

# بررسی عوامل موثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت شرکتهای تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نویسندگان: دکتر رسول برادران حسن زاده<sup>۱\*</sup>، جلال اسپوکه<sup>۲</sup>

۱. عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز

۲. عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد مهاباد

\* Email: drh313@gmail.com

## چکیده

نبود اطلاعات کافی در خصوص عملکرد گذشته و حال شرکتهای تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، ابهام در خصوص چشم انداز آتی آنها و نبود سابقه معاملاتی برای سهام این شرکتها و نیز عدم تقارن اطلاعات بین عرضه کنندگان سهام جدید و سرمایه گذاران بیرونی باعث پیچیدگی فرآیند قیمت گذاری عرضه اولیه سهام در بورس می گردد و در نتیجه در چنین شرایطی شناسایی عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت شرکتهای تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اهمیت می یابد در این پژوهش، بازده کوتاه مدت سهام جدید و نیز عوامل موثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت شرکتهای تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. هدف از تحقیق تعیین این موضوع است که آیا عرضه اولیه سهام جدید در بورس اوراق بهادار تهران، دارای بازده غیر عادی در صورت وجود بازده غیر عادی عوامل موثر بر آن کدامند. این تحقیق پنج فرضیه را بررسی می کند. در این فرضیه ها اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم، عرضه عمده سهام جدید، بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید به بورس و نوع صنعت به عنوان متغیر مستقل و بازده غیر عادی کوتاه مدت شرکتهای جدید به عنوان متغیر وابسته می باشد. بررسی فرضیه های تحقیق به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون و تحلیل واریانس یک طرفه در دوره زمانی ۸۵-۱۳۸۱ نشان می دهد که از بین عوامل مختلف تنها نوع صنعت بر بازده غیر عادی کوتاه مدت تاثیر گذاشته است.

**واژگان کلیدی:** سهام تازه پذیرفته شده، بازده سهام، بازده غیر عادی کوتاه مدت

## دانشور

رشتار

مدیریت و پیشرفت

Management and  
achievement

• دریافت مقاله: ۸۸/۶/۱۴

• پذیرش مقاله: ۸۹/۶/۱۶

*Scientific-Research  
Journal of  
Shahed University  
Eighteenth Year  
No. 47-2  
Jun.Jul.2011*

دوماهنامه علمی - پژوهشی

دانشگاه شاهد

سال هجدهم - دوره جدید

شماره ۲-۴۷

تیر ۱۳۹۰

## مقدمه

یکی از مشخصه های بارز دنیای صنعتی امروز، وجود شرکتهای بزرگ سهامی است که کنترل اقتصادی بیشتر کشورها را بر عهده دارند. و سرمایه این شرکتهای از پس اندازه های میلیونها سرمایه گذار (سهامدار) تامین شده است. در این گونه شرکتهای، سهامداران (صاحبان شرکت) مدیریت را انتخاب می کنند، در عوض مدیریت باید برای تامین حداکثر منافع سهامداران تلاش کند. مدیرانی که به دنبال حداکثر کردن رفاه (ثروت) سهامداران هستند، در تلاش برای حداکثر کردن ارزش سهام شرکت هستند، و هر چه قیمت سهام بالاتر باشد، از دیدگاه سهامداران، مدیریت وظیفه اش را بهتر انجام داده است. بنابراین قیمت بازار سهام شرکت شاخصی است که بوسیله آن مدیریت مورد ارزیابی قرار می گیرد. (۱)

همچنین نبود اطلاعات کافی در خصوص عملکرد گذشته و حال شرکتهای تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، ابهام در خصوص چشم انداز آتی آنها، نبود سابقه معاملاتی برای سهام این شرکتهای و نیز عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه کنندگان سهام جدید و سرمایه گذاران بیرونی باعث پیچیدگی فرآیند قیمت گذاری عرضه اولیه سهام در بورس می گردد و در نتیجه در چنین شرایطی شناسایی عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت شرکتهای تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اهمیت می یابد. (۲)

## بیان مسئله

یکی از مباحث رایجی که در طی چند دهه گذشته بین اکثر سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل مطرح گردیده است، موضوع «عرضه اولیه اوراق بهادار»<sup>(۱)</sup> می باشد. شواهد تجربی حاکی از سه پدیده غیر عادی در رابطه با سهام جدید می باشد. این سه پدیده عبارتند از:

- بازده کوتاه مدت سهام جدید بیشتر از بازده بازار می باشد.<sup>(۲)</sup> به عبارت دیگر عرضه اولیه سهام جدید در بورس با تخفیف همراه می باشد و در

نتیجه سهام جدید در دوره کوتاه مدت دارای بازده غیر عادی مثبت می باشند.

- بازده بلند مدت سهام جدید کمتر از بازده بازار می باشد. به عبارت دیگر سهام جدید در دوره بلند مدت دارای بازده غیر عادی منفی می باشند.
- بین اضافه بازده سهام جدید در کوتاه مدت و کسر بازده در بلند مدت رابطه مستقیمی وجود دارد.

به منظور توجیه این سه پدیده غیر عادی تحقیقات و مطالعات متعددی در کشورهای مختلف جهان انجام پذیرفته است، یکی از محورهای اصلی در این تحقیقات بررسی روند تغییرات بازده سهام جدید (سهامی که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار عرضه می گردد) در مقایسه با بازده شاخص قیمت بورس اوراق بهادار در طی دوره زمانی مورد مطالعه و همچنین شناسایی عوامل موثر بر عملکرد کوتاه مدت سهام جدید می باشد. نتایج حاصل از تحقیقات انجام گرفته در کشورهای مختلف حاکی از این موضوع می باشد که بازده کوتاه مدت سهام جدید بیشتر از بازده کوتاه مدت بازار می باشد. یعنی سرمایه گذارانی که سهام جدید را در روزهای نخست عرضه اولیه در بورس خریداری می کنند و آن را در فاصله زمانی کوتاه مدت (حدوداً یک ماهه) در بورس اوراق بهادار به فروش می رسانند. به طور متوسط یک بازده اضافی نسبت به بازده بازار و شاخص بورس اوراق بهادار بدست می آورند. به عبارت دیگر قیمت عرضه اولیه سهام جدید در بورس کمتر از قیمت واقعی آن می باشد که اصطلاحاً گفته می شود سهام جدید با کسر قیمت و یا با تخفیف به فروش می رسد، به این پدیده «عرضه اولیه زیر قیمت» نیز گفته می شود. (۳)

مسئله اصلی در این تحقیق بررسی موضوع مذکور، همچنین شناسایی عوامل موثر بر بازده سهام جدید در دوره کوتاه مدت در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در این تحقیق به منظور بررسی عوامل موثر بر عملکرد کوتاه مدت سهام جدید از متغیرهایی چون اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم، عرضه عمده سهام

<sup>1</sup> Initial public offering

<sup>2</sup> Under pricing of Initial public offering

**فرضیه گرایش‌ها و علائق زودگذر<sup>(۴)</sup>**  
این فرضیه بیان می‌دارد که بازده کوتاه مدت سهام جدید و بازده بلند مدت سهام جدید با هم در ارتباط می‌باشند. بر طبق این فرضیه، بازار سهام جدید در معرض گرایش‌ها و علائق زودگذر سرمایه‌گذاران قرار دارد، به نحوی که سرمایه‌گذاران باعث می‌گردند تا قیمت سهام جدید موقتاً افزایش یابد. (11)

### فرضیه عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران

به طور کلی فرضیه عکس‌العمل بیش از اندازه بیانگر این مطلب می‌باشد که انسانها نسبت به اطلاعات، بیش از حد خوش بین یا مایوس می‌شوند و این به علت خصلت سفته‌بازی انسانها می‌باشد. همچنین لازم به توضیح می‌باشد که تحقیقات روانشناسی و رفتارشناسی از فرضیه عکس‌العمل بیش از اندازه حمایت می‌کنند. (۳)

### فرضیه حساب سفته‌بازی<sup>(۵)</sup> و فرضیه بازارهای سهام جدید داغ<sup>(۶)</sup>

«سهام داغ» به سهام جدیدی اطلاق می‌گردد که در عرضه اولیه در بورس، میزان تقاضا برای خرید آن بیشتر از میزان عرضه آن می‌باشد و در نتیجه عده‌ای از متقاضیان سهام که نمی‌توانند سهام مذکور را در عرضه اولیه خریداری نمایند، تمایل به خرید سهام جدید با قیمت بالاتر از قیمت بازار دارند و در نتیجه قیمت این سهام به طور موقت افزایش می‌یابد.

طبق فرضیه حساب سفته‌بازی، رفتار بازده سهام جدید در کوتاه مدت و بلند مدت با هم در ارتباط می‌باشند. بر طبق این فرضیه بازده اضافی سهام جدید تحت تأثیر رفتار

جدید، بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید به بورس و نوع صنعت استفاده شده است.

### اهداف تحقیق

اهداف این تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

۱- ارزیابی این موضوع که آیا عرضه اولیه سهام جدید در بورس اوراق بهادار تهران در دوره کوتاه مدت دارای بازده غیر عادی می‌باشد یا خیر.

۲- جمع‌آوری شواهد تجربی<sup>(۱)</sup> در خصوص شناسایی عوامل تأثیرگذار بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید.

### ادبیات تحقیق

#### عملکرد کوتاه مدت سهام جدید؛ نظریه هاو پیشینه تحقیق

##### فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی<sup>(۲)</sup>

فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌دارد که هر چه ابهام قبلی در خصوص ارزش واقعی شرکت بیشتر باشد میانگین عرضه زیر قیمت سهام جدید بیشتر می‌گردد.

مشهورترین مدل‌های مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی توسط (Baron , 1982) و (Rock , 1986) مطرح گردیده است. در مدل Baron بین انتشار دهندگان سهام و موسسات تأمین سرمایه آنها عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد در حالیکه در مدل Rock بین سرمایه‌گذاران مطلع و نامطلع عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. (8)

##### فرضیه علامت دهی<sup>(۳)</sup>

این فرضیه بیان می‌دارد که انتشار دهندگان سهام جدید به صورت داوطلبانه اقدام به عرضه زیر قیمت سهام جدید می‌نمایند تا بازار را متوجه سازند شرکت از کیفیت بالایی برخوردار است. (9), (10)

<sup>4</sup> Fads

<sup>5</sup> Speculative – bubble

<sup>6</sup> Hot Issues

<sup>1</sup> Empirical

<sup>2</sup> Information asymmetry

<sup>3</sup> Signaling Hypothesis

## ۹) فرضیه جبران ریسک پذیری و خدمات خریداران اولیه

این فرضیه بیان می‌دارد که فروشندگان اوراق بهادار به این علت سهام جدید را در عرضه اولیه در بورس، زیر قیمت عرضه می‌نمایند که بتوانند نظر سرمایه‌گذاران را به خرید سهامی که هیچ مبنای قیمتی در بازار ندارد و از عدم اطمینان بالایی برخوردار می‌باشد، جلب نمایند. این فرضیه مبتنی بر ریسک‌گریزی خریداران اولیه سهام جدید می‌باشد. (14)

سرمایه‌گذارانی قرار دارد که نتوانسته‌اند سهام جدید را به قیمت‌های عرضه اولیه خریداری کنند. (12)

## فرضیه بیمه ضمنی در مقابل مسئولیت‌های قانونی

بر طبق این فرضیه انتشار دهندگان سهام جدید و موسسات تأمین سرمایه آنها همواره نگران مشکلات قانونی بالقوه ناشی از انتشار سهام جدید به قیمت گران می‌باشند. بنابراین از قیمت گذاری پایین سهام جدید به عنوان یک شکل کارای بیمه در مقابل مسئولیت‌های بالقوه قانونی خود استفاده می‌کنند. (13)

## فرضیه شهرت موسسات تأمین سرمایه

بر طبق این فرضیه نوع موسسات تأمین سرمایه، شهرت و اعتبار این موسسات می‌تواند بر قیمت سهام جدید اثر بگذارد. (۲)

## فرضیه ریسک‌گریزی تضمین‌کننده فروش اوراق بهادار<sup>(۱)</sup>

یکی از معروفترین دلایلی که در خصوص عرضه زیر قیمت اوراق بهادار جدید مطرح شده است، فرضیه ریسک‌گریزی تضمین‌کننده فروش اوراق بهادار می‌باشد. بر طبق این فرضیه یکی از دلایل اصلی عرضه زیر قیمت سهام جدید، مربوط به ریسک‌گریزی موسسات تأمین سرمایه ای است که مسئولیت فروش اوراق بهادار را بر عهده دارند، به این صورت که معمولاً موسسات تأمین سرمایه به منظور کاهش ریسک و مخاطرات ناشی از قیمت گذاری بالای اوراق بهادار جدید، از سیاست عرضه زیر قیمت سهام جدید استفاده می‌نمایند. (14)

<sup>1</sup> Risk Aversion

جدول ۱. خلاصه ای از نتایج تحقیقات دانشگاهی در خصوص عملکرد کوتاه مدت شرکتهای جدید

نتایج تحقیقات دانشگاهی در رابطه با عرضه اولیه سهام جدید			
مؤلف	دوره زمانی تحقیق	قلمرو مکانی تحقیق	یافته های اصلی
Lay R. Ritter (1991)	۱۹۷۵-۱۹۸۴	بورس آمریکا	عرضه اولیه سهام جدید با تخفیف همراه بوده و در نتیجه سهام جدید در کوتاه مدت دارای بازده غیر عادی مثبت می باشند
Merio Levis (1993)	۱۹۸۰-۱۹۸۸	بورس انگلستان	عرضه اولیه سهام جدید در کشور انگلستان با تخفیف همراه بوده و در نتیجه سهام جدید در کوتاه مدت دارای بازده غیر عادی مثبت می باشند .
Andrea Schertler (2006)	۱۹۹۶-۲۰۰۰	بورس پاریس و فرانکفورت	در بورس پاریس ، اندازه شرکت و عملکرد بورس اوراق بهادار ، تاثیر مثبتی بر عرضه زیر قیمت سهام جدید دارند .
Giancarlo Giudici , Peter Roosenboom (2005)	۱۹۹۶-۲۰۰۱	بورس پاریس ، فرانکفورت ، هلند ، مکزیک و ایتالیا	در بازار فرانکفورت آلمان ، شهرت موسسات تامین سرمایه تاثیر منفی بر عرضه زیر قیمت سهام جدید دارد و عدم اطمینان تاثیر مثبتی بر عرضه زیر قیمت سهام جدید دارد .
			اطلاعات عمومی به صورت کامل در قیمت پیشنهادی نهایی دخالت ندارد .
			میزان ریسک شرکتهای جدید رابطه مثبتی با عرضه زیر قیمت سهام جدید دارد .
			هر چه حجم عرضه سهام شرکتهای جدید بیشتر باشد بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید کاهش می یابد
			معمولاً عرضه سهامی که از طریق اینترنت انجام می گردد ، قیمت پایین تری دارند .

نتایج تحقیقات دانشگاهی در رابطه با عرضه اولیه سهام جدید			
یافته های اصلی	قلمرو مکانی تحقیق	دوره زمانی تحقیق	مؤلف
درصد سهام قابل معامله دارای رابطه مهم و مثبتی با بازده اولیه سهام جدید می باشد .	بورس چین	۱۹۹۹-۲۰۰۲	Liu Ti (2003)
سهام جدیدی که از شیوه قیمت گذاری P/E استفاده می کنند نسبت به سهام جدیدی که از شیوه Book – Building استفاده می کنند دارای بازده اولیه کمتری می باشند .			
خصوص سازی شرکت‌های دولتی نقش مهمی را در میزان تخفیف و بازده اولیه کوتاه مدت داشته است .	بورس مجارستان	۱۹۹۰-۲۰۰۲	Ibolya Schindele Enrico c Perotti. (2006)
سهام جدید عرضه شده از طرف دولت به طور چشمگیری بیشتر از سایر عرضه های اولیه دارای تخفیف قیمت می باشند			
. عرضه اولیه سهام جدید در کشور سوئیس همانند سایر کشورها با تخفیف انجام می گیرد	بورس سوئیس	۱۹۸۳-۲۰۰۲	Wolfgan Drobetz Matthias Kammermann UrsWalchli (2005)
روش قیمت گذاری Book – Building در مقایسه با روش قیمت گذاری ثابت و روش حراج روش دقیقتری می باشد			
عرضه اولیه سهام جدید در کشور آتن همانند سایر کشورهای با تخفیف انجام می گیرد .	بورس آتن	۱۹۹۰-۲۰۰۱	Dimitrios Grunopoulos (2005)
شرایط بازار ( رونق یا رکورد در بازار ) به عنوان مهمترین عامل تاثیر گذار بر عرضه زیر قیمت سهام جدید می باشد			

نتایج تحقیقات دانشگاهی در رابطه با عرضه اولیه سهام جدید			
مؤلف	دوره زمانی تحقیق	قلمرو مکانی تحقیق	یافته های اصلی
محمد رضا ذاکری (۱۳۷۵)	۱۳۶۹-۱۳۷۱	بورس اوراق بهادار تهران	شرکتهای جدید طی دوره کوتاه مدت دارای بازده اضافی نسبت به شاخص بورس اوراق بهادار می باشند و طی دوره بلند مدت دارای کسر بازده می باشند .
داریوش دموری (۱۳۸۱)	۱۳۶۹-۱۳۷۴	بورس اوراق بهادار تهران	در بورس تهران ، سهام جدید داغ وجود ندارد و سهام جدید در معرض عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران قرار ندارد . با این حال در بعضی از صنایع فرضیه گرایشات و علائق زودگذر و فرضیه عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران مصداق دارد . تنها متغیری که عملکرد بلند مدت سهام جدید را تحت تاثیر قرار می دهد ، عملکرد بلند مدت بازار است که نشانگر تاثیر شرایط بازار بر عملکرد بلند مدت سهام جدید می باشد .

### فرضیه های تحقیق

**فرضیه ۵)** نوع صنعت بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید تاثیر دارد.

فرضیه های این تحقیق به شرح زیر می باشند:  
**فرضیه ۱)** بین اندازه شرکت و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید ارتباط وجود دارد.

### متغیر های تحقیق

**فرضیه ۲)** بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید ارتباط وجود دارد.

### متغیر وابسته

**فرضیه ۳)** بین حجم عرضه عمده سهام جدید و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید ارتباط وجود دارد.

- **بازده غیر عادی کوتاه مدت** : منظور اضافه یا کسر بازده سهام جدید نسبت به بازده شاخص بورس طی دوره کوتاه مدت می باشد. (جهت سنجش متغیر، سی روز کاری بورس در نظر گرفته شده است)  
که برای هر سهم به صورت زیر محاسبه می شود :

**فرضیه ۴)** بین بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید به بورس اوراق بهادار و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید ارتباط وجود دارد.

$$ar_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$ar_{it}$  : بازده غیر عادی سهم  $i$  در ماه  $t$

$R_{it}$  : نرخ بازده سهام  $i$  در ماه  $t$

$P_{0i}$ : اولین قیمت عرضه سهم  $i$  در بورس اوراق بهادار

- نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم :

عبارت است از ارزش دفتری هر سهم تقسیم بر قیمت عرضه اولیه سهام در بورس. برای هر یک از شرکتهای مورد مطالعه، از رابطه زیر استفاده گردیده است :

$$E_i = \frac{BV_i}{P_{0i}}$$

$E_i$ : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهم  $i$

$BV_i$ : ارزش دفتری سهم  $i$  در تاریخ ورود شرکت به بورس اوراق بهادار

$P_{0i}$ : اولین قیمت عرضه سهم  $i$  در بورس اوراق بهادار

- عرضه عمده سهام جدید: منظور عرضه لااقل ۵٪ از میزان سهام منتشره شرکت می باشد که در یک روز معاملاتی پس از ورود به بورس اوراق بهادار عرضه شده باشد. برای تعیین اینکه آیا سهام جدید طی دوره کوتاه مدت دارای عرضه عمده می باشد یا خیر، در هر روز معاملاتی از رابطه زیر استفاده گردیده است :

$$V_i = \frac{n_i}{N_i} \times 100$$

$V_i$ : درصد عرضه سهم

$n_i$ : تعداد سهام عرضه شده شرکت  $i$  در یک روز معاملاتی

$N_i$ : تعداد کل سهام شرکت  $i$  در تاریخ شروع معامله در بورس اوراق بهادار

در صورتیکه  $V_i$  بزرگتر یا مساوی ۵٪ باشد، شرکت  $i$  دارای عرضه عمده می باشد و در غیر این صورت، شرکت  $i$  عرضه عمده نداشته است.

- بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید :

برای این کار شرکتهای مورد مطالعه را بر اساس تاریخ ورود به بورس مرتب نموده و سپس بازده ماه گذشته بازار را که بر اساس رابطه زیر محاسبه شده است، در کنار هر یک از شرکتهای منظور گردیده است.

$R_{mt}$ : بازده بورس در ماه  $t$

بنابراین برای محاسبه  $R_{it}$  (نرخ بازده سهم  $i$  در ماه  $t$ ) از رابطه زیر استفاده گردیده است :

$$R_{it} = \frac{(1 + a + \beta)P_1 - P_0 - 1000\beta}{P_0} \times 100$$

$R_{it}$ : بازده واقعی شرکت  $i$  در دوره  $t$

$P_1$ : قیمت سهام در پایان دوره

$P_0$ : قیمت سهام در اول دوره

$\alpha$ : درصد کل افزایش سرمایه از محل اندوخته ها و سود انباشته

$\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات .

قیمت اسمی هر سهم شرکتهای بورسی ۱۰۰۰ ریال می باشد. (۳)

برای محاسبه  $R_{mt}$  (بازده بورس در ماه  $t$ ) از رابطه زیر استفاده شد :

$$R_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{m0}}{I_{m0}}$$

$R_{mt}$ : بازده بورس در ماه  $t$

$I_{mt}$ : شاخص بورس در پایان ماه  $t$

$I_{m0}$ : شاخص بورس در آغاز ماه  $t$

منظور از شاخص بورس، شاخص کل (شاخص قیمت) شاخصی برای ارزیابی تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار می باشد. (۴)

### متغیرهای مستقل

- اندازه شرکت : اندازه شرکت عبارت است از تعداد کل سهام شرکت جدید در تاریخ ورود به بورس در اولین قیمت عرضه سهام جدید.

برای محاسبه اندازه هر یک از شرکتهای مورد مطالعه از رابطه زیر استفاده شده است :

$$S_i = N_i \times P_{0i}$$

$S_i$ : اندازه شرکت  $i$

$N_i$ : تعداد سهام شرکت  $i$  در تاریخ ورود شرکت به بورس اوراق بهادار



- شرکت جدید حداقل تا دو سال پس از عرضه اولیه در بورس از تابلو بورس اوراق بهادار حذف نگردیده باشد .  
- اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد .  
بر این اساس جامعه آماری این تحقیق متشکل از ۹ گروه متجانس و ۱۱۳ شرکت می باشد .  
فهرست این شرکتها در جدول شماره (۱) پیوست ارائه شده است .  
طی دوره ۵ ساله تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران ، سهام ۱۱۳ شرکت جدید برای اولین بار مورد معامله قرار گرفته است .

### فنون تجزیه و تحلیل اطلاعات

#### آزمون نرمال بودن توزیع داده ها

یکی از آزمونها جهت بررسی دادهها (نرمال یا عدم نرمال بودن توزیع دادهها) آزمون (K-S)<sup>(۱)</sup> است که برای نتیجه گیری آزمون فوق می توان به روش زیر عمل کرد:  
چنانچه مقدار (K-S) بین  $+1/96$  و  $-1/96$  یا Sig بیشتر از ۰.۵٪ باشد با اطمینان ۹۵٪ می توان به نرمال بودن توزیع دادهها حکم نمود، یعنی توزیع جامعه نرمال می باشد . (۱) و (۵) و (۷)  
بنابراین نتایج حاصل از آزمون ذکر شده در طی دوره ۵ ساله تحقیق به شرح جدول شماره (۲) بدست آمده است.

$$R_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{m0}}{I_{m0}}$$

$R_{mt}$ : بازده بورس در ماه قبل از پذیرش شرکت جدید به بورس

$I_{mt}$ : شاخص بورس در ابتدای یک ماه روز کاری پذیرش شرکت جدید در بورس

$I_{m0}$ : شاخص در پایان یک ماه روز کاری قبل از پذیرش شرکت جدید در بورس (6)

### نوع صنعت

برای بررسی اثر متغیر نوع صنعت بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید ، شرکتهای نمونه تحقیق بر مبنای نوع فعالیتشان در ۹ گروه صنعت طبقه بندی گردیده اند و از آنجائیکه متغیر مستقل نوع صنعت یک متغیر کیفی می باشد برای آزمون این موضوع که آیا بین نوع صنعت و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید رابطه معناداری وجود دارد یا خیر ، از آزمون تحلیل واریانس یک طرفه استفاده گردیده است .

### نوع روش تحقیق

روش تحقیق از نوع همبستگی می باشد، یعنی بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها از طریق رگرسیون، و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویداری (با استفاده از اطلاعات گذشته) می باشد.  
از طرفی دیگر چون تحقیق مبتنی بر اطلاعات واقعی شرکت ها بوده لذا تحقیق از نوع تجربی است.

### قلمرو تحقیق

در این تحقیق شرکتهای تشکیل دهنده جامعه آماری تحقیق ، شرکتهایی می باشند که سهام آنها از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا انتهای سال ۱۳۸۵ برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله قرار گرفته است و دارای شرایط ذیل می باشند .  
- تاریخ عرضه اولیه سهام شرکت در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی بین سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ باشد .

<sup>1</sup>kolmogorov –smirnov

جدول ۲. آزمون نرمال بودن توزیع داده ها

نام متغیر	تعداد	Z آماره (k-s)	سطح معنی دار
اندازه شرکت	۱۱۳	۰/۷۸۸	۰/۶۵۲
بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید	۱۱۳	۱/۱۴۱	۰/۵۱۳
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم	۱۱۳	۰/۸۰۳	۰/۶۷۴
بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید	۱۱۳	۱/۳۷۸	۰/۴۳۲
حجم عرضه عمده سهام جدید	۱۱۳	۱/۷۳۸	۰/۳۵۹

**فرضیه اول:** بین اندازه شرکت و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید ارتباط وجود دارد.  $R_t = \alpha + \beta S_t + e$

جدول ۳. اندازه شرکت و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام

نتیجه آزمون	ضریب متغیر مستقل ( $\beta$ )	سطح معنی داری (P-Value)	F آزمون	R	توان تبیین		متغیر وابسته	نمونه مورد بررسی
					تعدیل شده $R^2$	$R^2$		
فرض $H_1$ رد می شود	-۳/۰۷	۰/۳۳۲	۰/۹۴۹	-۰/۰۹۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۹	بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید	کل نمونه

بنابراین نتیجه گرفته می شود، این فرضیه در سطح معنی داری ۰/۹۵ اطمینان رد می شود. یعنی فرض  $H_1$  رد و فرض  $H_0$  قبول می شود.

**فرضیه دوم:** بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید ارتباط وجود دارد.

$$R_t = \alpha + \beta E_t + e$$

همانطوریکه از جدول فوق ملاحظه می گردد، ضریب همبستگی پیرسون برای تعیین ارتباط دو متغیر اندازه شرکت و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید برابر  $r = -۰/۰۹۲$  با سطح معنی داری (P-Value)  $p = ۰/۳۳۲$  بدست آمده است.

از این رو با توجه به اینکه سطح معنی داری از ۰/۰۵ بیشتر است و مقدار آماره F برای این آزمون  $F = ۰/۹۴۹$  آزمون F کمتر از F جدول می باشد ( $F = ۳/۸۴$  جدول F)

جدول ۴. عرضه عمده سهام جدید و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید

نتیجه آزمون	ضریب متغیر مستقل ( $\beta$ )	سطح معنی داری (P-Value)	F آزمون	R	توان تبیین		متغیر وابسته	نمونه مورد بررسی
					تعدیل شده $R^2$	$R^2$		
فرض $H_1$ رد می شود	-۰/۷۲۹	۰/۳۸۶	۰/۷۵۹	-۰/۰۸۴	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۷	بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید	کل نمونه

می باشد (جدول ۳/۸۴ = F) بنابراین نتیجه گرفته می شود، این فرضیه در سطح معنی داری ۰/۹۵ اطمینان رد می شود. یعنی  $H_1$  رد و  $H_0$  قبول می شود.

**فرضیه چهارم:** بین بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید به بورس و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید ارتباط وجود دارد.

$$R_t = \alpha + \beta R_{m(t-1)} + e$$

همانطوریکه از جدول (۵) ملاحظه می گردد، ضریب همبستگی پیرسون برای تعیین ارتباط دو متغیر حجم عمده سهام جدید و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید برابر  $r = -0.092$  با سطح معنی داری (P-Value)  $P = 0.345$  بدست آمده است. از این رو با توجه به اینکه سطح معنی داری از ۰/۰۵ بیشتر است، و مقدار آماره F برای این آزمون ( $F = 0.899$  آزمون F). کمتر از F جدول

جدول ۵. بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید به بورس و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید

نتیجه آزمون	ضریب متغیر مستقل ( $\beta$ )	سطح معنی داری (P-Value)	F آزمون	R	توان تبیین		متغیر وابسته	نمونه مورد بررسی
					تعدیل شده $R^2$	$R^2$		
فرض $H_1$ رد می شود	-۰/۰۱۲	۰/۵۲۱	۱/۶۶۰	۰/۱۲۲	۰/۰۰۶	۰/۰۱۵	بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید	کل نمونه

بنابراین نتیجه گرفته می شود، این فرضیه در سطح معنی داری ۰/۹۵ اطمینان رد می شود. یعنی  $H_1$  رد و  $H_0$  قبول می شود.

**فرضیه پنجم:** نوع صنعت بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید تاثیر دارد.

دوره مورد بررسی: ۸۵-۱۳۸۱

همانطوریکه از جدول فوق ملاحظه می گردد، ضریب همبستگی پیرسون برای تعیین ارتباط بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید به بورس و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید برابر  $r = 0.122$  با سطح معنی داری (P-Value)  $P = 0.521$  بدست آمده است. از این رو با توجه به اینکه سطح معنی داری از ۰/۰۵ بیشتر است، و مقدار آماره F برای این آزمون ( $F = 1.660$ ) کمتر از F جدول می باشد (جدول ۳/۸۴ = F) آزمون F).

جدول ۶. نوع صنعت و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید

تغییرات	مجموع مجذورات	درجه آزادی (d.f)	میانگین انحراف مجذورات	F (آزمون)	سطح معنی داری (P-Value)
بین گروه	۳۱۲۰۸۰/۱۶	۸	۳۹۰۱۰/۰۲۰	۱/۹۹۱	۰/۰۴۸
درون گروه	۲۰۱۸۴۵۰/۷	۱۰۳	۱۹۵۹۶/۶۰۹		
کل	۲۳۳۰۵۳۰/۸	۱۱۱			

جدول ۷. بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید

نوع صنعت و کدگذاری صنایع	تعداد	میانگین	انحراف استاندارد	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
۱- استخراج کانی‌های فلزی و سایر معادن	۵	-۲۷/۷۷	۴۲/۸۱۰۴۶	۱۹/۱۴۵۴۲	-۹۹/۸۴	۷/۹۸
۲- خودرو و ساخت وسایل نقلیه موتوری	۹	۵۰/۳۰۷۵	۹۹/۸۰۷۳۹	۳۵/۲۸۲۷۴	-۲۱/۹۹	۲۸۷/۶۱
۳- ساخت فلزات اساسی و فابریکی	۱۰	-۴/۲۶۸۴	۳۵/۴۵۱۶۶	۱۱/۲۱۰۸۰	-۵۸/۲۱	۳۳/۸۱
۴- ساخت ماشین‌آلات، تجهیزات و دستگاههای برقی	۱۰	۸۶/۸۸۹۰	۲۷۴/۹۰۱۰۳	۸۶/۹۳۱۳۴	-۵۶/۳۴	۸۵۷/۱۰
۵- محصولات کانی‌های غیر فلزی	۲۰	۹۸/۳۹۰۵	۱۵۹/۱۶۲۹۴	۳۵/۵۸۹۹۱	-۴۹/۹۰	۴۸۱/۲۷
۶- ساخت مواد و محصولات شیمیایی، پلاستیکی و نفتی	۱۹	۱۴۵/۰۸۰۵	۱۹۸/۹۸۹۹۸	۴۵/۶۵۱۴۳	-۲۷/۴۵	۵۶۴/۲۳
۷- غذایی، آشامیدنی و فرآورده‌های کاغذی	۶	۳۳/۹	۳۳/۶۹۸۳۱	۱۳/۷۵۷۲۸	۰/۰۰	۹۲/۷۳
۸- فعالیتهای جنبی، خدماتی و واسطه‌گری مالی	۲۵	۲۳/۴۶۱۸۲	۳۸/۴۸۶۷۸	۷/۶۹۷۳۶	۰/۰۰	۱۴۴/۷۹
۹- ساختمان	۹	۱۳/۰۸۰۰	۴۲/۷۸۵۷۲	۱۴/۲۶۱۹۱	-۵۸/۹۵	۹۳/۸۱
کل	۱۱۳	۶۰/۰۱۷۷	۱۴۴/۸۹۹۱۸	۱۳/۶۹۱۶۹	-۹۹/۸۴	۸۷۵/۱۰

(نتایج حاصل از آزمون جنبی/تعقیبی LSD به شرح جدول شماره (۹) می باشد) از این رو، در مواردی که سطح معنی داری Sig با توجه به جدول تعقیبی LSD کمتر از ۵٪ باشد تفاوت معنی داری بین بازده های غیر عادی دو صنعت وجود دارد در این راستا مطابق جدول شماره (۹) نتایج ارائه شده است.

همانطوریکه از جدول (۷) و (۸) ملاحظه می گردد. میانگین بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید ۹ صنعت ذکر شده ۶۰/۰۱۷۷ درصد و  $p=0.048$  و  $F=1/991$  بدست آمده است و همچنین با توجه به نتایج آزمون ANOVA، چون سطح معنی داری آزمون کمتر از ۰/۰۵ می باشد، لذا اختلاف بین گروههای مختلف (انواع صنعت) از نظر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید معنی دار بوده است. لذا از آزمون جنبی/تعقیبی LSD جهت مقایسه دو به دوی گروهها استفاده گردیده است.

جدول ۸. جدول تعقیبی LSD

(I) TYPE	(J) TYPE	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
گروه						
1.00	2.00	-78.0775	79.80537	.330	-236.3526	80.1976
	3.00	-23.5019	76.67452	.760	-175.5677	128.5639
	4.00	-114.6590	76.67452	.138	-266.7248	37.4068
	5.00	-126.1605	69.99394	.074	-264.9770	12.6560
	6.00	- 172.8505(*)	70.36137	.016	-312.3957	-33.3053
	7.00	-61.6700	84.76688	.469	-229.7851	106.4451
	8.00	-51.2382	68.57978	.457	-187.2501	84.7736
	9.00	-40.8500	78.08151	.602	-195.7063	114.0063
2.00	1.00	78.0775	79.80537	.330	-80.1976	236.3526
	3.00	54.5756	66.40209	.413	-77.1173	186.2685
	4.00	-36.5815	66.40209	.583	-168.2744	95.1114
	5.00	-48.0830	58.56113	.414	-164.2252	68.0592
	6.00	-94.7730	58.99980	.111	-211.7852	22.2392
	7.00	16.4075	75.60210	.829	-133.5314	166.3464
	8.00	26.8393	56.86335	.638	-85.9358	139.6143
	9.00	37.2275	68.02189	.585	-97.6779	172.1329
3.00	1.00	23.5019	76.67452	.760	-128.5639	175.5677
	2.00	-54.5756	66.40209	.413	-186.2685	77.1173
	4.00	-91.1571	62.60449	.148	-215.3183	33.0041
	5.00	-102.6586	54.21708	.061	-210.1854	4.8682
	6.00	- 149.3486(*)	54.69060	.007	-257.8145	-40.8827
	7.00	-38.1681	72.28943	.599	-181.5371	105.2009
	8.00	-27.7363	52.37867	.598	-131.6171	76.1444
	9.00	-17.3481	64.32000	.788	-144.9116	110.2154

جدول ۹. بازده غیر عادی کوتاه مدت - تعقیبی LSD

ادامه جدول تعقیبی LSD						
4.00	1.00	114.6590	76.67452	.138	-37.4068	266.7248
	2.00	36.5815	66.40209	.583	-95.1114	168.2744
	3.00	91.1571	62.60449	.148	-33.0041	215.3183
	5.00	-11.5015	54.21708	.832	-119.0283	96.0253
	6.00	-58.1915	54.69060	.290	-166.6574	50.2744
	7.00	52.9890	72.28943	.465	-90.3800	196.3580
	8.00	63.4208	52.37867	.229	-40.4600	167.3015
	9.00	73.8090	64.32000	.254	-53.7545	201.3725
5.00	1.00	126.1605	69.99394	.074	-12.6560	264.9770
	2.00	48.0830	58.56113	.414	-68.0592	164.2252
	3.00	102.6586	54.21708	.061	-4.8682	210.1854
	4.00	11.5015	54.21708	.832	-96.0253	119.0283
	6.00	-46.6900	44.84675	.300	-135.6330	42.2529
	7.00	64.4905	65.16082	.325	-64.7406	193.7216
	8.00	74.9223	41.99637	.077	-8.3676	158.2121
	9.00	85.3105	56.18925	.132	-26.1276	196.7486
6.00	1.00	172.8505(*)	70.36137	.016	33.3053	312.3957
	2.00	94.7730	58.99980	.111	-22.2392	211.7852
	3.00	149.3486(*)	54.69060	.007	40.8827	257.8145
	4.00	58.1915	54.69060	.290	-50.2744	166.6574
	5.00	46.6900	44.84675	.300	-42.2529	135.6330
	7.00	111.1805	65.55533	.093	-18.8330	241.1941
	8.00	121.6123(*)	42.60592	.005	37.1135	206.1111
	9.00	132.0005(*)	56.64628	.022	19.6560	244.3451
7.00	1.00	61.6700	84.76688	.469	-106.4451	229.7851
	2.00	-16.4075	75.60210	.829	-166.3464	133.5314
	3.00	38.1681	72.28943	.599	-105.2009	181.5371
	4.00	-52.9890	72.28943	.465	-196.3580	90.3800
	5.00	-64.4905	65.16082	.325	-193.7216	64.7406
	6.00	-111.1805	65.55533	.093	-241.1941	18.8330
	8.00	10.4318	63.63934	.870	-115.7819	136.6454
	9.00	20.8200	73.78009	.778	-125.5054	167.1454
8.00	1.00	51.2382	68.57978	.457	-84.7736	187.2501
	2.00	-26.8393	56.86335	.638	-139.6143	85.9358
	3.00	27.7363	52.37867	.598	-76.1444	131.6171
	4.00	-63.4208	52.37867	.229	-167.3015	40.4600
	5.00	-74.9223	41.99637	.077	-158.2121	8.3676
	6.00	-121.6123(*)	42.60592	.005	-206.1111	-37.1135
	7.00	-10.4318	63.63934	.870	-136.6454	115.7819
	9.00	10.3882	54.41751	.849	-97.5361	118.3125
9.00	1.00	40.8500	78.08151	.602	-114.0063	195.7063
	2.00	-37.2275	68.02189	.585	-172.1329	97.6779
	3.00	17.3481	64.32000	.788	-110.2154	144.9116
	4.00	-73.8090	64.32000	.254	-201.3725	53.7545
	5.00	-85.3105	56.18925	.132	-196.7486	26.1276
	6.00	-132.0005(*)	56.64628	.022	-244.3451	-19.6560
	7.00	-20.8200	73.78009	.778	-167.1454	125.5054
	8.00	-10.3882	54.41751	.849	-118.3125	97.5361

جدول ۱۰. صنایع مختلف با بازه غیر عادی متفاوت

کد گروه	۶ و ۱	۶ و ۳	۶ و ۸	۶ و ۹
نام گروه	استخراج کانی‌های فلزی و سایر معادن با ساخت مواد و محصولات شیمیایی، پلاستیکی و نفتی	ساخت فلزات اساسی و فابریکی با ساخت مواد و محصولات شیمیایی، پلاستیکی و نفتی	فعالیت‌های جنبی، خدماتی و واسطه‌گری مالی با ساخت مواد و محصولات شیمیایی، پلاستیکی و نفتی	ساخت مواد و محصولات شیمیایی، پلاستیکی و نفتی با ساختمان

جدول ۱۱. صنایع مختلف با بازه غیر عادی مشابه

گروه	گروه	گروه	گروه	گروه	گروه	گروه	گروه
۱ و ۲	۲ و ۳	۳ و ۴	۴ و ۵	۵ و ۶	۶ و ۷	۷ و ۸	۸ و ۹
۱ و ۳	۲ و ۴	۳ و ۵	۴ و ۶	۵ و ۷		۷ و ۹	
۱ و ۴	۲ و ۵	۳ و ۷	۴ و ۷	۵ و ۸			
۱ و ۵	۲ و ۶	۳ و ۸	۴ و ۸	۵ و ۹			
۱ و ۷	۲ و ۷	۳ و ۹	۴ و ۹				
۱ و ۸	۲ و ۸						
۱ و ۹	۲ و ۹						

### آزمون رگرسیون چند متغیره

چند متغیره رابطه بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته (بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید) مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحلیل‌های آماری حاصل از این آزمون را در سطح اطمینان ۹۵ درصد را می‌توان بصورت جدول ذیل خلاصه و تحلیل نمود.

برای بررسی تأثیر متغیرهای اندازه شرکت، نسبت به ارزش بازار هر سهم، حجم عرضه عمده سهام جدید، بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکت‌های جدید به بورس بصورت همزمان بر بازده غیر عادی کوتاه مدت از رگرسیون چند متغیره استفاده گردیده است. در رگرسیون

جدول ۱۲. بررسی همزمان مؤثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید

مدل رگرسیون			تحلیل واریانس		توان تبیین		همبستگی	
متغیرها	ضرایب ( $\beta$ )	سطح معنی‌داری (P-Value)	F (آزمون)	سطح معنی‌داری (P-Value)	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	R	سطح معنی‌داری (P-Value)
$(\alpha)$ عرض از مبدأ	۱۰۶/۷۹۰	۰/۰۰۰	۱/۲۶۰	۰/۲۵۶	۰/۱۴۱	۰/۰۲۹	۰/۳۷۶	۰/۲۵۶
متغیرهای مستقل	-	-						

جدول ۱۳. بررسی همزمان عوامل مؤثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید

مدل	Unstandardized coefficients		Standardized coefficients	t	Sig
	ضرایب ( $\beta$ )	انحراف استاندارد	Beta		
(constant)	۱۰۶/۷۹۰	۳۴/۷۸۱		۳/۰۷۰	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	-۳/۰۱۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۷۶	-۰/۷۳۲	۰/۵۷۳
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم	-۶/۱۱۸	۹/۳۹۳	-۰/۰۵۲	-۰/۱۲۴	۰/۶۲۳
حجم عرضه عمده سهام جدید	-۰/۱۲۷	۰/۹۴۷	-۰/۰۱	-۰/۱۲۴	۰/۸۶۰
بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید	-۴۲/۲۷۸	۸۶/۶۰۳	-۰/۰۶۳	-۰/۵۱۷	۰/۷۱۹

واریانس یک طرفه نوع صنعت بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید تأثیر معنی داری داشته است.

**مقایسه نتایج تحلیل‌های آماری آزمون‌های رگرسیون یک متغیره، چند متغیره، تحلیل واریانس یک طرفه:** جدول زیر نتایج آزمونهای آماری رگرسیون یک متغیره، چند متغیره و تحلیل واریانس یک طرفه نشان داده شده است.

با توجه به نتایج حاصل از جدول ۱۲ و ۱۳ چون سطح معنی داری (Sig) متغیرهای مستقل به ترتیبی که در جدول (۱۳) بدست آمده است از سطح معنی داری ۰/۰۵ بیشتر هستند، از این رو هیچ کدام از فرضیه‌های تحقیق تأیید نمی گردند. یعنی در آزمون رگرسیون چند متغیره نیز همانند رگرسیون یک متغیره بین متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته ارتباط وجود ندارد. اما در تحلیل

جدول ۱۴. نتایج آزمون

نتایج آزمون			متغیر وابسته	متغیر مستقل
تحلیل واریانس یک طرفه	رگرسیون چند متغیره	رگرسیون یک متغیره		
-	فرض صفر رد نمی شود	فرض صفر رد نمی شود	بازده غیر	۱- اندازه شرکت
-	فرض صفر رد نمی شود	فرض صفر رد نمی شود	عادی کوتاه مدت سهام	۲- نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم
-	فرض صفر رد نمی شود	فرض صفر رد نمی شود	جدید	۳- عرضه عمده سهام جدید
-	فرض صفر رد نمی شود	فرض صفر رد نمی شود		۴- بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید
فرض صفر رد می شود	-	-		۵- نوع صنعت



## نتیجه گیری

۲- با توجه به موثر نبودن معیار اندازه شرکت ( $S_i = N_i \times P_{0i}$ ) بر روی بازده غیر عادی کوتاه مدت لذا پیشنهاد می گردد، متغیرهای دیگری همچون میزان فروش، میزان داراییها و حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهای دیگری از اندازه شرکت مورد آزمون قرار گیرد.

۳- در خصوص نحوه محاسبه متغیر وابسته پیشنهاد می گردد، در بازه های زمانی کوتاهتر به عنوان مثال (هفته اول پذیرش در بورس) فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار گیرد.

نتایج حاصل از این تحقیق بیانگر این مطلب است که در بورس اوراق بهادار تهران نیز همانند بسیاری از کشورهای دیگر، سهامی که برای اولین بار عرضه می گردند در دوره کوتاه مدت، (سی روز کاری بورس) دارای بازده غیر عادی متوسط می باشند به عبارت دیگر، عرضه اولیه سهام جدید در بورس تهران بطور متوسط زیر قیمت است. با توجه به اطلاعات جدول (۹) میانگین بازده غیر عادی کوتاه مدت طی دوره (۵) ساله تحقیق برای کل شرکتهای مورد مطالعه ۱۷۷/۰۶ درصد می باشد. در این مطالعه، نقش اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم جدید، عرضه عمده سهام جدید، بازده بازار در ماه قبل از ورود شرکتهای جدید به بورس و نوع صنعت را بر بازده غیر عادی کوتاه مدت بررسی نمودیم، نتایج نشان دهنده این است که نوع صنعت بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام جدید تاثیر دارد، و با توجه به ماتریس ضرایب همبستگی، رگرسیون یک متغیره و آزمون تحلیل واریانس یک طرفه، فقط در تحلیل واریانس یک طرفه فرضیه پنجم (نوع صنعت) تحقیق تأیید می شود ولی بقیه فرضیات اول، دوم، سوم و چهارم تحقیق تأیید نمی شوند.

## پیشنهاد های مبتنی بر نتایج تحقیق

با توجه به نتایج آزمون فرضیات این تحقیق، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می گردد:

۱- با توجه به متفاوت بودن نرخ بازده غیر عادی در صنایع مختلف که نتایج تحلیل واریانس یک طرفه نیز موید این امر می باشد، به نظر می رسد که تحقیق بر روی صنایع مختلف بصورت جداگانه و در بازه زمانی طولانی نتایج دقیق تر و متفاوتی با توجه به نوع صنعت ارائه خواهد نمود.

8. Beatty, R.P.-Ritter,j.R(1996): Investment banking, reputation and the under pricing of initial public offerings. journal of Financial Economics, Vol.15.No.1,p.213-232.
9. Jay R. Ritter "The Long Run Performance of IPOS" 2003
10. Mario Levis "The long Run Performance of Initial Public Offering "1993
- 11-Andrea Schertler "The Determinants of Underbracing: Initial Public Offerings on the Neuer and the Nouveau March "2006
- 12.Giancarlo Giudici , Peter Roosenbook , "Pricing Public Offerings on New European Stock Markets"2005
13. Liu Ti , "I investment without Risk an Empirical Investigation of IPO Under pricing In china", 2003

## منابع و ماخذ

۱. وستون، فرد و بریگام، یوجین - مدیریت مالی - ترجمه حسین عبده تبریزی و پرویز مشیرزاده مؤیدی، نشر آگه، سال ۱۳۸۰
۲. دموری، داریوش - شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلند مدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله دکتری، دانشگاه تهران، سال ۱۳۸۱
۳. ذاکری، محمد رضا - بررسی تحلیل بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، سال ۱۳۷۵
۴. دوانی، غلامحسین - بورس، سهام و نحوه قیمت گذاری سهام - نشر نخستین، سال ۱۳۸۱
۵. مؤمنی، منصور، تحلیل داده‌های آماری با استفاده از SPSS، انتشارات کتاب نو، سال ۱۳۸۶
۶. پی‌جونز، چالز - مدیریت سرمایه‌گذاری - ترجمه رضا تهرانی، عسگر نوربخش، انتشارات نگاه، سال ۱۳۸۴
۷. حسینی، سید یعقوب، آمار ناپارمتریک، انتشارات دانشگاه علامه طباطبایی، سال ۱۳۸۲
14. Ebola Schedule , Enrich c .Parrott "Pricing initial public offering in premature capital markets :the case of Hungary" 2005
15. Ibolya Schindele , Enrico c .Perotti "Pricing initial public offering in premature capital markets :the case of Hungary" 2006
16. -Wolfgan Drobetz , Matthias kammermann , Urs Walchli "Performance of Inital Public offerings: The Evidence for Switzerland " 2005