

سید المرسلین

# دانشگاه یزد

دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری

پایان نامه

برای دریافت درجه کارشناسی ارشد

مدیریت بازرگانی (گرایش مدیریت مالی)

**تجزیه و تحلیل بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده  
در بورس اوراق بهادار تهران و عرضه‌های ثانویه بر مبنای فرضیه  
علامت‌دهی**

استاد راهنما : دکتر داریوش دموری

استادان مشاور: دکتر حجت‌الله صادقی

دکتر سید محمود زنجیرچی

پژوهش و نگارش : لیلا شیخ‌پور بغدادآبادی

## تقدیم به

ساحت مقدس امام عصر(عج)  
راهنمای زندگیم، پدر بزرگووارم  
اسوهی تلاش و استقامت زندگیم، مادر  
مهربانم  
زیباترین گل‌های زندگیم، خواهران و  
برادران عزیزم  
و تقدیم به تمامی دوستداران علم و  
دانش

## تقدیر و تشکر

حمد و سپاس بی‌پایان خداوند سبحان را که یاد و نام او همواره مونس جان است. حال که با لطف و عنایت پروردگار منان، این دوره از تحصیل را پشت سر گذاشته‌ام، جای آن دارد که از زحمات کلیه کسانی که به نحوی در نگارش این پایان‌نامه، مددکار من بوده‌اند، تشکر و قدردانی نمایم.

بدین وسیله از زحمات جناب آقای دکتر داریوش دموری، استاد راهنمای این پایان‌نامه، که هدایت اینجانب را در طول انجام تحقیق حاضر برعهده گرفته و با راهنمایی‌های ارزشمند و کمک‌های بی‌دریغشان، راه را بر من هموار کردند، کمال تشکر و قدردانی را دارم. از جناب آقای دکتر حجت‌الله صادقی و جناب آقای دکتر سید محمود زنجیرچی، استادان مشاور این پایان‌نامه و دیگر اساتید محترم دانشکده مدیریت که در

# کلیه مراحل انجام این پژوهش صمیمانه یاریگر اینجانب بوده‌اند، تقدیر و تشکر می- نمایم.

## چکیده

عرضه سهام اولیه و قیمت‌گذاری آن از اهمیت بسزایی در بازار سرمایه و اقتصاد کشور برخوردار است. این مسئله در کشورهای در حال توسعه به دلیل خصوصی‌سازی عمده شرکت‌های عرضه اولیه از اهمیت بیشتری برخوردار است. تحقیقات نشان می‌دهد که در بیشتر کشورها عرضه سهام اولیه کم‌تر از قیمت ذاتی ارزش‌گذاری می‌شود. یعنی سهام عرضه اولیه در کوتاه‌مدت بازدهی غیرعادی مثبتی دارد. یکی از فرضیات مطرح شده در پیشینه تحقیقات مالی برای توضیح این مسئله، که به عنوان "معمای عرضه اولیه" از آن یاد می‌شود، فرضیه علامت‌دهی است. این فرضیه عرضه زیر قیمت سهام را علامتی می‌داند که شرکت ناشر به بازار سهام می‌فرستد تا با این عمل نشان دهند که شرکت از کیفیت بالایی برخوردار است.

پژوهش حاضر به منظور تجزیه و تحلیل رابطه بین عرضه زیر قیمت سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و عرضه‌های ثانویه و عوامل موثر بر عرضه زیر قیمت سهام انجام شده است. دوره زمانی تحقیق از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ شامل کلیه شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. تجزیه و تحلیل نتایج از طریق رگرسیون خطی چندگانه،

رگرسیون لجیت و رگرسیون توبیت در محیط (2007) EXCEL ، (16.0) SPSS و (7) Eviews صورت گرفته است.

نتایج به دست آمده حاکی از آن است که فرضیه علامت‌دهی در بورس اوراق بهادار تهران از حمایت تجربی برخوردار نیست و فرضیه بازخور بازار به طور قوی رد می‌شود. همچنین در آزمون تئوری گزینش نامطلوب این نتیجه حاصل شد که تنها عامل موثر بر عرضه زیر قیمت سهام، انحراف معیار بازده هفتگی دوره کوتاه‌مدت می‌باشد.

**واژگان کلیدی:** عرضه اولیه سهام، عرضه زیر قیمت سهام، علامت‌دهی، بازخور بازار.

## فهرست مطالب

عنوان.....	صفحه.....
<b>فصل اول: کلیات تحقیق.....</b>	<b>۱.....</b>
۱-۱- مقدمه.....	۳.....
۲-۱- بیان مسئله.....	۴.....
۳-۱- اهمیت پژوهش.....	۶.....
۴-۱- اهداف پژوهش.....	۷.....
۵-۱- فرضیات پژوهشی.....	۷.....
۶-۱- قلمرو تحقیق.....	۸.....
۷-۱- نوع تحقیق.....	۸.....
۸-۱- روش تحقیق.....	۹.....
۹-۱- ابزارها و روش‌های جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات.....	۹.....
۱۰-۱- استفاده‌کنندگان تحقیق.....	۹.....
۱۱-۱- تعریف واژه‌ها و اصطلاحات.....	۱۰.....
۱۲-۱- محدودیت‌های تحقیق.....	۱۰.....
۱۳-۱- جمع‌بندی.....	۱۱.....
<b>فصل دوم: ادبیات موضوعی تحقیق.....</b>	<b>۱۲.....</b>
۱-۲- بخش اول: مبانی نظری تحقیق.....	۱۴.....
۱-۱-۲- مقدمه.....	۱۴.....
۲-۱-۲- عرضه اولیه عمومی اوراق بهادار.....	۱۵.....
۳-۱-۲- دلایل عرضه اولیه سهام و ویژگی‌های آن.....	۱۸.....
۴-۱-۲- عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران.....	۲۱.....
۵-۱-۲- کشف قیمت عرضه عمومی اولیه.....	۲۳.....

- ۲-۱-۶- فرضیات مطرح شده برای تبیین دلایل عرضه زیر قیمت سهام جدید..... ۲۵
- ۲-۱-۶-۱- فرضیه پیروی سرمایه گذاران از نظرات دیگران..... ۲۵
- ۲-۱-۶-۲- فرضیه خرید کردن ترکیب سهامداران یا رقیق کردن سهامداران..... ۲۶
- ۲-۱-۶-۳- فرضیه ریسک گریزی متعهد پذیره نویس اوراق بهادار..... ۲۷
- ۲-۱-۶-۴- فرضیه بیمه ضمنی در مقابل مسئولیت های قانونی ..... ۲۸
- ۲-۱-۶-۵- فرضیه قدرت انحصاری..... ۲۹
- ۲-۱-۶-۶- فرضیه شهرت (اعتبار) موسسات تامین سرمایه..... ۳۰
- ۲-۱-۶-۷- فرضیه حباب سفته بازی..... ۳۱
- ۲-۱-۶-۸- فرضیه بازار های سهام جدید داغ..... ۳۱
- ۲-۱-۶-۹- فرضیه "گرایشات و علائق زودگذر" و "واکنش بیش اندازه سرمایه گذاران"..... ۳۳
- ۲-۱-۶-۱۰- فرضیه انتشار سهام جدید طی دوره های حجم بالای انتشار..... ۳۶
- ۲-۱-۶-۱۱- فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی..... ۳۶
- ۲-۱-۶-۱۱-۱- فرضیه اطلاعات نامتقارن بارون..... ۳۷
- ۲-۱-۶-۱۱-۲- عدم تقارن اطلاعاتی بیان ناشر و سرمایه گذاران..... ۳۸
- ۲-۱-۶-۱۱-۳- عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه..... ۴۰
- ۲-۱-۶-۱۱-۴- فرضیه علامت دهی..... ۴۱
- ۲-۲- بخش دوم: پیشینه تحقیق..... ۴۵
- ۲-۲-۱- تحقیقات انجام شده در بازار سرمایه کشورهای خارجی..... ۴۵
- ۲-۲-۲- تحقیقات انجام شده در داخل کشور..... ۴۹
- ۲-۲-۳- نتیجه گیری از بررسی ادبیات و پیشینه تحقیق..... ۵۴
- فصل سوم: روش تحقیق..... ۵۵
- ۳-۱- مقدمه..... ۵۷
- ۳-۲- چارچوب انجام پژوهش..... ۵۷
- ۳-۳- روش تحقیق..... ۵۹



۶۰	۴-۳- جامعه آماری و نمونه آماری
۶۱	۵-۳- فرضیات پژوهش
۶۲	۶-۳- نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق
۶۲	۳-۶-۱- متغیرهای مستقل
۶۴	۳-۶-۲- متغیر وابسته
۶۵	۳-۷-۱- تبیین مدل
۶۶	۳-۷-۱- مدل های مورد استفاده جهت آزمون تئوری علامت دهی و تئوری بازخور بازار
۶۹	۳-۷-۲- مدل مورد استفاده جهت آزمون تئوری گزینش نامطلوب
۷۰	۳-۸- ابزار و روش های جمع آوری داده ها
۷۰	۳-۹- روش آزمون فرضیه ها
۷۱	۳-۹-۱- رگرسیون لجیت
۷۱	۳-۹-۲- رگرسیون توبیت
۷۲	۳-۹-۳- رگرسیون خطی
۷۲	۳-۹-۳-۱- آزمون دوربین-واتسون
۷۳	۳-۹-۳-۲- بررسی نرمال بودن خطاها
۷۳	۳-۹-۳-۳- آزمون هم خطی
۷۴	۳-۱۰- جمع بندی
۷۵	<b>فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها و اطلاعات</b>
۷۷	۴-۱- مقدمه
۷۷	۴-۲- آمار توصیفی
۷۸	۴-۲-۱- متغیرهای مورد استفاده
۷۹	۴-۲-۲- فراوانی شرکت های مورد بررسی برحسب سال آغاز معامله
۸۰	۴-۳- آزمون فرضیات
۸۰	۴-۳-۱- آزمون فرضیه اول تحقیق

۸۲	.....آزمون فرضیه دوم تحقیق.....
۸۴	.....آزمون فرضیه سوم تحقیق.....
۸۶	.....آزمون فرضیه چهارم تحقیق.....
۸۷	.....آزمون هم خطی.....
۸۸	.....بررسی نرمال بودن توزیع خطاها.....
۹۱	.....جمع بندی.....
۹۲	.....فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات.....
۹۴	.....۱-۵- مقدمه.....
۹۵	.....۲-۵- نتایج حاصل از بررسی فرضیه های پژوهشی.....
۹۵	.....۱-۲-۵- نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه اول پژوهش.....
۹۶	.....۲-۲-۵- نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه دوم پژوهش.....
۹۷	.....۳-۲-۵- نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه سوم پژوهش.....
۹۹	.....۴-۲-۵- نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه چهارم پژوهش.....
۱۰۰	.....۳-۵- پیشنهادات کاربردی.....
۱۰۰	.....۴-۵- پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی.....
۱۰۱	.....۵-۵- جمع بندی نهایی.....
۱۰۲	.....پیوست ها.....
۱۱۸	.....منابع و مأخذ فارسی.....
۱۲۱	.....منابع و مأخذ لاتین.....

## فهرست جداول

عنوان.....	صفحه.....
جدول (۱-۲): نظریات مطرح شده در رابطه با عرضه زیر قیمت سهام جدید.....	۴۴.....
جدول (۲-۲): خلاصه نتایج تحقیقات خارجی در ارتباط با موضوع تحقیق.....	۵۲.....
جدول (۳-۲): خلاصه نتایج تحقیقات داخلی در ارتباط با موضوع تحقیق.....	۵۳.....
جدول (۱-۴): تعریف متغیرهای به کار رفته در تحقیق.....	۷۸.....
جدول (۲-۴): توزیع نمونه‌های تحقیق بر حسب سال آغاز معامله.....	۷۹.....
جدول (۳-۴): نتیجه ضرایب برآورد شده مدل لوجیت (فرضیه اول).....	۸۰.....
جدول (۴-۴): ضرایب برآورد شده مدل لوجیت با حذف متغیر $AFTRETN_{2i}$ .....	۸۱.....
جدول (۵-۴): ضرایب برآورد شده مدل توبیت (فرضیه دوم).....	۸۳.....
جدول (۶-۴): ضرایب برآورد شده مدل توبیت با حذف متغیر $IPORETN$ .....	۸۴.....
جدول (۷-۴): ضرایب برآورد شده مدل توبیت (فرضیه سوم).....	۸۵.....
جدول (۸-۴): ضرایب برآورد شده مدل توبیت با حذف متغیر $AFTRETN_{2i}$ .....	۸۶.....
جدول (۹-۴): بررسی استقلال متغیرهای مستقل مدل.....	۸۷.....
جدول (۱۰-۴): خلاصه مدل حاصل از آزمون فرضیه چهارم.....	۸۹.....
جدول (۱۱-۴): مقادیر ضرایب رگرسیون و آماره و نتایج آزمون فرضیه چهارم.....	۹۰.....

فهرست نمودار

عنوان.....	صفحه.....
نمودار(۳-۱): نمایش مراحل کلی انجام پژوهش.....	۵۸
نمودار(۴-۱): توزیع نمونه‌های تحقیق برحسب سال آغاز معامله.....	۷۹
نمودار(۴-۲): توزیع خطاها پیرامون خط ۴۵.....	۸۸
نمودار(۴-۳): نمودار هیستوگرام توزیع خطاها.....	۸۹

## فصل اول

کلیات و طرح تحقیق

## مقدمه

تحولات اخیر در جهان امروزی، اقتصاد کشورها را از حالت ملی و منطقه‌ای به سمت جهانی شدن سوق می‌دهد و از این رو بحث رشد، توسعه اقتصادی و تداوم آن از مباحث مهم به‌ویژه در کشورهای در حال توسعه می‌باشد. در این راستا تجهیز و تخصیص بهینه‌ی سرمایه، اصلی‌ترین و مهم‌ترین وظیفه‌ی بازارهای مالی در کشور محسوب می‌شود.

به‌طور کلی کارکرد اصلی بازارهای مالی، جذب وجوه مازاد و هدایت آن به سمت بخش‌های تقاضاکننده این وجوه می‌باشد که در نهایت به رشد و توسعه اقتصادی می‌انجامد. بازار سرمایه که نماد آن بورس اوراق بهادار می‌باشد یک بخش از بازارهای مالی را تشکیل می‌دهد که تأمین‌کننده وجوه مالی بلندمدت شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است. از این رو توجه به بازار سرمایه و توسعه آن همراه با ایجاد کارایی در این بازار بایستی بیشتر مورد تأکید قرار گیرد (دوانی، ۱۳۸۱).

هرساله تعداد زیادی شرکت سهام خود را به عموم عرضه می‌کند. هدف عمده‌ی این شرکت‌ها از عرضه سهام خود تأمین مالی برای پروژه‌های پیش رو است. اهمیت این مساله از آن جهت است که در صورت عدم تعیین قیمت مناسب احتمال عدم تأمین مالی شرکت برای پروژه‌ها به وجود می‌آید. اهمیت این مساله در کشورهای در حال توسعه، از آن جهت که اکثر شرکت‌ها در راستای فرایند خصوصی‌سازی به عموم واگذار می‌شوند بیشتر است. تحقیقات در بیشتر کشورها نشان می‌دهد که قیمت سهام شرکت تازه پذیرفته شده در بورس بلافاصله بعد از روز اول افزایش می‌یابد به طوری که سهام عرضه اولیه در کوتاه‌مدت بازدهی مثبت دارد (جعفری‌پرور، ۱۳۸۹).

در کشورهای پیشرفته و دارای بورس‌های صاحب نام، سالانه شرکت‌های زیادی برای اولین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود می‌نمایند که در برخی موارد به ۳۰۰-۴۰۰ مورد در سال نیز می‌رسد؛ لیکن یکی از مسائلی که در این زمینه با آن روبه‌رو هستند، پدیده‌ی عرضه‌ی زیر قیمت سهام می‌باشد که به دلیل اهمیت آن، موضوع پژوهش‌های بسیاری واقع شده است. شرکت‌های با کیفیت بالا از طریق عرضه زیر قیمت، سرمایه‌گذاران را برای جستجوی اطلاعات بیشتر در مورد شرکت ترغیب می‌کنند زیرا چنین شرکت‌هایی می‌توانند زیان خود را از طریق عرضه‌های

ثانویه سهام به قیمت بالاتر جبران کنند. شرکتهایی در عرضه اولین بار عرضه‌ی زیر قیمت انجام می‌دهند که مطمئن باشند در آینده می‌توانند سرمایه مورد نیاز خود را تحت شرایط بهتری بدست آورند و حجم بیشتری را با قیمت بالاتری بفروشند. شرکتهای با کیفیت پایین نمی‌توانند این استراتژی رابه‌کار برند، زیرا در عرضه‌های بعدی، سرمایه‌گذاران دریافته‌اند که شرکت بدون کیفیت است (حق بین، ۱۳۸۷).

باتوجه به گسترش دامنه خصوصی‌سازی در کشور، بررسی بازده سهام تازه پذیرفته شده در بورس با توجه به پدیده عرضه زیر قیمت سهام، امری محتمل است و اهمیت تحقیق حاضر را نشان می‌دهد (همان منبع). در تحقیق حاضر سعی کرده‌ایم تا پدیده عرضه‌ی زیر قیمت سهامی را که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار در تهران عرضه شده است و رابطه آن با عرضه‌های ثانویه را مورد بررسی قرار داده و نتایج حاصل را با یافته‌های محققان در بورس‌های مختلف مقایسه نمائیم. که طبیعتاً در نوع نگرش ما در جلب مشارکت مردم و فعالان جامعه در تامین مالی و ارتقای سرمایه شرکت‌ها تاثیرگذار خواهد بود.

## ۱-۱- بیان مساله

شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی در یک محیط بسیار رقابتی قرار دارند. لازمه بقا و تداوم فعالیت و سودآوری در یک چنین محیطی یک مزیت رقابتی از طریق محصولات و خدمات جدید، متنوع و باکیفیت، همراه با قیمت مناسب می‌باشد. این کار تنها با دسترسی به منابع مالی مورد نیاز جهت سرمایه‌گذاری بر روی طرح‌ها و پروژه‌های جدید، خرید ماشین‌آلات، تجهیزات، زمین، ساختمان و ... امکان‌پذیر می‌باشد.

تامین مالی شرکت به دو طریق صورت می‌گیرد:

**الف- منابع داخلی:** شامل سود تقسیم نشده شرکت که در قالب سود انباشته و انواع

اندوخته در بخش حقوق صاحبان سهام ترازنامه شرکت مندرج می‌باشد.

ب- منابع خارجی: شامل انتشار و فروش سهام جدید، اوراق قرضه، استفاده از وام‌ها،

تسهیلات و سایر بدهی‌ها می‌باشد. (طالب‌نیا و محمدزاده، ۱۳۸۴).

آسان‌ترین، ارزان‌ترین و در عین حال مطمئن‌ترین روش تامین مالی، استفاده از منابع داخلی می‌باشد. لیکن این منابع همیشه جوابگوی مقدار سرمایه مورد نیاز نمی‌باشد و شرکت ناچار به استفاده از منابع خارجی خواهد بود که به نوبه خود ریسک مالی برای شرکت به همراه دارد. در بین منابع خارجی تامین مالی، ارزان‌ترین و کم‌ریسک‌ترین منبع انتشار و عرضه سهام جدید به عموم از طریق بازار بورس اوراق بهادار و به اصطلاح سهامی عام شده با عرضه سهام به عموم، مزایایی از جمله معافیت مالیاتی و کسب اعتبار برای شرکت نیز به همراه دارد (جاویدی، ۱۳۸۲).

از آن جا که تامین مالی یک مرحله بسیار مهم در رشد شرکت‌ها به شمار می‌آید برای این شرکت‌ها مهم است که قیمت سهام نشان‌دهنده‌ی ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاریشان باشد. این مساله به خصوص در زمان عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس اهمیت زیادی پیدا می‌کند. در این حالت اگر سهام خیلی ارزان‌تر فروخته شود شرکت دیگر نمی‌تواند به راحتی سرمایه‌ی مورد انتظار خود را تامین کرده و مسلماً دچار زیان خواهد شد و اگر گران‌تر از ارزش واقعی باشد احتمال شکست عرضه اولیه وجود دارد. مطالعات تجربی نشان داده است که شرکت‌ها سهام عرضه اولیه خود را کمتر از ارزش ذاتی آن قیمت‌گذاری می‌کنند (جعفری پرور، ۱۳۸۹).

فرضیه علامت‌دهی<sup>۱</sup> بیان می‌کند که قیمت اولیه نشانه‌ای از کیفیت سهام جدید است. عرضه‌ی زیرقیمت سهام جدید اطلاعات مهمی درباره‌ی کیفیت شرکت به سرمایه‌گذاران می‌دهد، زیرا فقط شرکت‌های خوب اطمینان دارند که این زیان بعداً جبران خواهد شد. علاوه بر آن هر چه سهامی بهتر باشد عرضه اولیه سهام آن نسبت به سهام بد (با کیفیت پایین) بیشتر زیر قیمت است زیرا عرضه‌ی زیر قیمت سهام جدید، هزینه‌ی ای است که شرکت‌های خوب متحمل می‌شوند و این هزینه به وسیله منافع ناشی از عرضه ثانویه سهام به قیمتی بالاتر جبران می‌شود (همان منبع).

عرضه‌ی زیر قیمت سهام جدید، اطلاعات مهمی در مورد کیفیت شرکت به سرمایه‌گذاران می‌دهد زیرا فقط شرکت‌های با کیفیت بالا اطمینان دارند که این زیان بعداً جبران خواهد شد.

---

<sup>1</sup> Signaling hypothesis



## ۱-۲ - اهمیت پژوهش

با توجه به اهمیت بازار سرمایه در اقتصاد هر کشور و نقش آن در رسیدن به یک ساختار مطلوب بهینه اقتصادی لازم است که شرایط مطلوب بازار سرمایه برای رسیدن به این اهداف مورد آزمون و کنترل مستمر قرار گیرد. زیرا در غیر این صورت ممکن است بازار از ویژگی‌ها و شرایط نامطلوب و یا حتی مضر برخوردار بوده و فعالیت آن منجر به نتایج نامطلوب اقتصادی و ملی شود. علاوه بر این همواره بایستی فعالیت بازار سرمایه مورد آزمون دقیق قرار گیرد و شرایط نامطلوب احتمالی موجود در آن مشخص شده و سعی در برطرف کردن از طریق اجرای راهکارهای مناسب شود. همچنین مسئله دیگر در این مورد این است که در کشوری مانند ایران که عمده‌ی شرکت‌هایی که به عموم عرضه می‌شوند طی فرایند خصوصی سازی صورت می‌گیرد از این رو فروش سهام به قیمت عادلانه و معقول برای اقتصاد کشور مهم است. در کشورهای در حال توسعه مفهوم توسعه با مفهوم خصوصی‌سازی معادل شده است از طرف دیگر خصوصی‌سازی به صورت عمده از طریق عرضه سهام در بورس صورت می‌گیرد. اهمیت قیمت‌گذاری صحیح در سهام عرضه اولیه از آن جهت است که عدم قیمت‌گذاری صحیح در کشورهای در حال توسعه باعث می‌شود خصوصی‌سازی با شکست مواجه شده و در نهایت توسعه کشور به تعویق بیفتد (جعفری پرور، ۱۳۸۹).

در دنیا تعیین قیمت واقعی سهام جدید که نشان دهنده‌ی ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های رشد آن‌ها در آینده باشد به شرکت‌های تامین سرمایه سپرده شده است. عرضه‌های اولیه به دلیل بالا بودن ریسک و ناشناخته بودن معمولاً زیر قیمت عرضه می‌شوند. در چارچوب فرضیه‌ی علامت‌دهی، صادرکننده‌ی سهام، کیفیتش را تنها از طریق قیمت‌گذاری پایین سهام عرضه اولیه، نشان می‌دهد. بنابراین، طبق فرضیه علامت‌دهی انتظار داریم که قیمت‌گذاری پایین سهام عرضه اولیه، بر عرضه‌ی ثانویه سهام تاثیر بگذارد که در این پژوهش به دنبال تایید یا رد این فرضیه می‌باشیم.

### ۱-۳ - اهداف پژوهش

اهداف این تحقیق به شرح زیر است:

الف) کمک به روشن شدن دلایل قیمت‌گذاری پایین‌تر از ارزش ذاتی سهام در عرضه اولیه

شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران،

ب) ارائه راهکارهایی به سرمایه‌گذاران در جهت خرید و فروش سهام عرضه اولیه.

### ۱-۵ - فرضیات پژوهشی

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،

فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر بیان می‌شود:

**فرضیه اول:** بین بازدهی کوتاه‌مدت سهام جدید (میزان عرضه زیر قیمت) و احتمال انتشار

عرضه‌های ثانویه رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین بازدهی کوتاه‌مدت سهام جدید (میزان عرضه زیر قیمت) و حجم عرضه-

های ثانویه رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه سوم:** بین بازدهی کوتاه‌مدت سهام جدید (میزان عرضه زیر قیمت) و فاصله زمانی

عرضه اولیه و عرضه ثانویه (سرعت انتشار) رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه چهارم:** بین بازدهی کوتاه‌مدت سهام جدید (میزان عرضه زیر قیمت) و معیارهای

عدم اطمینان رابطه معناداری وجود دارد.

## ۱-۶- قلمرو تحقیق

قلمرو موضوعی این تحقیق، مباحث و مفاهیم مرتبط با عرضه‌ی زیرقیمت سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده را در بر می‌گیرد. قلمرو زمانی تحقیق، شامل یک دوره زمانی ده ساله از فروردین ۱۳۷۸ لغایت اسفند ۱۳۸۷ بوده و قلمرو مکانی آن بورس اوراق بهادار تهران و شرکت‌های پذیرفته شده در این بازار می‌باشد.

## ۱-۷- نوع تحقیق

تحقیق حاضر به لحاظ دسته‌بندی بر مبنای هدف، کاربردی است. این پژوهش با قصد کاربرد نتایج یافته‌ها برای بهبود تامین مالی و ارتقای سرمایه‌ی شرکت‌ها انجام گرفته و به دنبال بررسی بهبود تصمیم‌گیری مناسب برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج این تحقیق می‌تواند راهنمای عمل سرمایه‌گذاران، مدیران پرتفوی در اتخاذ استراتژی سرمایه‌گذاری‌شان و تصمیم‌گیرندگان و مدیران مالی شرکت‌ها باشد. بنابراین این تحقیق از لحاظ هدف، تحقیقی کاربردی محسوب می‌شود.

## ۱-۸- روش تحقیق

روش کلی تحقیق حاضر، توصیفی- تحلیلی و مقطعی می‌باشد. روش مورد استفاده برای آزمون فرضیات رگرسیون می‌باشد. رگرسیون مورد استفاده رگرسیون لجیت، رگرسیون توبیت و رگرسیون چندگانه می‌باشد.

## ۹-۱ - ابزارها و روش‌های جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات

داده‌های مورد نیاز تحقیق به شیوه‌های مختلف جمع‌آوری شده‌اند. گردآوری داده‌ها و اطلاعات برای مباحث تئوریک مانند ادبیات موضوع تحقیق به روش کتابخانه‌ای و برای بخش‌های تجربی مانند جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از نرم‌افزارها و پایگاه‌های اطلاعاتی، نشریات هفتگی، ماهانه، گزارشات سالیانه و ماهنامه‌های بورس اوراق بهادار تهران و شبکه جهانی اینترنت قابل دسترسی می‌باشد، استفاده شده است. لازم به ذکر است که داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای رهاورد نوین و بر مبنای داده‌های موجود در صورت‌های مالی تلفیقی شرکت‌ها، استخراج شده‌اند. روش مورد استفاده برای آزمون تجربی در این تحقیق روش رگرسیون است. برای انجام آزمون‌های آماری از نرم‌افزارهای EXCEL(2007) ، SPSS(16.0) و Eviews(7) استفاده شده است.

## ۱۰-۱ - استفاده‌کنندگان تحقیق

تحقیق حاضر برای تمامی گروه‌های درگیر تصمیمات مالی شامل نهادهای سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه، مدیران شرکت‌ها، سازمان بورس و اوراق بهادار مفید خواهد بود.

## ۱۱-۱ - تعریف واژه‌ها و اصطلاحات

عرضه اولیه سهام<sup>۱</sup>: به عرضه سهام شرکت‌ها به عموم برای اولین بار و بدون سابقه قبلی قیمت‌گذاری و معامله در بورس اطلاق می‌شود.

دوره کوتاه مدت<sup>۲</sup>: منظور از دوره کوتاه مدت، دوره‌ای است که از آغاز معامله سهام جدید در بورس تهران تا پایان آخرین روز از دومین ماه معامله در بورس را در بر می‌گیرد.

<sup>1</sup> Initial Public Offering

<sup>2</sup> Short-term