

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

۱۷۲۳۵



دانشکده مدیریت و حسابداری

پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد مدیریت مالی

عنوان

بررسی اثر نوع صنعت، شرایط بازار، عوامل رفتاری سرمایه گذاران بر

بازده سهام عرضه های اولیه در بورس تهران

استاد راهنما

دکتر عبده تبریزی

استاد مشاور

دکتر عالم تبریز

اساتید داور: دکتر فدایی نژاد، دکتر بدری

نگارش

اعظم فیروزی

تابستان ۸۷

۱۰۷۲۳۴

۸۷۸۱۱۰۶۸۶  
۸۷۸۱۰۱۴

۱۳۸۷  
۱۳۸۷

۱۳۸۷ ۸۰۱ - ۶

کتابخانه و اسنادات مرکز مدیریت  
تاسیس ۱۳۸۷

نام: اعظم

رشته و گرایش: مدیریت مالی

نام خانوادگی: فیروزی

استاد راهنما: آقای دکتر عبده تبریزی

عنوان پژوهش: بررسی تاثیر نوع صنعت، شرایط بازار، عوامل رفتاری سرمایه‌گذاران بر بازده

سهام عرضه‌های اولیه در بورس تهران

### چکیده

دهه‌های اخیر، در سراسر دنیا بازار عرضه اولیه عمومی سهام از رشد زیادی برخوردار بوده است. اواخر دهه ۹۰ در آمریکا، بازدهی قابل ملاحظه عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های تکنولوژی محور در روز اول شکل‌گیری حساب شرکت‌های اینترنتی در سال‌های ۲۰۰۰-۱۹۹۹ و سپس ترکیدن حساب در سال ۲۰۰۱-۲۰۰۰ موجب نوسانات شدید در حجم عرضه‌های اولیه شد. این امر توجه ویژه محققان را به خود جلب کرده و تحقیقات تجربی و ادبیات تئوریک در این حوزه گسترش یافت. نتایج حاصل از تحقیقات پیرامون بازده IPO در کشورهای مختلف دنیا، حاکی از وجود سه پدیده غیرعادی می‌باشد.

عرضه زیرقیمت سهام در کوتاه‌مدت، ۲- بازدهی بلندمدت کمتر از بازار، ۳- وجود دوره‌های مشخص تاثیرگذار بر روی میزان عرضه اولیه سهام و سطح قیمت‌گذاری کمتر از بازار.

دو هدف کلی این پژوهش ۱- مطالعه رفتار قیمتی سهام تازه‌پذیرفته شده در بورس برای دستیابی به فرایند کشف قیمت در یک بازار دارای حد نوسان و ۲- بررسی عوامل مؤثر بر بازده اولیه IPO با در نظر گرفتن متغیرهای نوع صنعت، شرایط رونق و رکود بازار و عوامل رفتاری سرمایه‌گذاران می‌باشد. برای دستیابی به اهداف تحقیق از مدل دومرحله‌ای کشف قیمت سهام سهام تازه‌پذیرفته شده در بورس و آمار توصیفی و استنباطی استفاده می‌شود. اطلاعات از بانک اطلاعاتی سازمان بورس برای دوره ابتدای ۱۳۷۸ تا پایان ۱۳۸۶ استخراج می‌شود.

از روش آماری t-test برای تست اینکه آیا تفاوت معناداری بین متغیرها وجود دارد یا خیر، استفاده می‌شود. از آزمون One Way ANOVA برای تست اینکه آیا متغیرها در شرایط متفاوت (نوع صنعت، سال انتشار،...) متفاوتند یا خیر، استفاده شده است.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رفتار قیمتی سهام عرضه اولیه از مدل دومرحله‌ای کشف قیمت پیروی کرده و از لحاظ آماری نوع صنعت و شرایط بازار (رونق-رکود-متوسط) بر بازدهی اولیه و دوره خوش‌بینی و طول دوره‌های اوج و ثبات اثر ندارد. تملک سهامدار عمده بر طول دوره و بازدهی خوش‌بینی مؤثر است و از لحاظ آماری سبب انتشار بر دوره رسیدن به اوج و بازدهی اثر ندارد.

## تقدیر و تشکر

سپاس ایزد منان را که رحمت خود را بر من ارزانی داشته و مرا در مسیر کسب علم و معرفت قرار داده، به امید آنکه شکرگزار این نعمت باشم.

از استاد گرانقدر، جناب آقای دکتر حسین عبده تبریزی تشکر و قدرانی می‌نمایم که دانش و تجربیات گرانبه‌ای خود را در طول تحصیل در اختیار من قرار داده و مرا از لطف خود بهره‌مند ساختند. حضور ایشان در مقام استاد راهنما و توصیه‌های ارزشمند ایشان در تمام مراحل انجام این پژوهش، روشنگر مسیر تحقیق می‌باشد. تشکر و قدردانی می‌نمایم از استاد گرامی، جناب آقای دکتر عالم تبریز که در مقام استاد مشاور مرا از نظرات و توصیه‌های ارزشمندشان بهره‌مند ساختند. بدون شک حضور ایشان در پیش‌برد این پژوهش ثمربخش بوده است. با سپاس فراوان از جناب آقای دکتر فدایی‌نژاد، ریاست محترم دانشکده مدیریت و حسابداری که سعادت داشتم از دانش ایشان به عنوان استاد بهره‌مند گردم و باعث افتخار من است که داوری این اثر را پذیرفتند. با سپاس فراوان از جناب آقای دکتر بدری، ریاست محترم گروه مالی دانشکده مدیریت و حسابداری، که در طول تحصیل به عنوان استاد، دانش ارزشمند خود را از من دریغ نکرده و بر من منت نهاده قبول داوری نمودند. تشکر ویژه از استاد محترم، جناب آقای دکتر جهانخانی که فرصت استفاده از علم و دانش خود را به من اعطا نمودند.

تقدیر و تشکر از آقای سید جمال حسینی، دایی بزرگوام که راهنمایی‌های ایشان در تمام مراحل تحصیل و زندگی، راهگشای مسیر رشد و پیشرفت من است. از دوستان و همکاران گرامی جناب آقایان اسکندری و کلاهدر، به‌ویژه دوستان عزیزم سرکار خانم سربانی و خانم باباقادری، که طی مراحل تحقیق مرا یاری نمودند، کمال تشکر و قدردانی را دارم. و در نهایت تشکر می‌کنم از دو استاد بزرگوام، پدر و مادر عزیزم، که همواره در تمام مراحل زندگی روشنگر و راهنمای من بوده و مرا در مسیر علم و دانش و کسب معرفت قرار داده و زمینه رشد و پیشرفت مرا فراهم نمودند، که هرآنچه دارم از ایشان است. امیدوارم روزی بتوانم ذره‌ای از محبت‌های شما عزیزان را جبران کنم.

تقدیم به دو استاد بزرگوار

پدر و مادر عزیزم

## فهرست مطالب

۱	کلیات تحقیق	فصل اول:
۲	مقدمه	-۱
۳	تعریف موضوع و بیان مسأله	۱-۱
۶	اهداف تحقیق	۱-۲
۶	اهمیت و ضرورت انجام تحقیق	۱-۳
۷	سوالات تحقیق	۱-۴
۹	سوابق و پیشینه تحقیق	۱-۵
۱۳	تعریف واژه‌های عملیاتی	۱-۶
۱۴	قلمرو تحقیق	۱-۷
۱۶	مبانی نظری و پیشینه تحقیق	فصل دوم:
۱۷	مقدمه	-۲
۱۹	عرضه عمومی	۲-۱
۲۰	تعریف عرضه عمومی	۲-۱-۱
۲۱	مزایا و معایب عرضه عمومی	۲-۱-۲
۲۳	هزینه عرضه عمومی	۲-۱-۳
۲۵	دلایل عرضه عمومی	۲-۲
۲۶	Life Cycle Theories تئوری چرخه عمر	۲-۲-۱
۲۹	Market-Timing Theories تئوری‌های زمان عرضه	۲-۲-۲
۳۴	الگوهای تجربی در عرضه زیرقیمت دوره کوتاه مدت	۳-۲
۳۶	چرا ناشرین بابت عرضه زیرقیمت و پول‌های باقی‌مانده روی میز متأسف نمی‌شوند؟	۲-۴
۳۷	فرضیه‌های عرضه زیرقیمت کوتاه مدت	۲-۵
۳۸	فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی	۲-۵-۱
۴۲	بازخورد بازار	۲-۵-۲
۴۳	پیروی سرمایه‌گذاران از نظرات دیگران	۲-۵-۳
۴۴	فرضیه علامت دهی	۲-۵-۴
۴۶	فرضیه خرد کردن ترکیب سهامداران یا رقیق کردن سهامداران	۲-۵-۵
۴۶	فرضیه ریسک‌گریزی متعهد پذیرهنویس اوراق بهادار	۲-۵-۶
۴۸	فرضیه بیمه ضمنی در مقابل مسئولیت‌های قانونی	۲-۵-۷

۵۰	فرضیه قدرت انحصاری	۲-۵-۸
۵۰	فرضیه شهرت (اعتبار) مؤسسات تأمین سرمایه	۲-۵-۹
۵۱	فرضیه حباب سفته بازی	۲-۵-۱۰
۵۲	فرضیه بازارهای "سهام جدید داغ"	۲-۵-۱۱
۵۳	فرضیه "گرایشات و علائق زودگذر" و فرضیه "واکنش بیش از اندازه" سرمایه‌گذاران	۲-۵-۱۲
۵۴	فرضیه انتشار سهام جدید طی دوره‌های حجم بالای انتشار	۲-۵-۱۳
۵۶	تئوری‌های متمرکز بر تخصیص سهام	۲-۶
۵۶	فرضیه ثابت دفتری	۲-۶-۱
۶۱	تغییر ترکیب ناشرین IPO	۲-۶-۲
۶۳	عملکرد بلندمدت	۲-۷
۶۴	The divergence of opinion hypothesis ..... اختلاف عقیده سرمایه‌گذاران	۲-۷-۱
۶۵	The impresario hypothesis ..... مدیر برنامه اپرا	۲-۷-۲
۶۵	The windows of opportunity hypothesis ..... پنجره فرصت‌ها	۲-۷-۳
۶۶	مکانیسم عرضه عمومی در آمریکا	۲-۸
۶۶	تأیید هیأت مدیره شرکت برای عرضه عمومی	۲-۸-۱
۶۷	انتخاب شرکت تأمین سرمایه و یا پذیرهنویس	۲-۸-۲
۶۷	بیانیه ثابت	۲-۸-۳
۷۰	Road Show ..... تبلیغات و بازاریابی	۲-۸-۴
۷۱	قیمت گذاری اوراق بهادار	۲-۸-۵
۷۶	تشکیل سندیکا	۲-۸-۶
۷۷	پیشنهاد عرضه سهام و فروش	۲-۸-۷
۷۹	ثبات بازار	۲-۸-۸
۸۰	بازار اولیه اوراق بهادار در ایران	۲-۹
۸۰	قانون تجارت	۲-۹-۱
۸۲	قانون بازار اوراق بهادار فصل بازار اولیه	۲-۹-۲
۸۴	نقش شرکت‌های تأمین سرمایه در عرضه اولیه	۲-۱۰
۸۴	روش‌های تعهدپذیره‌نویسی	۲-۱۰-۱
۸۵	Spread	۲-۱۰-۲
۸۶	ایجاد تقاضا	۲-۱۰-۳
۸۷	Book Building ..... ثبت دفتری	۲-۱۰-۴

۹۰	تخصیص اختیار خرید بیشتر و حفظ ثبات بازار	۲-۱۰-۵
۹۱	Analyst coverage	۲-۱۰-۶
۹۲	ارزش‌گذاری IPO	۲-۱۰-۷
۹۳	متغیرهای تأثیرگذار بر قیمت IPO	۲-۱۰-۸
۹۵	مدل دو مرحله‌ای کشف قیمت	۲-۱۱
۹۷	سوابق تحقیق	۲-۱۲
۹۷	تحقیقات خارجی	۲-۱۲-۱
۱۰۰	تحقیقات داخلی	۲-۱۲-۲
۱۰۳	فصل سوم: روش تحقیق	
۱۰۴	مقدمه	۳-
۱۰۵	طرح تحقیق	۳-۱
۱۰۶	معرفی جامعه آماری و نحوه استخراج داده‌ها	۳-۲
۱۰۶	جامعه آماری و نمونه تحقیق	۳-۲-۱
۱۰۷	ابزار گردآوری داده‌ها	۳-۲-۲
۱۰۸	چگونگی محاسبه متغیرهای تحقیق	۳-۲-۳
۱۱۱	آزمون‌های آماری	۳-۳
۱۱۱	آزمون فرض مقایسه میانگین دو جامعه	۳-۳-۱
۱۱۲	آزمون تحلیل واریانس یک راهه	۳-۳-۲
۱۱۳	آزمون‌های تعقیبی	۳-۳-۳
۱۱۴	فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات	
۱۱۵	مقدمه	۴-
۱۱۵	جامعه آماری و نمونه تحقیق	۴-۱
۱۱۷	بررسی نرمال بودن	۴-۲
۱۱۸	آزمون فرضیات آماری	۴-۳
۱۳۸	فصل پنجم: تحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری	
۱۳۹	مقدمه	۵-
۱۴۰	نتایج تحقیق	۵-۱
۱۴۱	بررسی اثر نوع صنعت	۵-۱-۱
۱۴۱	اثر شرایط بازار	۵-۱-۲
۱۴۱	اثر عوامل رفتاری (تملك سهامدار عمده و سايز انتشار)	۵-۱-۳



۱۴۲.....	تغییرات دامنه نوسان	۵-۱-۴
۱۴۳.....	نتایج فرعی	۵-۱-۵
۱۴۳.....	محدودیت‌های تحقیق	۵-۲
۱۴۴.....	پیشنهاداتی به استفاده کنندگان از تحقیق	۵-۳
۱۴۴.....	سازمان بورس و اوراق بهادار	۵-۳-۱
۱۴۴.....	شرکت‌های ناشر و به ویژه سازمان خصوصی‌سازی	۵-۳-۲
۱۴۴.....	شرکت‌های تأمین سرمایه یا کارگزاری‌ها	۵-۳-۳
۱۴۵.....	فعالان بازار سرمایه	۵-۳-۴
۱۴۵.....	پیشنهادات برای تحقیقات آتی	۵-۴
۱۴۶.....	منابع	

## فهرست جداول

- جدول ۱-۲. هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم IPO بر مبنای درصد عایدات ..... ۲۴
- جدول ۲-۲. اطلاعات عرضه‌های اولیه عمومی در ایالات متحده آمریکا (۱۹۸۰-۲۰۰۶)..... ۳۳
- جدول ۲-۳. میانگین بازده IPO با توجه به تعدیل قیمت ثبت شده در آمریکا (۱۹۸۰-۲۰۰۶)..... ۴۱
- جدول ۲-۴. تغییر ترکیب ناشرین IPO و درآمد هر سهم طی سال‌های ۱۹۸۰-۲۰۰۱ در آمریکا..... ۶۲
- جدول ۲-۵. درخواست سهم در روش حراج ..... ۷۴
- جدول ۲-۶. سهم تخصیص داده شده در روش حراج..... ۷۴
- جدول ۴-۱. وضعیت کلی جامعه آماری..... ۱۱۵
- جدول ۴-۲. وضعیت عرضه‌های اولیه جامعه مورد بررسی..... ۱۱۶
- جدول ۴-۳. بازدهی نمونه‌های منطبق بر الگوی دو مرحله‌ای..... ۱۱۶
- جدول ۴-۴. مقایسه بازده اولیه بر حسب نوع صنعت..... ۱۱۹
- جدول ۴-۵. مقایسه بازده دوره خوش بینی بر حسب نوع صنعت..... ۱۲۲
- جدول ۴-۶. مقایسه طول دوره خوش بینی بر حسب نوع صنعت..... ۱۲۳
- جدول ۴-۷. مقایسه طول دوره رسیدن به ثبات بر حسب نوع صنعت..... ۱۲۵
- جدول ۴-۸. مقایسه بازده اولیه بر حسب شرایط بازار..... ۱۲۷
- جدول ۴-۹. مقایسه بازده دوره خوش بینی بر حسب شرایط بازار..... ۱۲۹
- جدول ۴-۱۰. مقایسه دوره خوش بینی بر حسب شرایط بازار..... ۱۳۰
- جدول ۴-۱۱. مقایسه دوره ثبات از اوج بر حسب شرایط بازار..... ۱۳۱
- جدول ۴-۱۲. مقایسه دوره خوش بینی و بازدهی سهام عرضه اولیه بر حسب تملک سهامدار عمده..... ۱۳۴
- جدول ۴-۱۳. مقایسه دوره خوش بینی و بازدهی آن بر حسب سائز انتشار..... ۱۳۵

## فهرست نمودارها

- نمودار ۴-۱: طول دوره رسیدن به اوج در شرکت‌های عرضه اولیه..... ۱۱۷
- نمودار ۴-۲: طول دوره رسیدن به ثبات از ابتدا..... ۱۱۷
- نمودار ۴-۳: نمودار هیستوگرام بازده اولیه..... ۱۲۰
- نمودار ۴-۴: نمودار هیستوگرام بازده دوره خوش بینی..... ۱۲۲
- نمودار ۴-۵: نمودار هیستوگرام دوره خوش بینی..... ۱۲۴
- نمودار ۴-۶: نمودار هیستوگرام دوره رسیدن به ثبات..... ۱۲۶

## فهرست شکل‌ها

- شکل ۱-۱. مدل دو مرحله‌ای کشف قیمت سهام اولیه..... ۴
- شکل ۲-۱. تقسیم بندی روش‌های تخصیص سهام اولیه..... ۷۶
- شکل ۲-۲. مدل دو مرحله‌ای کشف قیمت سهام اولیه..... ۹۵

# فصل اول: کلیات تحقیق

## ۱- مقدمه

دهه‌های اخیر، در سراسر دنیا بازار عرضه اولیه عمومی سهام از رشد زیادی برخوردار بوده است. اواخر دهه ۹۰ در آمریکا، بازدهی قابل ملاحظه عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های تکنولوژی محور در روز اول، شکل‌گیری حباب شرکت‌های اینترنتی در سال‌های ۲۰۰۰-۱۹۹۹ و سپس ترکیدن حباب در سال ۲۰۰۱-۲۰۰۰ موجب نوسانات شدید در حجم عرضه‌های اولیه شد. این امر توجه ویژه محققان را به خود جلب کرده و تحقیقات تجربی و ادبیات تئوریک در این حوزه گسترش یافت.

سه الگوی مشابه در حوزه IPO<sup>۱</sup> که در دنیا مشاهده شده است عبارت است از :

۱- عرضه زیرقیمت سهم در کوتاه مدت *underpricing*

۲- وجود چرخه‌هایی مؤثر بر روی میزان قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام اولیه *cycle*

۳- عملکرد ضعیف در بلندمدت و عملکرد کمتر از بازار *underperformance*

در سوابق تحقیق به این سه پدیده در چندین کشور (ریتز<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸) و همچنین ایران (دموری، ۱۳۸۲)

اشاره شده است. تمرکز اصلی ما در این تحقیق بر عملکرد کوتاه‌مدت و پایین قیمت خوردن سهام عرضه

اولیه می‌باشد. بسیاری تحقیقات دانشگاهی عدم تقارن اطلاعاتی و عدم تعادل در سطوح افشای اطلاعات را

دلیل اصل این عرضه زیرقیمت می‌دانند. [بارون<sup>۳</sup> (۱۹۸۲)، بتی و ریتز<sup>۴</sup> (۱۹۸۶)، رحمان و یونگ<sup>۵</sup> (۱۹۹۹)]

<sup>۱</sup>. Initial Public Offering

<sup>۲</sup>. J.R. Ritter

<sup>۳</sup>. Baron

<sup>۴</sup>. Beatty and Ritter

<sup>۵</sup>. Rahman and yung

## ۱-۱. تعریف موضوع و بیان مسأله

برای سرمایه‌گذاران ارزش‌گذاری سهامی که برای اولین بار عرضه می‌شود، به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی مشکل می‌باشد. در ادبیات تحقیق به عرضه زیر قیمت و بازدهی غیرعادی سهام اولیه در بسیاری کشورها اشاره شده است. برای اندازه‌گیری بازده کوتاه مدت سهام اولیه در بسیاری کشورها، قیمت پایانی روز اول در نظر گرفته می‌شود.

در این تحقیق مسأله اصلی تعیین دوره کوتاه مدت براساس مدل دو مرحله‌ای کشف قیمت و علاوه بر آن بررسی اثر نوع صنعت، شرایط بازار، عوامل رفتاری سرمایه‌گذار بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های اولیه در بورس تهران می‌باشد.

منظور از سهام اولیه (سهام جدید و یا سهام تازه پذیرفته شده در بورس)، سهامی است که برای اولین بار در بورس تهران پذیرفته شده است و تا قبل از آن در بورس معامله نمی‌شده است.

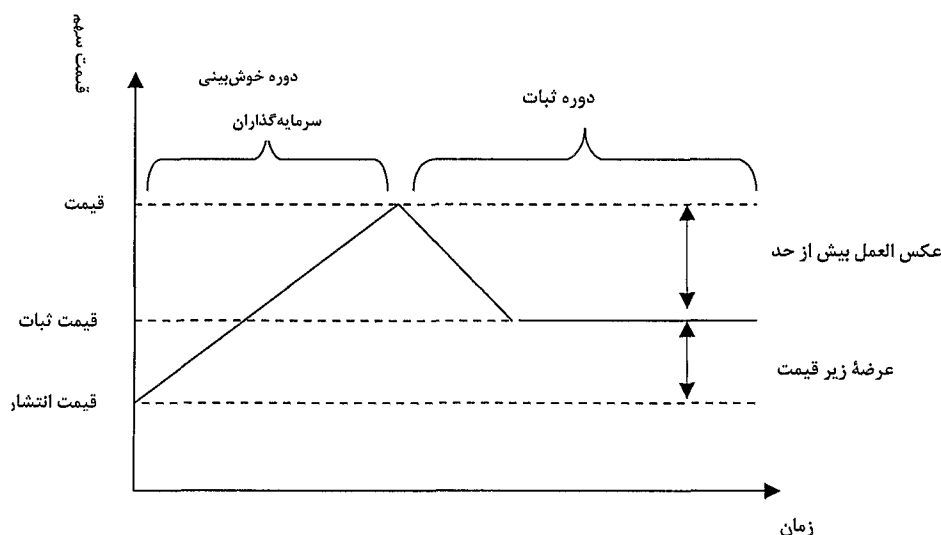
بازده کوتاه مدت یا بازده اولیه نیز در ادبیات تحقیق به صورت زیر تعریف شده است:

$$\text{قیمت پیشنهادی روز اول} / [\text{قیمت پیشنهادی روز اول} - \text{قیمت پایانی روز اول}] * 100\% = \text{بازده اولیه}$$

برای محاسبه بازدهی کوتاه مدت در آمریکا و برخی دیگر از بورس‌های توسعه یافته، قیمت پایانی روز اول را مبنا قرار داده و درصد رشد آن را نسبت به قیمت اولیه می‌سنجند، در چنین بازارهایی به دلیل اثرگذاری اطلاعات، عملکرد صحیح و سریع عرضه و تقاضا، قیمت واقعی معمولاً در روز اول کشف می‌شود و به ثبات می‌رسد. اما در کشورهایی که بازار سرمایه کارآمدی ندارند و یا بر روی قیمت سهام دامنه نوسان اعمال می‌کنند، عرضه و تقاضا در روز اول پس از عرضه نمی‌تواند تعیین‌کننده قیمت ثبات باشد و زمان نسبتاً بیشتری طول می‌کشد تا اطلاعات جذب شده و بازار به تعادل برسد، بنابراین برای محاسبه بازده کوتاه

مدت، در مرحله اول تعیین دوره رسیدن به ثبات و اندازه‌گیری بازدهی کوتاه‌مدت با استفاده از قیمت آن روز اهمیت دارد و می‌تواند در مبنای شناخت ما از رفتار قیمتی سهام عرضه اولیه مؤثر باشد. در مرحله دوم بررسی می‌شود که آیا عوامل نوع صنعت، شرایط بازار و رفتار سرمایه‌گذاران بر عملکرد سهام عرضه‌های اولیه مؤثر بوده یا خیر. برای شناخت رفتار قیمت سهام ابتدا مدل دومرحله‌ای کشف قیمت سهام اولیه را معرفی می‌کنیم.

### توصیف مدل دو مرحله‌ای کشف قیمت سهام اولیه



شکل ۱-۱. مدل دو مرحله‌ای کشف قیمت سهام اولیه

### مرحله اول دوره خوش‌بینی سرمایه‌گذاران Honey Moon

دوره‌ای که از لحظه اولیه عرضه سهام جدید شروع می‌شود و طی این مدت قیمت افزایش می‌یابد تا در نهایت قیمت سهام به اوج می‌رسد. تحقیقات دنیا نشان داده است که روند قیمت IPO در کوتاه‌مدت با یک

الگوی سفته بازی تمایل به افزایش قیمت دارد. در بازار بورس تهران به علت دامنه نوسان، دوره Honey Moon منحصر به فرد می‌باشد.

### مرحله دوم ثبات قیمت Stabilized Stage

دوره‌ای که قیمت از نقطه اوج شروع به کاهش می‌کند تا به ثبات برسد را زمان رسیدن به ثبات می‌نامیم. طبق این مدل عرضه‌های اولیه با یک الگوی سفته‌بازی تمایل به افزایش قیمت دارند، بنابراین پس از عرضه اولیه قیمت شروع به بالارفتن می‌کند تا به یک سقفی (نقطه اوج) برسد که دیگر از آن بالاتر نمی‌رود. در این مدت حجم عرضه کاهش می‌یابد. بعد از رسیدن به قیمت اوج، دارندگان سهم شروع به عرضه کرده و قیمت کاهش می‌یابد تا به ثبات برسد. قیمت ثبات حاصل عرضه و تقاضا و جذب اطلاعات توسط بازار است هرچه کارایی بازار کمتر و اثرگذاری اطلاعات کندتر و عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر باشد، دوره رسیدن به ثبات طولانی‌تر خواهد شد. فاصله بین قیمت عرضه اولیه تا اوج میزان واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهد و از طرفی فاصله قیمت عرضه تا قیمت ثبات میزان عرضه زیرقیمت را نشان می‌دهد که به صورت درصد رشد بیان می‌شود. معمولاً قیمت ثبات بالاتر از قیمت انتشار اولیه است اما در مواردی نیز ممکن است پایین‌تر قرار بگیرد که در این حالت به جای عرضه زیرقیمت *underprice*، عرضه بالاتر از قیمت *overprice*، خواهیم داشت که در هر دو حالت قیمت‌گذاری اشتباه است.

دو مطلب اصلی برای توجیه این الگوی رفتاری قیمت IPO بیان می‌شود:

۱- اختلاف قیمت بین ارزش واقعی سهم و قیمت اولیه سهم عرضه شده

۲- وجود نیروهای سفته بازی

هرکدام از این دو به دلیل عوامل زیر ایجاد می‌شوند.

۱- قیمت‌گذاری اشتباه

۲- واکنش بیش از اندازه



در این تحقیق اثر نوع صنعت، شرایط بازار، سایز انتشار، تملک سهامدار عمده و تغییر دامنه نوسان بر بازده اولیه، بازده غیرعادی کوتاه‌مدت، بازده دوره خوش‌بینی، طول دوره خوش‌بینی و طول دوره رسیدن به ثبات سهام‌های عرضه اولیه شناسایی خواهد شد.

## ۱-۲. اهداف تحقیق

در این تحقیق تلاش می‌کنیم تا ابتدا الگوی کوتاه‌مدت حرکت سهام تازه پذیرفته شده در بورس را شناسایی کرده و برخی عوامل مهم در شکل‌گیری این الگو را شناسایی کنیم. در تحقیقات گذشته برای محاسبه بازدهی کوتاه مدت (میزان عرضه زیر قیمت) دوره‌های کوتاه مدت کمتر از سه ماه در نظر گرفته می‌شد، اما در این تحقیق هدف اول اندازه‌گیری دقیق دوره کوتاه مدت رسیدن به اوج و ثبات و در نظر گرفتن بازده همان دوره به عنوان بازدهی کوتاه‌مدت می‌باشد. هدف دوم آن است که اثر عوامل مختلف (نوع صنعت و شرایط بازار، تملک سهامدار عمده، سایز انتشار، تغییر دامنه نوسان) را بر دوره اوج و رسیدن به ثبات، میزان عرضه زیرقیمت، واکنش بیش از اندازه بسنجیم.

## ۱-۳. اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

موضوع بازدهی غیرعادی سهام اولیه در دنیا همواره از اهمیت ویژه‌ای برخوردار بوده است حجم مطالعات انجام شده در مورد عرضه‌های اولیه در سطح دنیا، در مقایسه اندازه بازار آن بسیار بالا می‌باشد؛ زیرا که میزان عدم اطمینان یا احتمال قیمت‌گذاری اشتباه IPO در برخی موارد تا صددرصد نیز می‌رسد، بنابراین حجم قابل توجه‌ای پول و سرمایه در معرض خطر است. در دنیا تعیین قیمت واقعی سهام جدید که نشان دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های رشد آنها در آینده باشد به شرکت‌های تأمین سرمایه سپرده شده است. عرضه‌های اولیه به دلیل بالا بودن ریسک و ناشناخته بودن معمولاً کمتر قیمت‌گذاری

می‌شوند، بنابراین شناسایی عوامل مؤثر بر بازدهی عرضه‌های اولیه از اهمیت زیادی برخوردار است. علاوه بر آن در راستای اجرای سیاست‌های خصوصی سازی که با هدف کاهش تصدی‌گری دولت انجام می‌گیرد، فراهم کردن شرایط مناسب برای استقبال مردم از سهام از اهمیت زیادی برخوردار است. عرضه نامناسب سهام جدید، عواقب جبران ناپذیری برای بازار سرمایه و مشارکت‌کنندگان دارد.

#### ۱-۴. سوالات تحقیق

از آنجا که برخی از این فرضیات برای اولین بار است که در ایران تست می‌شود بهتر است به صورت سوال مطرح شود:

**سوال اول : آیا نوع صنعت بر عملکرد کوتاه مدت سهام اولیه مؤثر است؟**

سوال فرعی ۱- : آیا نوع صنعت بر بازده سهام اولیه در کوتاه مدت مؤثر است؟

سوال فرعی ۲- : آیا نوع صنعت بر بازده غیرعادی سهام اولیه در کوتاه مدت مؤثر است؟

سوال فرعی ۳- : آیا نوع صنعت بر بازده دوره خوش‌بینی سهام اولیه مؤثر است؟

سوال فرعی ۴- : آیا نوع صنعت بر طول دوره خوش‌بینی سهام اولیه مؤثر است؟

سوال فرعی ۵- : آیا نوع صنعت بر زمان رسیدن به ثبات سهام اولیه مؤثر است؟

**سوال دوم : آیا شرایط بازار بر عملکرد کوتاه مدت سهام اولیه مؤثر است؟**

برای سنجش شرایط بازار از متغیر شاخص بازار استفاده می‌شود و عملکرد بازار به سه دوره رونق،

رکود و عادی تقسیم می‌شود.

سوال فرعی ۱- : آیا شرایط بازار بر بازده سهام اولیه در کوتاه مدت مؤثر است؟

سوال فرعی ۲- : آیا شرایط بازار بر بازده غیرعادی سهام اولیه در کوتاه مدت مؤثر است؟

سوال فرعی ۳- : آیا شرایط بازار بر بازده دوره خوش‌بینی سهام اولیه مؤثر است؟

سوال فرعی ۴- : آیا شرایط بازار بر طول دوره اوج سهام اولیه مؤثر است؟

سوال فرعی ۵- : آیا شرایط بازار بر زمان رسیدن به ثبات سهام اولیه مؤثر است؟

سوال سوم: آیا عوامل رفتاری سرمایه گذاران بر عملکرد کوتاه مدت سهام اولیه مؤثر است؟

سوال فرعی ۱- : آیا تملک سهامدار عمده بر عملکرد کوتاه مدت سهام اولیه مؤثر است؟

برای پاسخ به آن ابتدا دو سوال فرعی زیر را پاسخ می‌دهیم

سوال ۱-۱ : آیا تملک سهامدار عمده بر طول دوره خوش‌بینی سهام اولیه مؤثر است؟

سوال ۱-۲ : آیا تملک سهامدار عمده بر بازده دوره خوش بینی سهام اولیه مؤثر است؟

سوال فرعی ۲- : آیا سایز انتشار بر عملکرد سهام اولیه در کوتاه مدت مؤثر است؟

برای پاسخ به آن ابتدا دو سوال فرعی زیر را پاسخ می‌دهیم

سوال ۱-۱ : آیا سایز انتشار بر طول دوره خوش‌بینی سهام اولیه مؤثر است؟

سوال ۱-۲ : آیا سایز انتشار بر بازده دوره خوش بینی سهام اولیه مؤثر است؟

سوال چهارم : آیا تغییرات دامنه حد نوسان بر روی بازده سهام اولیه در کوتاه‌مدت مؤثر است؟

سوال فرعی ۱- : آیا بازده دوره خوش‌بینی سهام اولیه، در دو دوره اول که حد نوسان ۵٪ و دوره دوم که

حدنوسان ۲٪ متفاوت می‌باشد؟

سوال فرعی ۲- : آیا طول دوره خوش‌بینی سهام اولیه در دو دوره اول که حد نوسان ۵٪ و دوره دوم که

حدنوسان ۲٪ متفاوت می‌باشد؟

## ۱-۵. سوابق و پیشینه تحقیق

سوابق تحقیق به تفصیل در فصل دوم آمده است در این فصل به خلاصه‌ای از آن اشاره می‌شود:

تحقیقاتی که پیرامون بازده حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های تازه وارد به بازارهای کشورهای مختلف دنیا انجام شده است، حاکی از وجود سه پدیده غیرعادی می‌باشد. این سه پدیده عبارتند از:

۱- عرضه اولیه زیرقیمت سهام شرکت‌های تازه وارد که باعث می‌شود بازده کوتاه‌مدت شرکت‌ها بیشتر از بازده کوتاه‌مدت بازار طی دوره مشابه گردد.

۲- بازده بلندمدت شرکت‌های تازه وارد کمتر از بازده بلندمدت بازار طی دوره مشابه می‌باشد.

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

برای این سه پدیده دلایل و فرضیات مختلفی مطرح شده است. در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان این فرضیه‌ها را در چهار گروه در نظر گرفت. فرضیه‌های عدم تقارن اطلاعاتی که به تفاوت اطلاعات بین ناشر، شرکت تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه اشاره می‌کند، فرضیه‌هایی که نقش تأمین سرمایه و مسائل حقوقی را در عرضه زیرقیمت مؤثر می‌داند، فرضیه‌هایی که نقش مدیریت شرکت ناشر را در کنترل مورد توجه قرار می‌دهد و در نهایت تئوری‌های رفتاری که به نقش سرمایه‌گذاران و رفتارهای غیرمنطقی آنها اشاره می‌کند.

اولین تحقیق در زمینه پدیده غیرعادی بازار سهام اولیه توسط استال و کرلی<sup>۱</sup> در سال ۱۹۷۰ انجام شده و نتایج او حاکی از افزایش منظم قیمت پیشنهادی تا قیمت پایانی اولین روز عرضه بوده است.

<sup>۱</sup>. Stoll and Curley