

دانشگاه الزهرا (س)
دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد
پایان نامه
جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد
رشته حسابداری

عنوان

رابطه ویژگی‌های قبل از عرضه اولیه سهام و
عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه، در بورس اوراق
بهادار تهران

استاد راهنما
جناب آقای دکتر علوی طبری

استاد مشاور
جناب آقای دکتر رحمانی

دانشجو
شلیر مکی

چکیده

این تحقیق به بررسی عملکرد بلندمدت سهام عرضه اولیه، در بازار اوراق بهادار تهران، در طول یک سال بعد از ورود به بورس می‌پردازد. هدف از این تحقیق بررسی این موضوع است که آیا سرمایه‌گذاری بلندمدت سهام در عرضه‌های اولیه در بازار اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران را با بازده منفی مواجه می‌کند؟ بعلاوه، تاثیر برخی ویژگی‌های شرکت قبل از ورود به بورس و در بدو آن، بر عملکرد بلندمدت سهام این شرکتها بررسی می‌شود.

نمونه تحقیق شامل ۱۴۳ شرکت است که طی سالهای ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ برای نخستین بار به بازار اوراق بهادار عرضه شده‌اند. در این تحقیق تاثیر عواملی از قبیل اندازه شرکت در هنگام ورود به بورس، عملکرد شرکت قبل از ورود به بورس، نوع و ساختار مالکیت شرکت قبل و بعد از ورود به بورس و همچنین بازده کوتاه مدت عرضه اولیه بر عملکرد بلندمدت عرضه اولیه بررسی شد. محاسبه عملکرد بلندمدت عرضه اولیه و بازده کوتاه مدت با استفاده از مدل ریتتر (۱۹۹۱) و بر اساس روش بازده خرید و نگهداری، انجام شد.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که عرضه اولیه در بازار اوراق بهادار تهران، به طور متوسط دچار افت عملکرد در بلندمدت است. اندازه شرکت در زمان ورود به بورس و عملکرد شرکت قبل از ورود به بورس با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه منفی معنادار دارند. دولتی یا غیر دولتی بودن شرکت‌ها قبل از ورود به بورس تاثیری بر عملکرد بلندمدت عرضه اولیه ندارد. همچنین میزان حفظ مالکیت توسط سهامداران اصلی و میزان مالکیت سهامداران عمده در فرایند عرضه اولیه، عملکرد بلندمدت عرضه اولیه را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد. نهایتاً، بین بازده کوتاه مدت عرضه اولیه و عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه معناداری وجود ندارد.

فهرست

فصل اول: کلیات پژوهش

۲	مقدمه
۲	تشریح و بیان موضوع
۵	پرسش‌های پژوهش
۶	اهداف پژوهش و ضرورت آن
۷	فرضیه‌های پژوهش
۷	تعاریف عملیاتی پاره‌ای از واژه‌های مورد استفاده در تحقیق
۸	نهادها یی که می‌توانند از یافته‌های این پژوهش بهره‌گیرند
۹	نمونه آماری و نحوه جمع‌آوری آن
۹	روش شناسی پژوهش
۱۰	ساختار تحقیق

فصل دوم: ادبیات و پیشینه تحقیق

۱۲	مقدمه
۱۲	فرضیه‌های توضیح‌دهنده افت عملکرد در بلندمدت
۲۷	عملکرد عرضه اولیه سهام از منظر تئوری دیدگاه
۲۹	ساختار مالکیت و عملکرد سهام عرضه اولیه در بلندمدت
۳۵	پیشینه تحقیق
۴۷	خلاصه فصل

فصل سوم: روش تحقیق

۴۹	مقدمه
۴۹	روش شناسی پژوهش
۵۰	فرضیه‌های پژوهش
۵۲	متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها

۵۵	نحوه جمع آوری داده ها
۵۵	جامعه آماری و ویژگی های آن
۵۶	تجزیه و تحلیل داده ها
۵۷	خلاصه فصل

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۵۹	مقدمه
۵۹	خلاصه نظر سنجی
۶۰	آمار توصیفی
۶۵	کنترل برقراری فرض های رگرسیون
۶۷	آزمون فرضیه های تحقیق
۷۸	خلاصه فصل

فصل پنجم: خلاصه تحقیق و نتیجه گیری

۸۰	مقدمه
۸۰	خلاصه تحقیق
۸۲	ارزیابی و تشریح نتایج آزمون فرضیه ها
۸۶	نتیجه گیری
۸۶	محدودیت های تحقیق
۸۶	پیشنهادات مبتنی بر نتایج تحقیق
۸۷	پیشنهادات برای تحقیقات آتی
۸۸	خلاصه فصل

منابع

۹۰	منابع فارسی
۹۱	منابع انگلیسی

پیوست

۹۵	پیوست ۱ - نمودار و جدول آزمون گلموگروف - اسمیرنوف
----	---

- پیوست ۲- نمودارهای اسکاتریپلات - آزمون همسانی واریانس ۹۶
- پیوست ۳- جداول آزمون رگرسیون فرضیه اول ۱۰۲
- پیوست ۴- جداول آزمون رگرسیون فرضیه دوم ۱۰۳
- پیوست ۵- جداول آزمون T-test فرضیه سوم ۱۰۴
- پیوست ۶- جداول آزمون رگرسیون فرضیه چهارم ۱۰۵
- پیوست ۷-جدول آزمون برازش منحنی فرضیه چهارم ۱۰۶
- پیوست ۸- جداول آزمون رگرسیون فرضیه پنجم ۱۰۷
- پیوست ۹-جدول آزمون برازش منحنی فرضیه پنجم ۱۰۸
- پیوست ۱۰- جداول آزمون رگرسیون فرضیه ششم ۱۰۹
- پیوست ۱۱-جدول آزمون برازش منحنی فرضیه ششم ۱۱۰
- پیوست ۱۲- جداول آزمون رگرسیون چندگانه ۱۱۱

پیشگفتار

یکی از به صرفه ترین راه های تامین منابع مالی مورد نیاز شرکت ها ورود به بورس و عرضه سهام به عموم در بازار سرمایه است. علاوه بر وجوه حاصل از فروش سهام در عرضه اولیه، ورود به بورس مزایای دیگری نیز دارد.

عرضه اولیه سهام اخیراً مورد توجه محققان در سراسر جهان و به ویژه در ایران، قرار گرفته است. وجود ناهنجاری هایی که در بازار سهام عرضه اولیه مشاهده می شود، از جمله موارد توجه در این تحقیقات است. دو مورد ناهنجاری که مورد توافق اکثر محققان است، وجود بازده مثبت غیر عادی اولیه و افت عملکرد سهام عرضه اولیه در بلندمدت است. وجود چنین ناهنجاری هایی کارایی بازار اوراق بهادار را به چالش می کشاند.

شرکتها در زمان عرضه اولیه سهام دچار تغییرات زیادی می شوند. از جمله مهمترین این تغییرات، تغییراتی است که در ساختار مالکیت شرکتها رخ می دهد. محققان تلاش کرده اند تا تاثیر این گونه تغییرات را بر بازده کوتاه مدت و بلندمدت سهام عرضه اولیه شناسایی کنند. همچنین به نظر می رسد ویژگی های شرکت پیرامون عرضه اولیه، بر بازدهی سهام در کوتاه مدت و بلندمدت موثر باشد.

در این تحقیق تمرکز ما بر آن دسته ویژگی هایی است که ممکن است بر عملکرد بلندمدت عرضه اولیه در بلندمدت تاثیر بگذارند.

فصل اول

کلیات تحقیق

* مقدمه

* تشریح و بیان موضوع

* پرسشهای پژوهش

* اهداف پژوهش و ضرورت آن

* فرضیه های پژوهش

* تعاریف عملیاتی پاره ای از واژه های مورد استفاده در تحقیق

* نهادها یا موسساتی که می توانند از یافته های این پژوهش بهره

گیرند

* نمونه آماری و نحوه جمع آوری آن

* روش شناسی پژوهش

* ساختار تحقیق

مقدمه

دو وظیفه بسیار مهم یک سیستم مالی تسهیم ریسک میان سرمایه‌گذاران و تامین سرمایه مورد نیاز شرکت‌ها است. فرایند عرضه اولیه این دو وظیفه را انجام می‌دهد و به مالکان اولیه شرکت اجازه می‌دهد تا سرمایه را با انتقال قسمتی از ریسک شرکت به تعداد بیشتری سرمایه‌گذار، افزایش دهد (Pritsker, 2006). عرضه اولیه امکان دستیابی به سرمایه عمومی، به منظور تامین مالی و عملیاتی را با کمترین هزینه، برای شرکت‌ها ممکن می‌سازد. همچنین فرصتهایی را برای مبادله سهام شرکت فراهم می‌کند و مالکان شرکت را قادر می‌سازد تا سرمایه‌گذاری خود را تنوع بخشند و منافع خود را به بهترین وجه شکل دهند. نفس ورود به بورس وجهه شرکت را در بازار بهبود بخشیده و مزایای غیرمستقیمی برای شرکت به همراه دارد. از جمله اینکه به دلیل الزامات موجود و استقرار سیستم حسابداری مطلوبی که برای سهامداران اطلاعات صحیحی را فراهم می‌کند؛ شفافیت و افشا افزایش می‌یابد (Paun et al, 2006).

این فصل به تشریح موضوع تحقیق، پرسش‌های تحقیق، اهداف تحقیق و ضرورت آن، فرضیه‌های تحقیق و تعاریف عملیاتی پاره‌ای از واژه‌های مورد استفاده در تحقیق می‌پردازد. همچنین اطلاعات مربوط به جامعه آماری، نحوه جمع آوری داده‌ها، روش تجزیه و تحلیل آن‌ها و قلمرو تحقیق ارائه می‌گردد. در انتهای فصل نیز ساختار تحقیق به طور خلاصه ارائه می‌شود.

تشریح و بیان موضوع

عرضه اولیه زمانی صورت می‌گیرد که اوراق بهاداری با انتظار ایجاد یک بازار سیال، برای اولین بار به عموم مردم عرضه می‌شود. بسیاری از بنگاه‌های اقتصادی فعالیت خود را با تعداد محدودی سرمایه‌گذار آغاز می‌کنند و در صورتی که این سرمایه‌گذاران مایل به فروش سهام خود باشند، بازار سیالی برای سرمایه‌بنگاه وجود ندارد. هم‌زمان با رشد و افزایش نیاز بنگاه به سرمایه، مالکان درمی‌یابند که بهترین راه برای جذب سرمایه بیشتر، ورود به بورس و فروش سهام به طیف متنوعی از سرمایه‌گذاران است. زمانی که سرمایه‌بنگاه به صورت عمومی مبادله شود، به دلیل وجود یک بازار سیال، بنگاه می‌تواند با شرایط بهتری اقدام به تهیه سرمایه (از طریق انتشار سهام) کند، بعلاوه سهامداران فعلی نیز می‌توانند سهام خود را در بازار سرمایه عرضه کنند. با وجود

تمام این مزایا، عرضه اولیه با هزینه‌هایی از جمله هزینه تهیه اطلاعات مورد نیاز سرمایه‌گذاران و قانونگذاران، هزینه‌های قانونی، هزینه حسابرسی و حق‌الزحمه پذیره‌نویسی و هزینه زمان و تلاش مدیریت همراه است. یکی از هزینه‌های قابل توجه در این رابطه کاهش در وجوه حاصل از عرضه است؛ به این دلیل که سهام به قیمت عرضه، که غالباً کمتر از قیمت رایج بازار است، به فروش می‌رسد (Ritter, 1998). زمانی که یک شرکت برای جذب منابع مالی وارد بورس می‌شود، سهام عرضه شده با یک قیمت اولیه به فروش می‌رسد، که با یک افزایش ناگهانی در قیمت سهام در روز اول، منجر به ایجاد بازده غیر عادی می‌شود. این مساله تحت عنوان ارزان‌فروشی عرضه اولیه^۱ در سال‌های اخیر مورد پژوهش‌های بسیاری قرار گرفته است (paun et al, 2006).

عرضه اولیه سهام در واقع فروش سهام بنگاه‌هایی است که قبلاً توسط تعداد معدودی سرمایه‌گذار تامین مالی شده‌اند و ممکن است مالکان اصلی دارای اطلاعاتی در مورد بنگاه باشند که در اختیار عموم قرار نمی‌گیرد، این مساله منجر به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود (Ritter, 1998). با توجه به اینکه مالکان اصلی می‌توانند در مورد ورود به بورس و زمان آن تصمیم بگیرند، یک نوع عدم تقارن اطلاعاتی یعنی انتخاب نادرست^۲ ایجاد می‌شود (Ritter, 1998). انتخاب نادرست به این دلیل اتفاق می‌افتد که گروه‌های خاصی، از جمله مدیران و دیگر افراد درون سازمانی، اطلاعات بیشتری در مورد وضعیت حال و چشم‌انداز آینده شرکت دارند. این وضعیت می‌تواند بر توانایی افراد برای اخذ تصمیمات صحیح سرمایه‌گذاری، تاثیر بگذارد و در مقابل سرمایه‌گذاران هم با توجه به این موضوع از خرید اوراق بهادار شرکت پرهیز می‌کنند و این مانع بهینه شدن عملکرد بازار سرمایه و نیروی کار می‌شود (Scott, 2003).

علاوه بر عدم تقارن اطلاعاتی مربوط به مالکان اصلی، عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران برون سازمانی مطرح است. سرمایه‌گذاران برون سازمانی دو دسته‌اند: برخی از سرمایه‌گذاران در سطحی که برای عموم ممکن نیست به انگیزه‌های اقتصادی مالکان اصلی آگاهی دارند (سرمایه‌گذاران آگاه^۳)، در حالی که دسته دیگر

¹ Ipo underpricing

² Adverse selection

³ Informed investors

سرمایه‌گذاران، اطلاعات را تنها در سطحی که در اختیار عموم قرار می‌گیرد، دریافت می‌کنند (سرمایه‌گذاران ناآگاه⁴) (Bachmann, 2004). سرمایه‌گذاران آگاه یعنی سرمایه‌گذارانی که اطلاعات بهتری در رابطه با ارزش واقعی سهام دارند، تنها حاضر به خرید سهامی هستند که به گونه جذابی قیمت‌گذاری شده باشد. در عرضه‌های غیرجذاب، سرمایه‌گذاران ناآگاه، تمام سهامی را که مایل هستند دریافت می‌کنند، اما در عرضه‌های جذاب تقاضای آن‌ها توسط سرمایه‌گذاران آگاه محدود می‌شود. بنابراین برای نگهداری سرمایه‌گذاران غیرآگاه در بازار، یک بازده اضافی لازم است. با توجه به ناکافی بودن وجوه حاصل از سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران آگاه، برای یک عرضه اولیه موفق نیاز به مشارکت سرمایه‌گذاران ناآگاه نیز وجود دارد. در شرایطی که کسب منابع سرمایه‌ای عمده از عرضه اولیه مورد نیاز است، بازار مطلوب بازاری است که سرمایه‌گذاران ناآگاه نیز در آن حضور داشته باشند.

(paun et al, 2006). حضور سرمایه‌گذاران ناآگاه در بازار عرضه اولیه یک تعادل

پویا به وجود می‌آورد که دارای ویژگی‌های زیر است:

۱- ارزان‌فروشی عرضه اولیه یا بازده غیرعادی مثبت اولیه

۲- افت عملکرد عرضه اولیه در بلند مدت

۳- تغییرات چرخه‌ای در حجم مبادلات عرضه اولیه (Bachmann, 2004).

در این پژوهش تمرکز بر ویژگی دوم یعنی افت عملکرد عرضه اولیه در بلند مدت

است؛ ضمن اینکه ویژگی نخست، یعنی ارزان‌فروشی عرضه اولیه (بازده غیرعادی عرضه اولیه در کوتاه مدت) نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد. عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت به چند دلیل جالب توجه است: نخست از دیدگاه سرمایه‌گذار، وجود الگوی قیمتی، فرصتی به دست می‌دهد تا استراتژی مطلوب برای مبادله به منظور دستیابی به بهترین بازده تشخیص داده شود. دوم، وجود عملکرد غیر صفر در بلند مدت، کارایی اطلاعاتی بازارهای عرضه اولیه را به چالش می‌کشد. سوم، حجم عرضه اولیه در طول زمان، بی‌ثباتی‌های زیادی را نشان می‌دهد. اگر دوره‌های با حجم بالای مبادلات عرضه اولیه با افت عملکرد در بلند مدت همراه باشد، این مساله نشان می‌دهد که بنگاه زمان مناسبی را برای عرضه انتخاب کرده است. چهارم، هزینه افزایش سرمایه خارجی، برای

⁴ Uninformed investors

بنگاهی که وارد بورس می‌شود نه تنها به هزینه مبادلات در فرایند عرضه اولیه بستگی دارد، بلکه با بازده سرمایه‌گذاران در بازار ثانویه^۵ هم ارتباط دارد. هرچه بازده ناشی از بازار ثانویه کمتر باشد هزینه افزایش سرمایه برای چنین بنگاهی کمتر است (Ritter, 1991).

گروهی از محققان برای افت عملکرد بلندمدت عرضه اولیه بر توضیحات رفتاری و مبتنی بر انتظارات تاکید می‌کنند. در این گروه دسته‌ای تلاش می‌کنند تا عملکرد منفی بلند مدت را با استفاده از مدل‌های ارزش‌فیوشری توضیح دهند. برخی از نویسندگان فرضیه پشتیبانی قیمت^۶ را برای توضیح افت عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت مطرح می‌کنند. این فرضیه مبتنی بر این فرض است که پذیره‌نویسان^۷، قیمت عرضه اولیه را بطور ساختگی، بالا نگه می‌دارند و زمانی که حمایت آنها از قیمت سهام به پایان می‌رسد، قیمت‌ها به سمت ارزش واقعی خود تعدیل می‌شوند.

میلر^۸ (۱۹۷۷)، ریتتر^۹ (۱۹۹۱) و (۱۹۹۴) سرواس و راجان^{۱۰} (۱۹۹۴) افت عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت را به وجود سرمایه‌گذاران حاشیه‌ای و خوش‌بین نسبت می‌دهند و معتقدند با گذشت زمان و افزایش اطلاعات، احساسات خوشبینانه سرمایه‌گذاران کاهش یافته و ارزیابی آنان از ارزش سهام کاهش می‌یابد. گروه دیگری از محققان با استفاده از فرضیه هزینه نمایندگی^{۱۱} افت عملکرد در بلندمدت را توضیح داده‌اند. عده دیگری معتقدند که افت عملکرد در بلندمدت ممکن است به دلیل انتخاب نادرست معیار سنجش باشد (Khurshed, 1999).

پژوهش‌هایی که تاکنون در سراسر جهان و همچنین در ایران، در زمینه عملکرد بلند مدت عرضه اولیه انجام شده، بیانگر آن است که عملکرد منفی عرضه اولیه در بلند مدت، پدیده‌ای است که در اکثر بازارهای عرضه اولیه مشاهده می‌شود و مختص بازار یک کشور خاص نیست. این مساله کارایی اطلاعاتی بازار عرضه‌اولیه را به چالش

⁵ After market

⁶ Price support hypothesis

⁷ underwriters

⁸ Miller

⁹ Ritter

¹⁰ Servaes & Rajan

¹¹ Agency Costs

می‌کشاند. در ایران، با توجه به افزایش عرضه‌اولیه در سال‌های اخیر، به ویژه به دنبال مطرح شدن خصوصی‌سازی و سیاست‌های اصل ۴۴، بررسی عملکرد عرضه‌های اولیه در کوتاه‌مدت و بلندمدت اهمیت ویژه‌ای می‌یابد. با انجام این بررسی‌ها می‌توان راجع به کارایی اطلاعاتی بازار عرضه‌اولیه در ایران به نتایجی رسید. موضوع اصلی در این پژوهش بررسی تاثیر ویژگی‌های یک شرکت قبل از ورود به بورس و در بدو آن بر عملکرد بلند مدت عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران است.

پرسشهای پژوهش

- ۱- آیا بین اندازه شرکت در زمان عرضه اولیه و عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطهای وجود دارد؟
- ۲- آیا بین عملکرد شرکت قبل از عرضه اولیه و عملکرد بلند مدت عرضه اولیه رابطهای وجود دارد؟
- ۳- آیا بین نوع مالکیت شرکت قبل از عرضه اولیه و عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطهای وجود دارد؟
- ۴- آیا بین درصد مالکیت سهامداران عمده در فرایند عرضه اولیه و عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطهای وجود دارد؟
- ۵- آیا بین درصد مالکیت سهامداران اصلی پس از عرضه اولیه و عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطهای وجود دارد؟
- ۶- آیا بین بازده کوتاه‌مدت عرضه اولیه و عملکرد بلند مدت عرضه اولیه رابطه‌ای وجود دارد؟

اهداف پژوهش و ضرورت آن

در سالهای اخیر بازار بورس ایران شاهد رشد چشمگیری در زمینه عرضه اولیه سهام بوده است. این موضوع با مطرح شدن خصوصی سازی شرکتهای دولتی و اجرای سیاستهای اصل ۴۴ روند سریعتری به خود خواهد گرفت. بررسی بازده بلند مدت عرضه‌های اولیه به شناخت هرچه بیشتر کارایی اطلاعاتی بازار عرضه‌های اولیه کمک خواهد کرد. هدف این پژوهش بررسی آن دسته از متغیرهای قابل آزمونی است که ممکن است بر عملکرد بلندمدت عرضه اولیه تاثیر داشته باشد. در این پژوهش تلاش می‌شود تاثیر ویژگی‌های شرکت را قبل از ورود به بورس و در بدو آن بر عملکرد

بلندمدت سهام آن شناسایی کنیم. شناسایی عوامل موثر بر عملکرد بلندمدت سهام عرضه های اولیه به تصمیم گیری های صحیح سرمایه گذاری از سوی سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل کمک خواهد کرد. بدیهی است که اخذ تصمیمات صحیح و آگاهانه از سوی سرمایه گذاران به ارتقای بازار اوراق بهادار کمک خواهد کرد.

فرضیه های پژوهش

با بررسی ادبیات موضوع برای این پژوهش فرضیه های زیر طراحی شده است: .
فرضیه ۱- اندازه شرکت در زمان عرضه اولیه با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه معنی دار دارد.

فرضیه ۲- عملکرد شرکت قبل از عرضه اولیه با عملکرد بلند مدت عرضه اولیه رابطه معنی دار دارد.

فرضیه ۳- نوع مالکیت شرکت قبل از عرضه اولیه با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه معنی دار دارد.

فرضیه ۴- درصد مالکیت سهامداران عمده در فرایند عرضه اولیه با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه معنی دار دارد.

فرضیه ۵- درصد مالکیت سهامداران اصلی پس از عرضه اولیه با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه معنی دار دارد.

فرضیه ۶- بازده کوتاه مدت عرضه اولیه با عملکرد بلند مدت عرضه اولیه رابطه معنی دار دارد.

تعاریف عملیاتی پاره ای از واژه های مورد استفاده در تحقیق

- عرضه اولیه : ورود یک شرکت به بورس اوراق بهادار برای نخستین بار از طریق عرضه سهام به عموم.
- اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی خالص دارایی های شرکت در سال قبل از عرضه اولیه.
- عملکرد شرکت: نسبت سود عملیاتی قبل از استهلاک به کل دارایی های شرکت.
- درصد مالکیت سهامداران عمده: درصد سهامی که پس از عرضه اولیه در اختیار سهامداران عمده قرار می گیرد، نسبت به کل سهام شرکت.

• نوع مالکیت قبل از عرضه اولیه : منظور از نوع مالکیت، مالکیت دولتی یا غیردولتی قبل از عرضه اولیه است و به صورت درصد سهامی که در مالکیت دولت است محاسبه می‌شود.

• درصد مالکیت سهامداران اصلی پس از عرضه اولیه : درصد سهامی که پس از عرضه اولیه در مالکیت سهامداران اصلی باقی می‌ماند.

• سهامداران اصلی: مالکان شرکت قبل از عرضه اولیه سهام.

• بازده کوتاه‌مدت: تغییرات قیمت سهام در یک دوره کوتاه مدت نسبت به قیمت عرضه اولیه.

• عملکرد بلند مدت عرضه اولیه : تفاوت بازده سهام عرضه شده شرکت در یک دوره بلندمدت بعد از عرضه اولیه و بازده بازار در همان دوره.

• دوره کوتاه‌مدت: دوره‌ای دو ماهه که از اولین روز معامله سهام در بازار اوراق بهادار آغاز می‌شود. در این پژوهش انتخاب این دوره به عنوان دوره کوتاه مدت، بر اساس نظر سنجی از فعالان بازار سرمایه صورت گرفته است.

• دوره بلندمدت: دوره‌ای یک ساله که از پایان دومین ماه بعد از عرضه آغاز می‌شود. در این پژوهش انتخاب این مدت به عنوان دوره بلندمدت، بر اساس نظر سنجی از فعالان بازار سرمایه صورت گرفته است.

نهادهای یا موسساتی که می‌توانند از یافته‌های پژوهش بهره‌گیرند

نتایج این پژوهش می‌تواند مورد استفاده سازمان‌ها، گروه‌ها و افراد مختلف قرار گیرد. سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند با استفاده از نتایج این پژوهش در مورد کارایی اطلاعات بازار عرضه اولیه سهام به درستی قضاوت کرده و راهکارهای عملی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی برنامه‌ریزی کند. قانونگذاران با استفاده از نتایج این تحقیق قادر خواهند بود با شناسایی کاستی‌های موجود در قوانین مربوط به بازار عرضه اولیه اقدام به اصلاح و بهبود آن نمایند. تحلیلگران مالی با استفاده از نتایج این پژوهش می‌توانند تحلیل‌های خود را بهبود بخشند. بنگاه‌هایی که سهام آن‌ها به عموم عرضه نشده و قصد اقدام برای عرضه اولیه دارند می‌توانند از نتایج این تحقیق به منظور اجرای بهینه این فرایند بهره‌گیرند و سرانجام سرمایه‌گذاران می‌توانند موقعیت‌های سودآور در بازار عرضه اولیه را شناسایی و تصمیمات سرمایه‌گذاری صحیح اتخاذ کنند.

نمونه آماری و نحوه جمع آوری داده ها

در این پژوهش جامعه آماری شامل کلیه شرکتهای عضو بورس تهران غیر از شرکتهای سرمایه گذاری است، که در فاصله سالهای ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ وارد بورس اوراق بهادار شده و فرایند عرضه اولیه را انجام داده اند. با توجه به اینکه حجم جامعه محدود است، بررسی کلیه شرکتهای عضو جامعه مورد نظر قرار می گیرد. از آنجا که برخی شرکتها به دلیل در دسترس نبودن اطلاعات مورد نیاز از پژوهش حذف می شود، حجم نمونه مورد بررسی، اختلاف اندکی با جامعه آماری پژوهش دارد. برای جمع آوری داده های مورد نیاز این پژوهش از اطلاعات موجود در نرم افزارهای ره آورد نوین، تدبیر پرداز، صحرا و همچنین امید نامه ها و صورتهای مالی و یادداشتهای همراه موجود بر روی دو سایت <http://www.irbours.com> و <http://rdis.ir> استفاده شده است.

روش شناسی پژوهش

با توجه به تحقیقات انجام شده پیشین در رابطه با عملکرد بلند مدت عرضه اولیه در این پژوهش از مدل زیر استفاده می شود:

$$MABHR = B_0 + B_1 LNA + B_2 PROFIT + B_3 INSTIT + B_4 ORIGIN + B_5 MAAR + \delta_1 STATE$$

متغیر مستقل در این پژوهش عبارت است از عملکرد بلند مدت عرضه اولیه که

برای محاسبه آن از روش بازده خرید و نگهداری تعدیل شده بر اساس شاخص

بازار (MABHR) استفاده می شود. این مدل که برای اولین بار توسط ریتتر (۱۹۹۱)^{۱۲}

مورد استفاده قرار گرفت، بر اساس فرمول زیر محاسبه می شود.

$$MABHR_i = \sum_{t=3}^{t=14} \left[\ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) - \ln \left(\frac{I_{m,t}}{I_{m,t-1}} \right) \right]$$

که در فرمول فوق $P_{i,t}$ ، قیمت سهم i در پایان دوره t و $I_{m,t}$ ، شاخص بازار در

پایان ماه t می باشند.

متغیرهای مستقل در این پژوهش عبارتند از اندازه شرکت (LNA)، عملکرد

شرکت (PROFIT)، نوع مالکیت (STATE)، درصد مالکیت سهامداران عمده (INSTIT)،

درصد مالکیت سهامداران اصلی (ORIGIN)، بازده کوتاه مدت (MAAR).

^{۱۲} Ritter

ساختار تحقیق

فصل اول به بیان موضوع، پرسش‌های پژوهش، اهداف پژوهش و ضرورت آن اختصاص یافت. فرضیه‌های تحقیق تشریح و تعاریف عملیاتی برخی واژه‌های به کار گرفته شده در تحقیق، جامعه آماری و نمونه آماری و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز ارائه گردید.

فصل دوم به ادبیات موضوع می‌پردازد. ابتدا توضیحات و نظریات ارائه شده پیرامون عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت مطرح می‌شود. سپس خلاصه‌ای از پژوهش‌های انجام شده در رابطه با این موضوع در جهان و ایران ارائه می‌شود. در فصل سوم روش‌شناسی پژوهش مطرح می‌شود. در فصل مزبور، فرضیات پژوهش و روشهای آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌ها و بررسی روابط متغیرها به تفصیل ارائه می‌شود.

در فصل چهارم روابط متغیرها مورد بررسی قرار گرفته و فرضیه‌ها آزمون می‌شود و یافته‌ها و نتایج پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

فصل پنجم شامل خلاصه تحقیق، نتیجه‌گیری، محدودیتهای تحقیق و پیشنهادات جهت تحقیقات آتی میباشد.

فصل دوم

ادبیات و پیشینه تحقیق

✧ مقدمه

✧ فرضیه های توضیح دهنده افت عملکرد سهام عرضه اولیه در

بلندمدت

✧ عملکرد عرضه اولیه از منظر تئوری دیدگاه

✧ ساختار مالکیت و عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت

✧ پیشینه تحقیق

✧ خلاصه فصل

مقدمه

تحقیقات پیشین در سطح جهان و همچنین ایران نشان داده است که عرضه اولیه سهام در بلند مدت دچار ناهنجاری هایی است که عبارتند از:

الف) ارزانفروشی سهام عرضه اولیه یا بازده غیرعادی مثبت اولیه

ب) افت عملکرد سهام عرضه اولیه در بلند مدت

ج) تمرکز شدید انتشار سهام در دوره های معین (بازار داغ).

پژوهشگران دلایل مختلفی برای توضیح وقوع این ناهنجاری ها ارائه کرده اند. این فصل به بررسی برخی از توضیحات ارائه شده برای ناهنجاری دوم، یعنی افت عملکرد عرضه اولیه می پردازد.

فرضیه های توضیح دهنده افت عملکرد سهام عرضه اولیه در بلند مدت

۱- توضیحات مبتنی بر مالیه رفتاری^{۱۳}

افت عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت از دیدگاه مالیه رفتاری توسط ریتتر (۱۹۹۱)، لافران و ریتتر (۱۹۹۵ و ۲۰۰۰) و بیکر و وورگر^{۱۴} (۲۰۰۰) و هرشلیفر^{۱۵} (۲۰۰۱) مورد بررسی قرار گرفته است. از نقطه نظر آنها قیمت سهام از ارزش واقعی خود منحرف می شود و مدیران و موسسات تامین سرمایه از طریق تشویق سهامداران بسیار مشتاق به خرید این گونه سهام منافعی کسب می کنند.

زمانی که سهام منتشر می شود سرمایه گذاران ارزش آن را بیش از اندازه ارزیابی می کنند. با این وجود، زمانی که اطلاعات بتدریج افشا می شود، ارزش واقعی سهام آشکار می گردد. تجدید نظر در قیمت عرضه های اولیه ای که بالاتر از حد ارزیابی شده اند به این طریق، صورت می گیرد و افت عملکرد مشاهده می شود. دو دلیل مهم در این رابطه وجود دارد. نخست آنکه، سهامداران برخوردی انحرافی با ارزش سهام دارند و این در حالی است که سهامداران بسیار خوشبین قیمت سهام را تعیین می کنند. از سوی دیگر، انتشاردهندگان سهام می توانند زمان ظهور این پدیده ها را پیش بینی کنند و بنابراین از مزایای زمانی آن برای دستیابی به قیمتی که به اندازه کافی زیاد باشد، استفاده کنند. مطالعات تجربی که از این توضیحات حمایت می کند، با تئوری بازار کارا متفاوت

^{۱۳} behavioral finance

^{۱۴} Baker & Worgler

^{۱۵} Hirshleifer

است (Agarwal, 2007). توضیحات مبتنی بر تامین مالی رفتاری، در سه دسته به شرح زیر مطرح است.

۱-۱- فرضیه واگرایی نظرات

نظریه‌ای که اغلب برای توضیح افت عملکرد عرضه‌اولیه در بلند مدت مورد استفاده قرار می‌گیرد آن است که واگرایی نظرات در مورد ارزش سهام عرضه اولیه، با گذشت زمان به تدریج کاهش می‌یابد. به همین دلیل، ارزش سهام به سمت قیمت منصفانه آن کاهش می‌یابد. از آنجا که عرضه‌های اولیه به طور ذاتی به میزان چشمگیری دچار اختلاف نظرات هستند و خودبخود منجر به افزایش قیمت و نرخ بازده پایینتر می‌شود، این تاثیر بیشتر می‌شود (همان منبع).

میلر (۱۹۷۷) بیان می‌کند که واگرایی نظرات بین سرمایه‌گذاران خوشبین و بدبین، مشکلات قیمت سهام بعد از عرضه اولیه را توضیح می‌دهد. وی فرض می‌کند محدودیت‌هایی بر عرضه اولیه وجود دارد و سرمایه‌گذاران، انتظارات ناهمگن از ارزش شرکت دارند. سرمایه‌گذاران بسیار خوش‌بین، سهام عرضه اولیه را خریداری می‌کنند و ارزشگذاری آنان، قیمت مبادله روز اول را تعیین می‌کند. بازده غیرمعمول اولیه از ارزشگذاری خوشبینانه توسط سرمایه‌گذاران سرچشمه می‌گیرد و افت عملکرد در بلند مدت ممکن است به دلیل دستیابی به اطلاعات صحیح در مورد ارزش واقعی شرکت باشد. با کاهش واگرایی نظرات در مورد ارزش شرکت، ارزیابی خوشبین‌ترین سرمایه‌گذاران و بنابراین قیمت مبادله‌کاهش می‌یابد و منجر به افت عملکرد در بلندمدت می‌شود.

واقعیت تجربی آن است که سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری اوراق بهادار متفاوت عمل می‌کنند و این به دلیل مشکلات ناشی از دشواری برآورد ارزش اوراق بهادار نیست. در حالی که توافق جهانی میان نظریه‌پردازان وجود دارد که قیمت اوراق بهادار باید مساوی با ارزش فعلی تمام جریان‌های نقدی آتی باشد، اما اختلاف نظرانی در مورد نرخ تنزیل و برآورد سود سهام برای یک سال مشخص وجود دارد. بر همین اساس آگاروال (۲۰۰۷) بیان می‌کند که مفروضات کلی تئوری بازار کارا در مورد انتظارات همگن، قابل‌اعتراض است و ممکن است در رابطه با انتظارات همگن نیاز به بازنگری وجود داشته باشد.

۱-۲- فرضیه رهبری^{۱۶} یا فرضیه تمایلات زودگذر^{۱۷}

بررسی‌های مالی‌ه رفتاری بیانگر آن است که قیمت سهام تحت تاثیر مدیران و بانکهای تامین سرمایه و وضعیت بازار در زمان انتشار سهام دارای تمایلاتی است. به عنوان یکی از نتایج این تمایلات و سوگیری در شناخت می‌توان گفت سرمایه‌گذاران بدون هیچ وسیله‌ای تشخیص می‌دهند که مدیران مزایایی را به سوی خود هدایت می‌کنند. این فرضیه بیانگر آن است که در بازار عرضه اولیه تمایلات زودگذری وجود دارند و بانکهای تامین سرمایه نقش رهبر را بازی می‌کنند(همان منبع).

یکی از راه‌های جذب سرمایه‌گذاران، کاهش قیمت سهام است تا به طور ناگهانی ایجاد تقاضای مازاد کند. به این ترتیب، قیمت سهام در کوتاه مدت افزایش چشمگیری پیدا می‌کند که از آن به عنوان بازده غیرعادی مثبت اولیه یاد می‌شود. با گذشت زمان، برخلاف افزایش قبلی، قیمت سهام به سمت ارزش واقعی خود کاهش می‌یابد. این تئوری، پیش‌بینی می‌کند که شرکتهای با بیشترین بازده اولیه، کمترین بازده آتی را خواهند داشت و انتظار می‌رود که میزان افت عملکرد در بلند مدت ارتباط مثبتی با درجه ارزانفروشی داشته باشد. اگرچه ریتز (۱۹۹۹) شواهدی برای این موضوع ارائه کرد، اما یی^{۱۸} (۲۰۰۱) بیان می‌کند که بازده اولیه به طور کلی عامل تعیین کننده‌ای برای توضیح عملکرد بلندمدت نیست.

این فرضیه حاکی از آن است که در بازار دوره‌هایی وجود دارد که در آن، سرمایه‌گذاران، به طور کلی در مورد ارزش شرکت خوش بین هستند و قیمت را بالاتر از ارزش منصفانه شرکت برآورد می‌کنند. شرکتهای عرضه کننده قادر هستند از این فرصت استفاده کنند و سهام خود را به قیمت بالاتری به فروش رسانند(Ma,2003). شیلر^{۱۹} (۱۹۹۰) بیان می‌کند که در مقایسه با مدل‌های انتظارات معقول، در بازار تمایلات زودگذر وجود دارند؛ و ارزشگذاری بیش از اندازه بازار عرضه اولیه دلیلی بر وجود همین تمایلات زودگذر است که منجر به افت عملکرد در بلند مدت می‌شود. وی معتقد است که بانک تامین سرمایه، شرکتهایی را که وارد بورس می‌شوند زیر قیمت

^{۱۶} impresarios

^{۱۷} fads

^{۱۸} Yi

^{۱۹} Shiller