



پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی

بررسی عوامل موثر بر کسب بازدهی غیر نرمال عرضه‌های

اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر محسن سهرابی

استاد مشاور:

دکتر قاسم بولو

محقق:

محمد خبری زاد

تابستان ۱۳۹۰

چکیده:

امروزه استفاده از عرضه عمومی سهام به عنوان یکی از شیوه‌های خصوصی سازی در اکثر کشورها شناخته شده است. نحوه قیمت گذاری سهام‌های عرضه شده در بورس یکی از موضوعات مهمی است که ذهن فعالان مالی در این حوزه را به خود مشغول کرده است. در ایران نیز با افزایش شرکت‌های عرضه شده در بورس بعد از ابلاغ اصل ۴۴ به قوه مجریه نجوم قیمت گذاری سهام‌های عرضه شده در عرضه‌های اولیه از اهمیت ویژه‌ای برخوردار شده است. با توجه به تحقیقاتی که در سال‌های گذشته در ایران انجام شده است، وجود بازده غیر نرمال در عرضه‌های اولیه به اثبات رسیده است. برای شناخت عوامل موثر بر بازدهی غیر نرمال سهام‌های شرکت‌های عرضه شده در بورس طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸، رابطه ۵ متغیر درصد سهام عرضه شده در اولین روز معاملاتی، سرمایه شرکت عرضه شده، میزان مالکیت سهام دار عمده، ضریب P/E شرکت عرضه شده و زمان عرضه در بورس با بازدهی غیر نرمال مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. بعد از آزمون متغیرهای مذکور مشخص گردیده است که ضریب P/E و سرمایه شرکت با بازدهی غیر نرمال ارتباط دارند ولی سایر متغیرها دارای ارتباط معنی داری با بازدهی غیر نرمال نمی‌باشند.

فهرست مطالب

فصل اول- کلیات تحقیق.....	۱
۱-۱- مقدمه	۱
۲-۱- بیان مسئله.....	۱
۳-۱- ضرورت و اهمیت تحقیق.....	۴
۴-۱- اهداف تحقیق.....	۵
۵-۱- سؤالات تحقیق.....	۶
۶-۱- فرضیات تحقیق.....	۶
۷-۱- جامعه آماری، حجم نمونه و روش گردآوری داده‌ها.....	۶
۸-۱- متغیرها و مدل تحقیق.....	۷
۹-۱- تعریف مفاهیم و واژگان تخصصی طرح.....	۸
فصل دوم: مبانی تحقیق.....	۱۰
۲-۱- مقدمه	۱۰
۲-۲- بازارهای مالی.....	۱۱
۱-۲-۲- بازار پول.....	۱۱
۲-۲-۲- بازار سرمایه.....	۱۲
۳-۲- بورس اوراق بهادار.....	۱۲
۲-۴- بورس اوراق بهادار تهران.....	۱۳
۲-۴-۱- دوره نخست (۱۳۴۶-۱۳۵۷):.....	۱۵
۲-۴-۲- دوره دوم (۱۳۶۷-۱۳۵۸):.....	۱۵
۳-۴-۲- دوره سوم (۱۳۸۳-۱۳۶۸):.....	۱۶
۴-۴-۲- دوره چهارم (از ۱۳۸۴ تاکنون):.....	۱۸
۵-۲- خصوصی سازی.....	۱۹
۶-۲- عرضه عمومی.....	۲۱
۱-۶-۲- عرضه اولیه عمومی.....	۲۱
۲-۶-۲- قیمت عرضه های اولیه عمومی.....	۲۲
۷-۲- شیوه های فروش سهام در عرضه های اولیه.....	۲۲
۲-۷-۱- عرضه عمومی با قیمت ثابت.....	۲۳

۲۳	..... روش ثبت دفتری	۲-۷-۲-
۲۷	..... روش حراج	-۳-۷-۲-
۲۸	..... سهام طلایی	-۴-۷-۲-
۲۹	..... مراحل عرضه اولیه سهام در بازار سرمایه	۸-۲-
۳۰	..... جنبه‌ها، ابزارهای سهام و زمان بندی عرضه	-۱-۸-۲-
۳۰	..... مشارکت مدیریت و کارکنان	-۲-۸-۲-
۳۱	..... سهام باقیمانده	-۳-۸-۲-
۳۱	..... قیمت گذاری و توزیع	-۴-۸-۲-
۳۲	..... عرضه ثانویه	-۵-۸-۲-
۳۳	..... فرایند وارد شدن شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران	۲-۹-
۳۳	..... شرایط عمومی پذیرش در بورس	-۱-۹-۲-
۳۴	..... شرایط اختصاصی پذیرش انواع شرکت‌ها در بورس	-۲-۹-۲-
۳۷	..... دستورالعمل پذیرش سهام دولت در بورس در جریان خصوصی سازی	-۳-۹-۲-
۳۷	..... مدارک و مستندات مورد نیاز جهت بررسی درخواست پذیرش	-۴-۹-۲-
۳۹	..... مفاهیم ارزش	-۱۰-۲-
۳۹	..... ارزش اقتصادی	-۱-۱۰-۲-
۳۹	..... ارزش منصفانه بازار	-۲-۱۰-۲-
۴۰	..... ارزش منصفانه	-۳-۱۰-۲-
۴۰	..... ارزش دفتری	-۴-۱۰-۲-
۴۱	..... ارزش ذاتی	-۵-۱۰-۲-
۴۲	..... ارزش سرمایه گذاری	-۶-۱۰-۲-
۴۳	..... ارزش استفاده یا مبادله	-۷-۱۰-۲-
۴۳	..... ارزش جایگزینی	-۸-۱۰-۲-
۴۴	..... ارزش اسقاط	-۹-۱۰-۲-
۴۴	..... ارزش تداوم فعالیت	-۱۰-۱۰-۲-
۴۵	..... ارزش تسویه	-۱۱-۱۰-۲-
۴۶	..... ارزش بیمه شدنی	-۱۲-۱۰-۲-
۴۶	..... ارزش سرقفی	-۱۳-۱۰-۲-
۴۶	..... روابط بین انواع مختلف ارزش	-۱۴-۱۰-۲-
۴۸	..... ارزش گذاری	-۱۱-۲-
۴۹	..... ارزش گذاری سهام شرکت‌های تازه وارد شده به بازار	-۱۲-۲-
۵۰	..... مروری بر چند مدل‌های قیمت‌گذاری سهام	-۱۳-۲-
۵۰	..... مدل قیمت‌گذاری سهام بر اساس ارزشیابی اقتصادی دارائی‌ها:	-۱-۱۳-۲-

۵۱	مدل قیمت‌گذاری سهام بر اساس ارزشیابی واحد تجاری در بازار ثانویه:.....	۲-۱۳-۲
۵۱	مدل قیمت‌گذاری سهام بر اساس بهای تمام شده جایگزین تنزیل شده دارائی‌ها.....	۲-۱۳-۳
۵۱	فرضیه مطرح شده در مورد عرضه‌های اولیه.....	۲-۱۴
۶۱	مروری بر تحقیقات انجام شده اخیر پیرامون موضوع.....	۲-۱۵
۶۱	تحقیقات داخلی:.....	۲-۱۵-۱
۶۴	تحقیقات خارجی:.....	۲-۱۵-۲
۷۹	خلاصه فصل.....	۲-۱۶
۸۲	فصل سوم: روش تحقیق.....	
۸۲	۱-۳- مقدمه.....	
۸۲	۲-۳- نوع و روش تحقیق.....	
۸۶	۳-۳- پرسش‌های تحقیق.....	
۸۶	۴-۳- فرضیات تحقیق.....	
۸۶	۵-۳- تعریف متغیرهای مورد استفاده.....	
۸۸	۶-۳- جامعه آماری.....	
۸۹	۷-۳- تشریح نحوه تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق.....	
۹۰	۸-۳- خلاصه فصل.....	
۹۲	فصل چهارم یافته‌های تحقیق.....	
۹۲	۱-۴- مقدمه.....	
۹۲	۲-۴- نتایج آزمون‌های آماری.....	
۹۲	۱-۲-۴- آزمون فرضیه اول:.....	
۹۵	۲-۲-۴- آزمون فرضیه دوم.....	
۹۶	۳-۲-۴- آزمون فرضیه سوم.....	
۹۷	۴-۲-۴- آزمون فرضیه چهارم.....	
۹۸	۵-۲-۴- آزمون فرضیه پنجم.....	
۹۹	۳-۴- آزمون توأم فرضیه‌ها.....	
۱۰۰	۴-۴- خلاصه فصل.....	
۱۰۲	نتیجه‌گیری و پیشنهادها.....	
۱۰۲	۱-۵- مقدمه.....	
۱۰۳	۲-۵- خلاصه موضوع و روش تحقیق.....	
۱۰۵	۳-۵- یافته‌های تحقیق.....	
۱۰۷	۴-۵- نتیجه‌گیری و جمع‌بندی.....	
۱۰۸	۵-۵- پیشنهادهای تحقیق.....	
۱۰۸	۶-۵- پیشنهاد برای تحقیقات آتی.....	

۱۰۹ محدودیت‌های تحقیق ۷-۵

۱۱۰ خلاصه فصل ۸-۵

فصل اول

کلیات تحقیق

۱ + مقدمه

امروزه استفاده از عرضه عمومی سهام به عنوان یکی از شیوه‌های خصوصی سازی در اکثر کشورها شناخته شده است. هر ساله در کشورهای مختلف جهان، شرکت‌های متعددی خواه در مسیر چرخه حیات اقتصادی و خواه از طریق برنامه خصوصی سازی شرکت‌های دولتی، با عرضه عمومی اولیه سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار معامله می‌شود. سالیان مدیدی است که عملکرد سهام عرضه‌های عمومی اولیه توجه پژوهشگران و اندیشمندان مالی را به خود جلب کرده است. در این رساله نیز سعی بر آن شده است تا عوامل موثر بر بازدهی غیر نرمال عرضه‌های اولیه انجام پذیرفته طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ شناسایی و مورد بررسی قرار بگیرد.

۱ ۴ بیان مسئله

وقتی که یک بنگاه اقتصادی رشد می‌یابد، نیاز به جریان نقد برای آن بنگاه نیز افزایش می‌یابد. مدیران مالی می‌توانند این جریان نقد مورد نیاز را از منابع داخل شرکت (سود انباشته)، انتشار اوراق قرضه (مشارکت) و یا انتشار سهام بدست آورند. بر اساس تئوری مدل سلسله مراتبی^۱ (مایرز، ۱۹۸۴) شرکت‌ها ترجیح می‌دهند منابع مالی را از منابع داخلی شرکت تأمین کنند. بر طبق این تئوری، شرکت‌ها معمولاً ترجیح می‌دهند به تأمین مالی از طریق: ۱- جریان نقدی داخلی ۲- انتشار اوراق قرضه (مشارکت) ۳- انتشار سهام بپردازند. اما

معمولاً دامنه‌ی تأمین مالی از طریق دو روش اول کوتاه است و شرکت‌ها مجبور به انتشار ورقه‌ی سهام می‌شوند.

۲ نوع عرضه سهام وجود دارد:

۱. عرضه اولیه عمومی^۱

۲. عرضه فصلی اوراق^۲

وقتی یک شرکت برای اولین بار اقدام به انتشار برگه‌ی سهام به عموم مردم می‌کند، به آن عرضه اولیه عمومی (IPO) می‌گویند. در حالی که شرکتی که قبلاً در بورس پذیرفته شده‌اند و اقدام به عرضه سهام می‌کند، عرضه فصلی (SEO) نامیده می‌شود. اصولاً برای سرمایه‌گذاران ارزش‌گذاری قیمت سهام‌هایی که در عرضه‌های اولیه منتشر می‌شود، به دلیل کمبود اطلاعات بسیار مشکل است. در مقابل، ارزش‌گذاری سهام‌های عرضه‌های فصلی بسیار آسان‌تر است.

در مورد عرضه‌های اولیه عمومی، تحقیقات زیادی در سراسر دنیا انجام شده که در آن نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی بهترین دلیل برای قیمت‌گذاری نادرست^۳ عرضه‌های اولیه عمومی بوده است. (بارون، ۱۹۸۲)، (بیتو ریتر، ۱۹۸۶)، (رامنو یانگ، ۱۹۹۹) به عبارتی این مطالعات نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی است که باعث قیمت‌گذاری‌های متفاوت بین سرمایه‌گذاران، شرکت‌های تأمین سرمایه^۴ و شرکت‌های ناشر^۵ سهام می‌شود. در این رساله، قیمت‌گذاری نادرست به مصداق‌های قیمت‌گذاری بیش از ارزش ذاتی^۶ و قیمت‌گذاری کمتر از ارزش ذاتی^۷ می‌باشد. به هر حال برای سرمایه‌گذاران، شرکت‌های

^۱Initial Public Offering

^۲ Seasonal Equity Offering

^۳ Miss Pricing

^۴Investment Banks

^۵Issuing companies

^۶Over Price

^۷Under Price

تأمین سرمایه و شرکت‌های ناشر سهام، ارزش‌گذاری درست سهام در عرضه‌های اولیه حیاتی می‌باشد. به دلیل اینکه شرکت‌های ناشر تمایل دارند که جریان نقد دریافتی آن‌ها تا آخرین حد ممکن بالا باشد، در مقابل سرمایه‌گذاران می‌خواهند هر چه قدر که ممکن است کمتر پول پرداخت کنند. همه این مسائل به تجربه شرکت‌های تأمین سرمایه بستگی دارد. از یک سو خود شرکت‌های عرضه‌کننده به اطلاعات مالی دسته اول از شرکت خود برای قیمت‌گذاری دسترسی دارند و از سوی دیگر، شرکت‌های تأمین سرمایه اطلاعات کافی را از تقاضای سرمایه‌گذاران و شرایط بازار سرمایه را دارند و طبق همین اطلاعات آن‌ها قادر خواهند بود که قیمت عرضه اولیه را تصحیح کنند. وقتی که قیمت عرضه خیلی بالا باشد، ممکن است منجر به کاهش علاقه سرمایه‌گذاران شود و وقتی خیلی پایین باشد، باعث ضرر ناشر خواهد شد. با ابلاغ اصل ۴۴ قانون اساسی در سال ۱۳۸۵ توسط مقام معظم رهبری قوه مجریه موظف به اجرای این اصل شد. شرکت‌هایی که طبق این اصل مشمول خصوصی‌سازی و عرضه در بورس اوراق بهادار تهران شده بودند، توسط سازمان خصوصی‌سازی در بورس عرضه شده‌اند. یکی از مباحث مهم در عرضه این شرکت‌ها در بورس نحوه قیمت‌گذاری و تعیین عوامل موثر بر قیمت‌گذاری سهام این شرکت‌ها می‌باشد. اهمیت این موضوع به این دلیل است که در صورتی که این شرکت‌ها کمتر از ارزش ذاتی خود در بورس قیمت‌گذاری شوند، باعث از دست رفتن ثروت ملی کشور می‌شود. اما در صورتی که بیش از ارزش ذاتی خود قیمت‌گذاری شوند باعث مواجه شدن با عدم استقبال فعالان بازار سرمایه از سهام‌های عرضه شده و بی‌اعتمادی به بازار سرمایه خواهد شد.

در دنیا تحقیقات زیادی روی عوامل موثر بر بازدهی غیر نرمال عرضه‌های اولیه انجام شده است ولی وجود دامنه نوسان محدود قیمتی در بورس تهران باعث شده تا رفتار معامله‌گران در بازار سرمایه کاملاً متفاوت با رفتار معامله‌گران در یک بازار بدون محدودیت یا با دامنه نوسان بالاتر باشد. به صورتی که در یک بازار بدون محدودیت نوسان یا با دامنه نوسان بالا، واکنش قیمتی سرمایه‌گذاران بر روی یک عرضه اولیه بسیار سریع می‌باشد ولی در مقابل در یک بازار با محدوده نوسان بسیار اندک قیمتی، مدت بیشتری طول می‌کشد تا تصحیح روی قیمت سهام اتفاق افتد.

۱ ۳ ضرورت و اهمیت تحقیق

وجود محدوده‌ی نوسان قیمتی منجر شده است که بیشتر محققان تمرکز تحقیقات خود را بر روی بازده کوتاه مدت عرضه‌های اولیه و رابطه بین متغیرهای مختلف قرار داده‌اند. در تحقیقات آکادمیک از مدل‌ها و تئوری‌های زیادی که مربوط به بازارهای بدون محدوده‌ی نوسان بوده است در کشورهای مختلف استفاده کرده‌اند. اما کاربرد این مدل‌ها و تئوری‌ها بدون در نظر گرفتن تفاوت‌های بازارهای مالی و مقررات آن‌ها منجر به یک نتیجه‌ی غیر مطمئن به دلیل زیر می‌باشد:

بر طبق نظریه بازار کارا وجود دامنه نوسان قیمتی باعث به وجود آمدن عدم کارایی می‌شود که با توجه به همین موضوع به خاطر وجود محدودیت نوسان قیمتی بازار سهام در ایران کارا نمی‌باشد (فاما و فرنچ، ۱۹۹۲).

در یک بازار بدون محدودیت نوسان قیمتی، تمامی اطلاعات موجود در مورد شرکت عرضه شده در طول همان روز بر روی قیمت سهام آن شرکت در عرضه اولیه منعکس می‌کند. اما در یک بازار با محدودیت نوسان قیمتی، ممکن است روزها طول بکشد تا قیمت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه به قیمت اصلی برسد. بنابراین برای این چنین بازاری عواملی که بر قیمت سهام در عرضه‌های اولیه تأثیر گذار می‌باشند در مقایسه با بازارهای بدون محدودیت نوسان قیمت احتمالاً متفاوت هستند. با توجه به موارد مذکور در این رساله تلاش داریم تا به بررسی عوامل موثر بر کسب بازدهی غیر نرمال در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد. اگر این متغیرها به صورت قوی با بازدهی سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه همبستگی داشته باشند، می‌تواند نشانه‌ای باشد که شرکت‌های عرضه شده چگونه قیمت گذاری شده‌اند (ایمانی، ۱۳۸۳). همچنین اگر این تحقیق موفقیت آمیز باشد درک بهتری از فرایند کشف قیمت در یک بازار با محدوده‌ی نوسان قیمتی بدست می‌آید. به طوری که سازمان خصوصی سازی بهتر می‌تواند استراتژی قیمت گذاری خود را اتخاذ نماید. همچنین از یکسو سرمایه‌گذاران قادر خواهند بود قیمت سهام‌های عرضه شده را

ارزش‌گذاری کرده و استراتژی سرمایه‌گذاری بهتری را اتخاذ نمایند، و از سوی دیگر محققان آکادمیک قادر خواهند بود از یافته‌های فرایند کشف قیمت برای کاربرد آن‌ها در موضوعات دیگری در بازارهای با محدوده‌ی نوسان استفاده کنند.

۱ ۴ اهداف تحقیق

هدف از این تحقیق عبارت است از بررسی عوامل موثر بر کسب بازدهی غیر نرمال در عرضه‌های اولیه. در بازاری مانند بازار سرمایه ایران به دلیل وجود محدودیت‌های معاملاتی از جمله دامنه نوسان قیمتی، حجم مینا و ... سرمایه‌گذاران زمان بیشتری را برای اتخاذ یک استراتژی سرمایه‌گذاری در جذب تمام اطلاعات در دسترس در اختیار دارند. در حال حاضر بیشتر تحقیقاتی که در بازار ایران انجام شده، در رابطه با اثبات وجود بازده غیر نرمال سهام‌ها در عرضه اولیه عمومی تمرکز دارند. در حالی که اهمیت بررسی متغیرهای اثرگذار در این موضوع به دلیل گسترش عرضه‌های اولیه عمومی در سال‌های اخیر به صورت فزاینده‌ای افزایش یافته است. به طور مثال متغیرهایی مانند زمان انتشار که در مطالعات گذشته بدون اهمیت بوده است در حال حاضر دارای اهمیت زیادی است. به خاطر اینکه بعضی سهام‌های عرضه شده در سال‌های گذشته دارای متقاضیان کمتری نسبت به سهام‌های عرضه شده در سال‌های اخیر می‌باشند. همچنین تحقیقات گذشته در سال‌هایی انجام شده که تعداد و اهمیت شرکت‌های عرضه شده در آن زیاد نبوده است، که این باعث شده است که نتایج آن‌ها زیاد محکم نباشد.

بر همین اساس ما دامنه‌ی تحقیق خود را از سال ۱۳۸۴ تا انتهای سال ۱۳۸۸ در نظر گرفتیم که در این دوره اصل ۴۴ قانون اساسی توسط مقام رهبری به قوه‌ی مجریه ابلاغ شده است.

۱ ۵ سوالات تحقیق

سوالات اصلی تحقیق حاضر، در مورد شناسایی عوامل موثر بر بازدهی غیر نرمال عرضه‌های اولیه عمومی هستند که به شرح ذیل می‌باشند:

۱. آیا درصد سهام عرضه شده در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه دارد؟
۲. آیا درصد مالکیت سهامداران عمده در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه دارد؟
۳. آیا میزان سرمایه شرکت‌ها در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه دارد؟
۴. آیا ضریب P/E سهام شرکت‌ها در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه دارد؟
۵. آیا زمان عرضه سهام شرکت‌ها در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه دارد؟

۱ ۶ فرضیات تحقیق

فرضیات زیر در جهت سوالات تحقیق و مسئله بیان شده طراحی شده‌اند :

۱. درصد سهام عرضه شده در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه معنی داری دارد.
۲. درصد مالکیت سهامداران عمده در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه معنی داری دارد.
۳. میزان سرمایه شرکت‌ها در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه معنی داری دارد.
۴. ضریب P/E سهام شرکت‌ها در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه معنی داری دارد.
۵. زمان عرضه سهام شرکت‌ها در عرضه های اولیه با بازدهی غیر نرمال آنها رابطه معنی داری دارد.

۱ ۷ جامعه آماری، حجم نمونه و روش گردآوری داده‌ها

جامعه آماری این تحقیق شرکت‌هایی می‌باشند که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده‌اند. قلمرو مکانی تحقیق بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی تحقیق از سال ۱۳۸۴ تا سال ۱۳۸۸ به مدت ۵ سال است. با توجه به اینکه در دوره مذکور تعداد شرکت‌هایی که سهام آنها برای اولین بار

در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده‌اند ۳۵ شرکت بوده است، در این پژوهش، آزمون در مورد کل اعضاء جامعه آماری انجام شود. برای گردآوری داده‌های مورد نیاز در این رساله از نرم افزار ره‌آورد نوین، سایت سازمان بورس و اوراق بهادار و همچنین از سایت شرکت مدیریت فن آوری بورس تهران استفاده شده است.

۱.۸ متغیرها و مدل تحقیق

در این رساله رابطه ۵ متغیر مستقل درصد سهام عرضه شده، درصد مالکیت سهام دار عمده، میزان سرمایه شرکت‌ها، ضریب P/E سهام و زمان عرضه را با متغیر وابسته بازده غیر نرمال مورد مطالعه و بررسی قرار می‌دهیم. برای بررسی فرضیه اول از روش رگرسیون استفاده خواهیم کرد؛ و برای بررسی سایر فرضیه‌ها از روش تحلیل واریانس استفاده می‌کنیم. در نهایت برای بررسی توأم تمامی متغیرها از روش آنالیز کوواریانس چند متغیره استفاده می‌کنیم. مدل مورد استفاده در این رساله برای بررسی توأم فرضیه‌ها به روش کوواریانس چند متغیره به شرح ذیل می‌باشد:

$$AIR_{ijkl} = \mu + \mu_1\beta_i + \mu_2\alpha_j + \mu_3\pi_k + \mu_4\rho_l + \mu_5\sigma_m + \varepsilon_{ijklm}$$

در این مدل:

AIR_{ijkl} : بازدهی غیر نرمال؛

β : درصد سهام عرضه شده شرکت‌ها؛

α_i : اثر متغیر مستقل درصد مالکیت سهامدار عمده شرکت‌ها؛

π_j : اثر متغیر مستقل میزان سرمایه شرکت‌ها؛

ρ_k : اثر متغیر مستقل ضریب P/E شرکت‌ها.

σ_l : اثر متغیر مستقل زمان عرضه شرکت‌ها می‌باشد.

۱ ۹ تعریف مفاهیم و واژگان تخصصی طرح

۱. عرضه عمومی اولیه: عرضه اوراق بهادار به عموم برای اولین بار در بازار بورس و اوراق بهادار را عرضه عمومی اولیه می‌نامند.
۲. بازدهی غیر نرمال: منظور از بازدهی غیر نرمال در این رساله اختلاف معنی دار بین بازده سهام شرکت عرضه شده در عرضه‌های اولیه با بازده شاخص کل در دوره متقارن ۳ ماهه می‌باشد.

فصل دوم :

مبانی نظری تحقیق

۲ + مقدمه

بازارهای سرمایه در اقتصاد کشورها از اهمیت زیاد و قابل توجهی در رونق فعالیت‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه سرمایه برخوردار می‌باشند. بازار سرمایه بازاری است که در آن سهام و کلیه اوراق بهادار شرکت‌های مختلف برای فروش عرضه می‌شود. در این بازار برای اوراق بهادار کلیه شرکت‌ها قیمت تعیین می‌شود که بر اساس آن معاملات بر روی اوراق بهادار انجام شده و شرکت‌های متقاضی می‌توانند وجوه مورد نیاز خود را به سادگی و با هزینه نسبتاً کم تأمین کنند. همچنین وجود این بازارها باعث شده است که افراد بتوانند وجوه پس انداز خود را در سهام و اوراق بهادار عرضه شده در بورس سرمایه‌گذاری کرده و از این طریق در عواید حاصل از فعالیت شرکت‌ها سهیم شوند. بنابراین با بیان این مطلب به خوبی مشخص می‌شود نقش این بازارها در اقتصاد هر کشور به چه دلیل زیاد بوده و اهمیت آن‌ها به چه صورت است. هدف اصلی شرکت‌ها برای ورود به بورس این است که بتوانند سرمایه مورد نیاز برای ادامه فعالیت و گسترش عملیات خود را تأمین کنند. به همین دلیل برای شرکت‌ها مهم است که قیمت تعیین شده برای سهام آن‌ها نشان دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های توسعه و رشد آن‌ها در آینده باشد. در زمینه عرضه‌های اولیه سهام مطالعات متعددی صورت گرفته است که یکی از محورهای اصلی این تحقیقات بررسی روند تغییرات بازده سهام جدید در مقایسه با بازده شاخص بورس در طی زمان‌های مختلف است. مطالعات صورت گرفته در اکثر کشورها نشان دهنده وجود بازدهی غیر نرمال در عرضه‌های اولیه است. در این فصل از رساله پیش رو سعی بر بیان تعاریف و توضیحات کاملی از بازارهای مالی و پولی، تعریف عرضه عمومی سهام، شیوه‌های فروش سهام در عرضه‌های اولیه، فرایند وارد شدن شرکت‌ها به بورس اوراق بهادار تهران شده

است. در پایان فصل نیز به تشریح تحقیقات انجام شده بر روی موضوع عرضه‌های اولیه در داخل و خارج از ایران می‌پردازیم.

۴۲ بازارهای مالی

بازارهای مالی از نظر زمان سررسید ابزار مورد معامله به دو دسته تقسیم می‌شوند:

۱. بازارهای پول

۲. بازارهای سرمایه

در ادامه به بیان تعریف کامل این دو دسته از بازار می‌پردازیم:

۴۲-۱ - بازار پول

بنا به تعریف، بازار پول بازاری برای دادوستد پول و دیگر دارایی‌های مالی جانشین نزدیک پول است که سررسید کمتر از یک سال دارند. همچنین می‌توان از بازار پول به عنوان بازار ابزارهای مالی کوتاه مدت با ویژگی اندک بودن ریسک عدم پرداخت، نقدشوندگی و ارزش اسمی زیاد نام برد. تمرکز فعالیت این بازار در استفاده از ابزارهایی است که به اشخاص و بنگاه‌های تجاری این امکان را می‌دهند که به سرعت نقدینگی خود را به میزان مطلوب در آورند. بازار پولی که عمدتاً توسط نظام بانکی یک کشور اداره می‌شود که مهم‌ترین کارکرد آن تأمین اعتبارات کوتاه مدت است. در بازارهای پولی تأمین مالی از طریق استقراض به صورت دریافت وام از اشخاص و مؤسسات پولی، انتشار اوراق قرضه و یا استفاده از اعتبار تجاری انجام می‌گیرد. (رضا راعی و احمد تلنگی، ۱۳۸۷، ۴۲)

۲ ۴ ۴ - بازار سرمایه

بر پایه طبقه‌بندی بازار مالی با نگرش به سررسید دارایی‌ها، بازار سرمایه به بازار دادوستد ابزارهای مالی با سررسید بیشتر از یک سال و دارایی‌های بدون سررسید اطلاق می‌شود. این بخش از بازار مالی نقش مهم‌تری در گردآوری منابع پس‌اندازی و تأمین نیازهای سرمایه‌گذاری واحدهای تولیدی دارد. بازار سرمایه نسبت به بازار پول بسیار گسترده‌تر است و از تنوع ابزاری بیشتری برخوردار است. کارکرد اصلی بازار سرمایه تأمین مالی بلند مدت مورد نیاز در فعالیتهایی تولیدی و خدماتی مولد می‌باشد. امروزه بخش عمده‌ای از منابع مالی یک شرکت یا بنگاه‌های تولیدی از طریق بازار سرمایه تأمین می‌شود. در واقع بازار سرمایه یک نوع بازار تأمین سرمایه شرکت‌هاست. شیوه صحیح تأمین سرمایه‌های لازم در یک اقتصاد منوط به جمع‌آوری و جذب سرمایه‌ها و منابع مالی بلا استفاده است که بازار سرمایه به عنوان متولی چنین امری با جمع‌آوری نقدینگی جامعه و فروش سهام شرکت‌ها ضمن به حرکت درآوردن چرخه‌های اقتصادی یک کشور از طریق تأمین سرمایه مورد نیاز پروژه‌ها و طرح‌های اجرایی شرکت‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری، همچنین کاهش دخالت دولت در بخش اقتصاد جامعه از طریق کاهش هزینه‌های دولت و نیز افزایش درآمدهای مالیاتی منافع اقتصادی چشمگیری را به دست می‌آورد. علاوه بر آن اثرات تورمی ناشی از نقدینگی در جامعه را نیز از بین می‌برد. (همان منبع).

۲ ۳ بورس اوراق بهادار

بورس یک نهاد سازمان یافته‌ای است که از جمله نهادهای عمده و اساسی در بازار سرمایه محسوب می‌شود و در کنار سایر مؤسسات و سازمان‌ها، وظایف چندگانه‌ای را بر عهده دارد. به طور کلی هر محیطی اعم از محیط سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و غیره به نوعی بر وضعیت بورس و بازار سرمایه یک کشور تأثیر می‌گذارد. به عنوان نمونه وضعیت تولید یک کشور، صادرات و واردات، کاهش هزینه‌های تولیدی و بهبود روش‌های تولیدی و صنعتی در کشور و به طور کلی همه عوامل محیطی را می‌توان در

روند رشد شاخص‌های اقتصادی کشور و در بطن بورس جستجو نمود. زیرا یکی از ویژگی‌های حرکت به سوی توسعه اقتصادی این است که مجموعه اقتصاد بتواند منابع پس انداز را به سوی سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز اقتصاد ملی و در صورت مازاد به سرمایه‌گذاری‌های خارجی هدایت کند. این وظیفه‌ای است که توسط بازار سرمایه انجام می‌شود. در کشور ایران نیز تأمین نیازهای مالی از طریق بانک‌ها مستلزم تحمل ریسک‌های سنگین مالی از قبیل بهره بانکی که واقعاً کمرشکن هستند، بوده که علاوه بر افزایش نقدینگی و تورم در کشور، شرکت را ملزم به پرداخت بهره‌های هنگفت بانک‌ها نموده که این خود می‌تواند بر وضعیت مالی شرکت‌ها تأثیر منفی بگذارد. به طور کلی هر اندازه بازار سرمایه از وسعت بیشتر، تحرک بالاتر و ابزارهای متنوع‌تر در تأمین مالی طرح‌های اقتصادی برخوردار باشد می‌تواند به روند مطلوب فعالیت‌هایی اقتصادی در آینده امیدوارتر بود.^۱

۲ ۴ بورس اوراق بهادار تهران

بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یکی از قدیمی‌ترین بورس‌ها در منطقه خاور میانه به شمار می‌رود. در قانون تاسیس بورس به منظور اداره صحیح بورس به چهار رکن اساسی اشاره شده است که عبارتند از:

۱. شورای بورس اوراق بهادار.
۲. هیئت پذیرش اوراق بهادار.
۳. سازمان کارگزاری بورس.
۴. هیئت داوری بورس.