجه در استفاده از شاخص ----- ۲۵
- ۲-۴) عرضه اولیه عمومی اوراق بهادار ----- ۲۶
- ۲-۴-۱) فرآیند ثبت دفتری ----- ۲۷

- ۲۹ ----- ۲-۴-۲) فرآیند حراج هم‌زمان عرضه اولیه
- ۳۰ ----- ۲-۴-۳) نحوه قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران
- ۳۲ ----- ۲-۵) کشف قیمت در عرضه های اولیه
- ۳۳ ----- ۲-۶) دلایل عرضه اولیه سهام و ویژگی های آن
- ۳۶ ----- ۲-۷) بررسی بازده کوتاه مدت عرضه های اولیه سهام
- ۳۷ ----- ۲-۸) روش های اندازه گیری عملکرد سهام
- ۳۹ ----- ۲-۹) بررسی عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه سهام

فصل سوم: روش تحقیق

- ۷۷ ----- ۳-۱) مقدمه
- ۷۷ ----- ۳-۲) نوع تحقیق
- ۷۸ ----- ۳-۳) فرضیه های تحقیق
- ۷۹ ----- ۳-۳-۱) متغیرهای تحقیق
- ۸۱ ----- ۳-۴) روش گردآوری داده ها
- ۸۲ ----- ۳-۵) قلمرو تحقیق
- ۸۳ ----- ۳-۶) نحوه محاسبه بازدهی
- ۸۶ ----- ۳-۷) نحوه محاسبه عملکرد بلند مدت سهام
- ۸۶ ----- ۳-۷-۱) روش اول: مقایسه با شاخص بازار؛ روش بازده غیر عادی تجمعی
- ۸۸ ----- ۳-۷-۲) روش دوم: مقایسه با شاخص بازار؛ روش بازده خرید و نگهداری
- ۳-۷-۳) روش سوم: مقایسه با بازده شرکت های مشابه از لحاظ اندازه و نسبت
- ۸۹ ----- ارزش دفتری به ارزش بازار
- ۹۴ ----- ۳-۸) ارزیابی عملکرد عرضه های اولیه با استفاده از مدل رگرسیونی فاما و فرنچ
- ۹۶ ----- ۳-۸-۱) مدل آزمون شونده در فرضیه دوم
- ۹۷ ----- ۳-۹) روش های آماری مورد استفاده و آزمون فرضیه ها
- ۹۹ ----- ۳-۱۰) نمونه تحقیق

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

- ۱۰۲ (۴-۱) مقدمه -----
- ۱۰۲ (۴-۲) آزمون فرضیه اول -----
- ۱۰۳ (۴-۲-۱) روش اول: مقایسه با شاخص بازار؛ روش بازده غیر عادی تجمعی -----
- ۱۰۶ (۴-۲-۲) روش دوم: مقایسه با شاخص بازار؛ روش بازده های خرید و نگهداری -----
- ۱۰۸ (۴-۲-۳) روش سوم: مقایسه با بازده شرکت های مشابه از لحاظ اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار -----
- ۱۱۶ (۴-۲-۴) بررسی های بیشتر -----
- ۱۲۲ (۴-۳) آزمون فرضیه دوم -----
- ۱۲۳ (۴-۳-۱) ارزیابی عملکرد عرضه های اولیه با استفاده از مدل رگرسیونی فاما و فرنچ -----

فصل پنجم: تحلیل یافته ها و نتیجه گیری

- ۱۳۰ (۵-۱) مقدمه -----
- ۱۳۰ (۵-۲) فرضیه اول -----
- ۱۳۱ (۵-۲-۱) مقایسه با شاخص بازار؛ روش بازده غیر عادی تجمعی -----
- ۱۳۳ (۵-۲-۲) مقایسه با شاخص بازار؛ روش بازده غیر عادی خرید و نگهداری -----
- ۱۳۶ (۵-۲-۳) مقایسه با بازده شرکت های مشابه از لحاظ اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار -----
- ۱۳۸ (۵-۳) فرضیه دوم -----
- ۱۴۲ (۵-۴) محدودیت های تحقیق -----
- ۱۴۳ (۵-۵) پیشنهاداتی به استفاده کنندگان از تحقیق -----
- ۱۴۶ (۵-۶) پیشنهادات برای تحقیقات آتی -----

۱۴۹ فهرست منابع -----

۱۵۴ ضمائم -----

فهرست جداول و نمودارها

الف (جداول

- جدول ۱-۲ شواهد بین المللی عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه ----- ۷۱
- جدول ۱-۳ حالات مختلف پرتفوها در ماتریس ۴×۴ ----- ۹۲
- جدول ۲-۳ حجم عرضه های انجام شده و عرضه های موجود در نمونه ----- ۱۰۰
- جدول ۱-۴ بازده غیر عادی تجمعی بلند مدت عرضه های اولیه نسبت به شاخص بورس ----- ۱۰۳
- جدول ۲-۴ بازده های خرید و نگهداری عرضه های اولیه و ثروت نسبی آنها ----- ۱۰۷
- جدول ۳-۴ آمار توصیفی ارزش بازار شرکت ها (اندازه) ----- ۱۰۹
- جدول ۴-۴ آمار توصیفی نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت ها ----- ۱۰۹
- جدول ۵-۴ توزیع عرضه های اولیه در ماتریس ۴×۴ ----- ۱۱۰
- جدول ۶-۴ میانگین نسبت ارزش دفتری به بازار ماهیانه در ماتریس ۴×۴ ----- ۱۱۰
- جدول ۷-۴ میانگین ارزش بازار ماهیانه در ماتریس ۴×۴ ----- ۱۱۱
- جدول ۸-۴ بازده های غیر عادی بلندمدت عرضه های اولیه ----- ۱۱۲
- جدول ۹-۴ نتایج رابطه رگرسیونی بین تعداد عرضه های اولیه و بازدهی بلندمدت آنها ----- ۱۱۸
- جدول ۱۰-۴ نتایج رابطه رگرسیونی بین میزان بازدهی کوتاه مدت و بازدهی بلندمدت عرضه های اولیه سهام ----- ۱۲۱
- جدول ۱۱-۴ نتایج رگرسیونی مدل فاماو فرنیچ (بازده های غیروزنی) ----- ۱۲۴
- جدول ۱۲-۴ نتایج نهایی رگرسیونی نهایی مدل فاماو فرنیچ (بازده های غیروزنی) ----- ۱۲۶
- جدول ۱۳-۴ نتایج رگرسیونی مدل فاماو فرنیچ (بازده های وزنی) ----- ۱۲۶
- جدول ۱۴-۴ نتایج نهایی رگرسیونی مدل فاماو فرنیچ (بازده های وزنی) ----- ۱۲۸

ب (نمودارها

- نمودار ۱-۴ بازده غیرعادی تجمعی عرضه های اولیه در طی دوره تحقیق ----- ۱۰۵
- نمودار ۱-۵ تعداد عرضه های اولیه انجام شده در دوره زمانی ۸۶-۱۳۷۸ ----- ۱۳۹

فصل اول

«کلیات تحقیق»

۱-۱) مقدمه

در بازارهای مالی دنیا، مطالعات در مورد عرضه های اولیه که از طریق عرضه در بورس اوراق بهادار به عموم مردم فروخته می شوند، از اهمیت بالایی برخوردار است. عرضه اولیه سهام^۱ فعالیتی است که از آن طریق، یک بنگاه اقتصادی که تاکنون در بازار بورس اوراق بهادار معامله نشده است سهام خود را به عموم مردم به فروش می رساند. حجم مطالعات انجام شده در مورد عرضه های اولیه در سطح دنیا، در مقایسه با اندازه بازار آن بالا به نظر می رسد. از دلایل توجه زیاد به پدیده عرضه اولیه سهام، وجود بازدهی های غیرعادی و چرایی عرضه سهام در بازار بورس می باشد. شرکت های زیادی در زمان های مختلف برای اولین بار وارد بازار بورس می شوند. از موضوعات مهم در مورد این شرکت ها، بررسی بازده کوتاه مدت و روند بازده بلندمدت آنها می باشد. ارزیابی صحیح از روند بازده سهام عرضه اولیه، از ضروریات و پایه های اساسی برای فعالیت باثبات بازار اولیه اوراق بهادار است.

این فصل به تشریح و بیان موضوع تحقیق و نیز اهمیت و اهداف تحقیق می پردازد. همچنین فرضیه ها و تعاریف عملیاتی برخی از واژه های به کار رفته در تحقیق نیز ارائه می گردد.

۱-۲) عنوان تحقیق

"بررسی عملکرد بلند مدت عرضه های اولیه سهام"

¹ Initial Public Offering

۳-۱) تعریف موضوع و بیان مسأله تحقیق

عرضه اولیه سهام یکی از مهمترین وقایع در طول عمر شرکت است و می تواند دارای منافع بسیاری باشد. از اهداف اصلی شرکت ها برای ورود به بورس این است که بتوانند سرمایه مورد نیاز خود برای ادامه فعالیت و گسترش عملیات خود را راحت تر و ارزانتر تامین کنند.

مطالعات و تحقیقات بسیاری در زمینه عرضه اولیه سهام انجام گرفته است. یکی از محورهای اصلی تحقیقات در این زمینه، بررسی روند تغییرات بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید در مقایسه با بازده شاخص بورس در طی زمان های مختلف است.

رفتارهای بررسی شده، عموماً حاکی از آن است که بازده کوتاه مدت عرضه های اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت شاخص بورس در همان مقطع زمانی، بیشتر است و از این پدیده تحت عنوان ارزان فروشی^۱ در عرضه های اولیه یاد می شود. در ایران نیز محققان بسیاری این بازده بیشتر عرضه های اولیه نسبت به شاخص بازار در کوتاه مدت را نشان دادند.

در زمینه بازده بلند مدت عرضه های اولیه، نتایج تا قبل از سال ۱۹۹۷ در اغلب تحقیقات انجام گرفته در کشورهای مختلف، بیانگر این بود که بازده بلند مدت عرضه های اولیه سهام کمتر از بازده شاخص بورس در همان مقطع زمانی است و از این پدیده تحت عنوان عملکرد منفی^۲ در عرضه های اولیه یاد می شود. در ایران نیز محققان بسیاری از جمله عبده و دموری (۱۳۸۲) و جهانخانی و ذاکری (۱۳۷۵) این عملکرد منفی (بازده بلند مدت کمتر عرضه های اولیه نسبت به شاخص بازار) را نشان دادند. این نتایج، نگرانی هایی در مورد خطرات سرمایه گذاری

¹ Underpricing

² Underperformance

بلندمدت در سهام عرضه های اولیه ایجاد کرده و همچنین ابهامات و سوالاتی در رابطه با دلایل این عملکرد منفی و تناقض با کارایی این بازارها پدید آورد.

فاما، فرنچ (۱۹۹۶، ۱۹۹۵، ۱۹۹۳، ۱۹۹۲) در تحقیقات خود به بررسی این موضوع پرداختند که آیا شاخص بازار، همیشه شاخص مناسبی برای مقایسه می باشد و یا اینکه گاهی اوقات، نتایج را می تواند به انحراف بکشاند، از همین رو آنها به دنبال یافتن شاخصی مناسب بودند و به نتایج خوبی در زمینه دو معیار برای ایجاد شاخص مناسب رسیدند. در سال ۱۹۹۷، براو و گامپرز با استفاده از نتایج تحقیقات فاما، فرنچ نشان دادند که بازده بلندمدت عرضه های اولیه از بازده بلندمدت شرکت های بورسی مشابه از نظر اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، بدتر نیستند. (با عبارتی مشابه هستند) همه این موارد، شواهدی در نقض دقیق بودن محاسبه عملکرد منفی (نسبت به بازده شاخص بازار) بود. حتی بعضی از محققین مانند گامپرز و لرنر (۲۰۰۳)، اصطلاح عملکرد واقعی عرضه های اولیه^۱ (محاسبه شده بر اساس معیار های مدل فاما و فرنچ) را در مقابل اصطلاح عملکرد عرضه های اولیه (محاسبه شده بر اساس شاخص بورس) به کار می برند. به دنبال این نتیجه، تحقیقات بسیار دیگری در دوره های زمانی متفاوت در بورس های کشور های مختلفی انجام شد که در اکثر موارد، این بازده مشابه عرضه های اولیه با شرکت های مشابه، تایید شد.

این گونه نتایج، موجب شد تا زمینه این تحقیق فراهم شود و به دنبال این هدف برویم که آیا عملکرد عرضه های اولیه بورس اوراق بهادار تهران، از عملکرد شرکت های بورسی مشابه از

¹ The Really Long-Run Performance

نظر اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، تفاوت معناداری دارد یا خیر و همچنین رفتار و الگوی کلی عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران را در این زمینه با کشورهای دیگر مقایسه کنیم.

مساله اصلی در این تحقیق، اندازه گیری عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه نسبت به دو شاخص متفاوت (شاخص بازار و شاخص شرکت های مشابه از نظر اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری) در بورس اوراق بهادار تهران است. در این مقاله، عملکرد بلند مدت عرضه اولیه، تفاوت بازده سهام عرضه اولیه از بازده شاخص مناسب منظور شده را در طی یک دوره زمانی بلند مدت نشان می دهد.

همچنین بصورت یک بررسی بیشتر، عملکرد عرضه های اولیه بر اساس شاخص بورس نیز محاسبه می شود تا مقایسه ای با عملکرد محاسبه شده بر اساس معیار مدل فاما و فرنیچ انجام شود.

برای فرضیه اول در محاسبه عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه، از سه روش مختلف (بازده غیرعادی تجمعی^۱، بازده غیرعادی خرید و نگهداری سهام^۲ و بازده شرکت های مشابه از لحاظ اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار) استفاده شد.

¹ Cumulative Abnormal Return

² Buy and Hold Abnormal Return

۴-۱) اهمیت و ضرورت موضوع

عرضه های اولیه در ایران طی سال های اخیر، رشد داشته است، به طوری که در سال های ۸۲ و ۸۳، تعداد عرضه های اولیه به ترتیب ۴۲ و ۴۰ شرکت بود. این میزان عرضه، تقریباً معادل کل عرضه های انجام شده طی سال های ۷۶ تا ۸۲ (در مجموع ۸۹ عرضه اولیه) است.

تصویب قانون جدید بازار اوراق بهادار در آذرماه ۱۳۸۴ توسط مجلس و تصویب دستورالعمل ثبت و عرضه عمومی اوراق بهادار در دی ماه ۱۳۸۵ توسط شورای عالی بورس، بیانگر ایجاد انسجام و نظام مندی در بازار اولیه اوراق بهادار است. با تصویب قانون جدید و با تعمیم شمول قانونی بر انتشار انواع اوراق بهادار، وجود ابزارها، نهادها و رویه های خاصی برای تحقق این مهم، ضروری گردید. از این رو، برخورداری از تجارب دیگر کشورها در زمینه انتشار عمومی اولیه اوراق بهادار در مراحل آغازین این حرکت و اجرایی کردن قانون مذکور می تواند برای فعالان بازار و مجریان و نهادهای نظارتی مفید و مؤثر باشد.

همچنین اجرای سیاستهای اصل ۴۴ و به دنبال آن خصوصی سازی شرکت های دولتی از طریق بازار بورس، حجم عرضه های اولیه را تحت تأثیر قرار داده و می تواند حجم عرضه های اولیه را در طی سال های پیش رو، افزایش دهد.

در راستای اجرای سیاست های خصوصی سازی اصل ۴۴ که با هدف کاهش تصدی گری دولت انجام می گیرد، فراهم کردن شرایط مناسب برای استقبال مردم از سهام از اهمیت زیادی برخوردار است. یکی از این شرایط مناسب، تشویق مردم و سرمایه گذاران حقوقی، به خرید و نگهداری بلندمدت سهام عرضه های اولیه می باشد و برای این مهم، از بین نگرانی ها در مورد میزان عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه، ضروری می باشد.

از سوی دیگر، بررسی عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه، می‌تواند شواهدی را فراهم کند که بتوان از طریق آنها در مورد کارایی بازار بورس نیز به نتایجی رسید. عملکرد و بازدهی‌های بلندمدت گزارش شده در بسیاری از کشورها در خصوص عرضه‌های اولیه، کارایی اطلاعاتی این بازارها را به چالش کشانده است، بدین صورت که با کمتر بودن بازدهی عرضه‌های اولیه نسبت به سایر شرکت، بطور ضمنی این نتیجه حاصل می‌شود که به غیر از عوامل بنیادی، موارد دیگری نیز بر روی قیمت سهام شرکت‌ها در بورس اثر دارد. با بررسی بازدهی بلندمدت عرضه‌های اولیه در ایران و محاسبه عملکردها، می‌توان در مورد کارایی بورس اوراق بهادار تهران به نتایج مهمی رسید.

چندین دلیل برای درک اهمیت بررسی عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه و وجود الگوهای ثابت قیمت در بازارهای مالی وجود دارد:

۱. از منظر سرمایه‌گذاران، وجود الگوهای قیمت ثابت می‌تواند موقعیت سودآوری را برای آنها ایجاد کند، به گونه‌ای که در هنگام عرضه اولیه سهام شرکت عرضه‌شده را خریداری کنند ولی در بلندمدت، از نگهداری آن اجتناب کنند.
۲. از دیدگاه اقتصاد مالی، وجود الگوهای ثابت قیمت می‌تواند کارایی اطلاعاتی بازار را به چالش بکشاند، بطوریکه اثبات عملکرد منفی بلند مدت در بین عرضه‌های اولیه، کارایی بازار را زیر سوال می‌برد.
۳. در برخی سال‌ها، عرضه‌های اولیه زیادی انجام می‌شود و در برخی سالهای دیگر، تعداد عرضه‌ها بسیار کم است. اگر در پی سال‌های پر عرضه، عملکرد بلندمدت

منفی را شاهد باشیم می تواند نشان دهنده این باشد که شرکت ها، زمان مناسبی را برای عرضه شدن در بورس انتخاب کرده اند.

با توجه به موارد گفته شده، نتایج بررسی عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه سهام، می تواند در بهبود تصمیم گیری و ارزیابی برای کلیه فعالان در بازار سرمایه شامل سرمایه گذاران بالقوه و فعلی بازار سرمایه، موسسات سرمایه گذاری، بانکها، بیمه ها، مدیران شرکت ها، مؤسسات مشاوره و تحلیل گری مالی و سایر علاقمندان، دارای اهمیت می باشد.

۵-۱) اهداف تحقیق

امروزه، مهارت در مورد ارزشیابی قیمت سهام و بازده ناشی از آنها در مورد سهام عرضه اولیه، در اخذ تصمیمات مهم بوده و از شروط لازم برای موفقیت در بازارهای مالی دنیا است. در اکثر تحقیقات انجام شده در بازارهای مالی دنیا، بازدهی کوتاه مدت عرضه های اولیه بیشتر از بازده شاخص بازار و عملکرد بلندمدت این عرضه ها منفی مشاهده شده است؛ حتی این موارد در بازار بورس ایران نیز تایید شد. همه این نتایج، می تواند این هشدار را به سرمایه گذاران دهد که سرمایه گذاری بلندمدت در سهام عرضه های اولیه نمی تواند موقعیت سودآوری باشد و تنها در موقعیت خرید کوتاه مدت، وارد معامله شوند.

با بررسی فرضیات و نظریات مطرح شده در رابطه با عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه و انطباق این نظریات با بازار بورس اوراق بهادار تهران، به دنبال این هستیم که بتوانیم با پیش بینی الگوی مناسبی از زمان خرید و فروش سهام عرضه های اولیه، به سهامداران بورس اوراق بهادار تهران کمک کرد.

اهداف این تحقیق به شرح زیر است:

- تعیین بازدهی بلند مدت عرضه های اولیه
- تعیین میزان عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه در مقایسه با سایر شرکت های بورس
- تعیین تاثیر نوع شاخص انتخاب شده بر محاسبه عملکرد عرضه های اولیه

در مجموع، قصد بر آن است که بررسی شود آیا بین بازده بلند مدت عرضه های اولیه و بازده بلند مدت سهام شرکت های مشابه آنها بر اساس معیارهای مدل فاماو فرنیچ در بورس اوراق بهادار تهران، تفاوت معناداری وجود دارد یا اینکه عملکرد بلند مدت سهام اولیه مشابه عملکرد سایر شرکت های بورس است. به عبارت دیگر، ما در این تحقیق به دنبال این هستیم که آیا در عرضه های اولیه بورس اوراق بهادار تهران، زمانیکه شرکت ها بر اساس اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، دسته بندی می شوند یک الگوی مشخصی از عملکرد سهام مشاهده می شود.

با محاسبه عملکرد عرضه های اولیه بر اساس شاخص بورس نیز، مقایسه ای با عملکرد محاسبه شده بر اساس معیار مدل فاماو فرنیچ، بصورت یک کار تکمیلی انجام می شود.

۶-۱) فرضیه های تحقیق

فرضیه‌هایی که در تحقیق مورد آزمون قرار می‌گیرد در بسیاری از کشورها در بازار اولیه آزمون شده است، ولی در ایران بازار اولیه اوراق بهادار به معنای واقعی وجود ندارد و عرضه اولیه سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران که بازاری ثانویه است صورت می‌گیرد. با این توضیح، فرضیه های تحقیق به صورت زیر بیان می‌شود:

۱. بین بازدهی بلند مدت عرضه های اولیه سهام با سایر شرکت های بورس، بر اساس شاخص بازار، تفاوت معنی داری وجود دارد.
۲. بین بازدهی بلند مدت عرضه های اولیه سهام با شرکت های مشابه آن در بورس، بر اساس مدل فاما و فرنچ، تفاوت معنی داری وجود ندارد.

۱-۶-۱) تعریف عملیاتی متغیرها

با توجه به اینکه در این تحقیق، روش مبتنی برسال تقویمی^۱، مبنای کشف قیمت ها قرار گرفته است متغیرهای تحقیق به شرح ذیل می باشد:

- عرضه اولیه سهام: به عرضه سهام شرکت ها به عموم، برای اولین بار و بدون سابقه قبلی قیمت گذاری و معامله در بورس اطلاق می شود.
- بازدهی بلندمدت عرضه های اولیه^۲: بازدهی سهام عرضه شده در بورس اوراق بهادار از ابتدای اولین سال تقویمی پس از عرضه اولیه، تا ۳۶ ماه بعد از آن.

¹ Calendar Study

² Long-Run Raw Returns

➤ بازدهی شاخص بازار: بازدهی ماهانه شاخص قیمت و بازده نقدی، در طول دوره ای که بازدهی بلندمدت عرضه های اولیه محاسبه می شود.

➤ عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه¹: تفاوت بین میانگین بازدهی بلندمدت عرضه های اولیه و بازدهی شاخص انتخاب شده در طی همان دوره. (فرض بر این است که بازده مورد انتظار برای هر عرضه اولیه در هر دوره، باید حداقل برابر بازده شاخص انتخاب شده همان دوره باشد. به عبارت دیگر این متغیر، همان مفهوم میانگین بازده اضافی عرضه های اولیه نسبت به بازده شاخص بورس و بازده اضافی عرضه های اولیه نسبت به بازده پرتفویهای مشابه می باشد)

➤ میانگین بازدهی تعدیل شده عرضه های اولیه ($R_{ipo} - R_f$): میانگین بازدهی ماهانه پورتفویهای سهام عرضه شده منهای نرخ بهره بدون ریسک ماهانه.

➤ بازدهی تعدیل شده بازار ($R_m - R_f$): بازدهی ماهانه شاخص بازار منهای نرخ بهره بدون ریسک ماهانه.

➤ تفاوت بازدهی شرکت های بورسی کوچک و بزرگ² (SMB): تفاوت میانگین ماهانه بازدهی های پرتفوی شرکت های کوچک و بزرگ.

▪ معیار در نظر گرفته شده برای اندازه³ شرکت، ارزش بازار شرکت¹ (تعداد سهام ضرب در قیمت بازار سهام) می باشد.

¹ After market Performance

² Small Minus Big

³ Size

▪ محاسبه SMB، تنها به ماتریس پرتفویهای سهام بورسی مربوط می باشد و سهام

غیر بورسی را در بر نمی گیرد.

➤ تفاوت بازدهی شرکت های بورسی دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری بالا و

پایین^۲ (HML): تفاوت میانگین ماهانه بازدهی پرتفوی شرکت های بنا نسبت ارزش

دفتری به ارزش بازاری بالا و میانگین ماهانه بازدهی پرتفوی شرکت های با نسبت ارزش

دفتری به ارزش بازاری پایین.

▪ نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری^۳ عبارت است از نسبت ارزش دفتری حقوق

صاحبان سهام به ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام.

▪ محاسبه HML، تنها به ماتریس پرتفویهای سهام بورسی مربوط می باشد و سهام

غیر بورسی را در بر نمی گیرد.

¹ Market Capitalization

² High Minus Low Over

³ Book Equity /Market Equity