فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/ سال دوم/ شماره۵ / بهار۸۹/ صفحات ۱۱۹- ۹۴

شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی سهام در زمان عرضه اولیه به عموم درشرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

سعید جبارزاده کنگرلوئی*
محمدرضا عسگری**

تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۱۰/۱۶ **تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۲/۱۸**

چکیده

تغییرات قیمت سهام شرکت‌ها تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله عوامل سیاسی، اقتصادی... است. یکی از عوامل مؤثر بر روند قیمت سهام یک شرکت، نشانه‌ها و علایمی است که به صورت اطلاعات مختلف از داخل آن شرکت انعکاس می‌یابد و در دسترس سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. از جمله اطلاعات منتشره از سوی شرکت‌ها، صورت های مالی اساسی و اعلان سود پیش‌بینی شده هر سهم برای سال مالی آینده است. این اطلاعات حسابداری نقش مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در خصوص خرید، فروش و نگهداری سهام دارند. در این پژوهش وجود بازده غیرعادی در زمان عرضه اولیه به عموم درشرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و برخی عوامل احتمالی مؤثر بر آن مورد بررسی قرار گرفته است. بدین منظور از اطلاعات ۱۰۳ شرکت جدیدالورود به بورس تهران در محدوده زمانی سال‌های ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۸۶ استفاده شده است. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها بیان‌گر وجود بازده غیرعادی مثبت طی ۱۲ ماه و ۲۴ ماه پس از عرضه اولیه سهام شرکت‌های نمونه در بورس اوراق بهادار تهران است. از بین پنج متغیر مستقل خطای پیش بینی سود هرسهم، شرایط

* دانشجوی دکتری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد ارومیه (نویسنده مسئول) Email: Dr_jabarzadeh@yahoo.com
** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تهران

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

عمومی بازار قبل از عرضه سهام، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت حاشیه سود خالص و بازده حقوق صاحبان سهام؛ تنها متغیرهای خطای پیش بینی سود هرسهم به صورت مثبت، و شرایط عمومی بازار قبل از عرضه و نسبت حاشیه سود خالص به صورت معکوس با بازده غیرعادی در مدت ۱۲ ماه رابطه داشتند و هیچ یک از متغیرها با بازده غیرعادی در مدت ۲۴ ماه رابطه نداشتند. اما به‌طور کلی تحلیل رگرسیون چندگانه درحضورمتغیرهای کنترلی نشان داده که در دوره ۱۲ ماه بعد از عرضه اولیه، عمر شرکت نیز با بازده غیرعادی رابطه معکوس دارد. همچنین تمامی متغیرهای مستقل و کنترل به‌طور هم‌زمان توانایی توجیه‌کنندگی تقریباً ۴۲ درصدی بازده غیرعادی سهام در زمان عرضه اولیه به عموم را دارند.

واژه‌های کلیدی: بازده غیرعادی سهام، عرضه عمومی اولیه سهام، خطای پیش‌بینی سود هر سهم.

۱- مقدمه

هر ساله در کشورهای مختلف جهان شرکت‌های متعددی خواه در مسیر چرخه حیات اقتصادی و خواه از طریق برنامه خصوصی سازی شرکت‌های دولتی، برای نخستین بار مبادرت به عرضه عمومی اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار می نمایند. اصلی ترین مشکلی که سهام عرضه های عمومی اولیه با آن دست به گریبانند، مسأله کشف قیمت عرضه اولیه[1] این سهام می باشد. بدون تردید کشف قیمت واقعی و یا به عبارتی قیمت گذاری مناسب سهام عرضه های عمومی اولیه برای شرکت های مشمول واگذاری از طریق خصوصی سازی و شرکت های بخش خصوصی اهمیت حیاتی دارد، زیرا قیمت‌گذاری نادرست سهام عرضه های اولیه شرکت های مشمول واگذاری از طریق برنامه خصوصی سازی، متصدیان امر را به گران فروشی (در صورت قیمت گذاری بالای سهام) و حراج بیت المال (در صورت قیمت گذاری پایین سهام) متهم خواهد ساخت. بدین ترتیب، قیمت گذاری سهام عرضه های عمومی اولیه شرکت های مشمول واگذاری می تواند موفقیت و یا شکست کامل برنامه خصوصی سازی را در پی داشته باشد. بر همین قیاس، شرکت های بخش خصوصی زمانی تمایل پیدا می کنند مبادرت به عرضه عمومی اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار نمایند که ارزش ذاتی دارایی ها و فرصت‌های رشد و توسعه آتی خود را از سرمایه گذاران دریافت کنند (باقرزاده، ۱۳۸۶). بر

[1].Price discovery of IPOs

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

این اساس، نظر به اینکه قیمت گذاری مناسب سهام عرضه های عمومی اولیه یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر تصمیم شرکت ها در ورود به بازار سرمایه می باشد، تعیین قیمت واقعی سهام عرضه های اولیه که نشان دهنده ارزش ذاتی سهام (شرکت) از جمله ارزش واقعی دارایی ها و فرصت های رشد و توسعه آتی می باشد، از اهمیت فراوان برخوردار است. از سوی دیگر با توجه به اینکه بررسی رابطه دو پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع و عملکرد بلند مدت منفی سهام عرضه های عمومی اولیه با اطلاعات و متغیرهای حسابداری و سودمندی اطلاعات حسابداری در تعیین قیمت عرضه و ارتباط آن با بازده غیرعادی اولیه و بازده منفی این سهام در بلند مدت، کمتر مورد توجه پژوهش‌گران قرار گرفته است، پژوهش حاضر به شناسایی برخی عوامل احتمالی مؤثر بر بازده غیرعادی سهام در زمان عرضه اولیه به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در ادامه، ساختار پژوهش به این شکل خواهد بود که در بخش دوم، مبانی نظری و پیشینه پژوهش و در بخش سوم فرضیه های پژوهش تبیین و ارائه می گردند. بخش چهارم در برگیرنده روش پژوهش و آزمون فرضیه‌ها و بخش پنجم شامل تجزیه و تحلیل نتایج می باشد و در بخش آخر نتیجه گیری و پیشنهادات ارائه می‌گردد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هر ساله شرکت‌های بی‌شماری در سراسر دنیا خواه در فرایند چرخه حیات اقتصادی و خواه از طریق برنامه خصوصی سازی شرکتهای دولتی، با عرضه سهام خود به عموم مردم، برای نخستین بار وارد بازار سرمایه می شوند. در ادبیات مالی به سهام شرکت هایی که برای نخستین بار از طریق بورس اوراق بهادار به عموم سرمایه گذاران بالقوه در بازار عرضه می شود اصطلاحاً عرضه عمومی اولیه اطلاق می شود. در فرایند عرضه عمومی اولیه سهام سه گروه ذینفع ایفای نقش می کنند:

۱- شرکت عرضه کننده سهم (شرکت ناشر)

۲- بانک سرمایه‌گذار[1] (مؤسسات تعهد کننده عرضه اوراق بهادار یا شرکت‌های تأمین سرمایه)

۳- سرمایه گذاران بالقوه در بازار

اهداف و انتظارات این سه گروه در خصوص قیمت گذاری سهام عرضه های عمومی اولیه با یکدیگر متفاوت است. نظر به اینکه عرضه اولیه سهام برای یک شرکت در حال رشد،

[1]. Investment Bank

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

عمده ترین منبع تأمین مالی آن به شمار می رود، لیکن شرکت های عرضه کننده سهام تمایل دارند قیمت عرضه سهام را تا حد امکان در سطح بالا تعیین کنند تا جریان های نقدی حاصل را برای شرکت حداکثر سازند. بر همین قیاس سرمایه گذاران تمایل دارند سهام را تاحد امکان به قیمت پایین خریداری کنند تا بتوانند در کوتاه ترین زمان ممکن بیشترین سود سرمایه گذاری را عاید خود سازند (بوجراج و لی[۱]، ۲۰۰۲).

طبق فرضیه بازارهای سرمایه کارا، قیمت سهام در هر لحظه از زمان منعکس کننده ارزش ذاتی سهام با توجه به اطلاعات موجود و مربوط می باشد، در حالی که وجود پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع بیان‌گر این نکته است که قیمت عرضه سهام عرضه های اولیه ارزش ذاتی این سهام را منعکس نمی سازد (یتمن[۲]، ۲۰۰۱). پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های اولیه برای نخستین بار در بازار سرمایه امریکا و توسط ریلی[۳] (۱۹۷۳)، لوگو[۴] (۱۹۷۳) و ایبوتسون[۵] (۱۹۷۵) شناسایی شد. در این میان، پژوهش ایبوتسون (۱۹۷۵) بیش از سایرین توجه محافل دانشگاهی را به خود جلب کرد. ایبوتسون در پژوهش خود دریافت که شرکت هایی که سهام خود را برای اولین بار و از طریق بورس اوراق بهادار به عموم مردم عرضه می کنند سهام را به قیمتی پایین تر از ارزش ذاتی عرضه می کنند. به‌گونه ای که بین قیمت عرضه و قیمت بازار در پایان ماه اول دادوستد اختلاف قابل توجهی وجود دارد. بعد این پژوهش، ایبوتسون و جف[۶] (۱۹۷۵) با بررسی نمونه وسیع تر از پژوهش ایبوتسون در همان قلمرو زمانی، اظهار کردند که قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های اولیه، پدیده‌ای ادواری است یعنی در دوره هایی که تعداد عرضه های عمومی اولیه در بازار زیاد است (دوره های داغ عرضه عمومی اولیه[۷]) قیمت گذاری کمتر از واقع بیشتر بوده و در دوره هایی که تعداد عرضه های عمومی اولیه در بازار کمتر است (دوره های سرد عرضه های عمومی اولیه) میزان قیمت گذاری کمتر از واقع (بازده کوتاه مدت) کمتر می شود (باقرزاده، ۱۳۸۶). مرور ادبیات عرضه های عمومی اولیه در سطح جهان حاکی از این است که پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع (ایجاد بازده غیرعادی در کوتاه مدت) عرضه های اولیه، تنها به بازار سرمایه کشور امریکا منحصر نمی شود؛ این پدیده در سایر بازارهای توسعه یافته و در حال

1. Bhojraj and Lee
2. Yetman
3. Reilly
4. Logue
5. Ibbotson
6. Ibbotson and Jaffe
7. Hot Issue Markets

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

توسعه نیز مورد مطالعه پژوهش‌گران و اندیشمندان مالی قرار گرفته و تأیید شده است. برای مثال پژوهش جامع لوفران، ریتر و ریدکویست[1] (۱۹۹۴) پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های اولیه را در ۲۵ کشور توسعه یافته و در حال توسعه مورد تأیید قرار داده است (ریتر و ولچ[2]، ۲۰۰۲).

در پژوهش حاضر سعی بر این است که بازده سهام شرکت‌هایی که برای اولین بار به‌صورت عمومی در بورس اوراق بهادار عرضه می‌گردد در مقایسه با بازده بازار، با توجه به تئوری‌های علمی مورد ارزیابی قرار گیرد و عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی سهام این‌گونه شرکت‌ها مشخص گردد. مطالعه ادبیات موضوع پژوهش حکایت از این دارد که پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه یک پدیده جهان شمول بوده و به یک بازار سرمایه خاص منحصر نمی شود؛ اگر چه میزان بازده غیرعادی از کشوری به کشور دیگر متفاوت است. علی‌رغم اینکه سهام عرضه های عمومی اولیه در کوتاه مدت بازده مثبت ایجاد می کنند لیکن در بلند مدت در مقایسه با پرتفوی بازار، بازده منفی عاید سرمایه گذاران خود می کنند. به اعتقاد برخی پژوهش‌گران (آگاروال و ریوولی[3]، ۱۹۹۰؛ لاوری و شوارت[4]، ۲۰۰۲) در دوره‌های داغ عرضه های عمومی اولیه (دوره هایی که تعداد عرضه های عمومی اولیه در بورس زیاد است) سرمایه گذاران خوش بین تمایل دارند برای سهام عرضه شده مبلغی بیش از ارزش متعارف پرداخت کنند و بدین ترتیب در بازار هیجان ایجاد نموده و این سهام را بعد از عرضه بیش از واقع ارزش‌گذاری نمایند. در نتیجه، این امر سبب می گردد بعد از فروکش نمودن هیجانات موقت سرمایه گذاران، این سهام در بلند مدت بازده منفی داشته باشد (ریتر[5]، ۱۹۸۴؛ ۱۹۸۴؛ لرنر[6]، ۱۹۹۴). با این حال، عملکرد منفی بلند مدت سهام عرضه های عمومی اولیه در مقایسه با عملکرد مثبت کوتاه مدت، در کلیه پژوهش ها به اثبات نرسیده و شواهد بین المللی در این خصوص ضد و نقیض گزارش شده است.

1. Loughran, Ritter and Rydqvist
2. Ritter and Welch
3. Aggarwal and Rivoli
4. Lowry and Schwert
5. Ritter
6. Lerner

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۳- پیشینه پژوهش

جهانخانی و عبدالله زاده (۱۳۷۲) در پژوهشی چگونگی قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. بر اساس یافته‌های این پژوهش، تعیین قیمت پایه سهام شرکت‌های جدیدالورود توسط بورس اوراق بهادار کاملاً متناسب با اصول و مبانی قیمت گذاری سهام نبوده است. خالقی مقدم (۱۳۷۷) در پژوهش خود با عنوان «دقت پیش‌بینی سود شرکت ها» دقت پیش‌بینی سود شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران و عوامل مؤثر بر آن را برای سال‌های ۱۳۷۳ لغایت ۱۳۷۵ بررسی کرد. کل شرکت‌های پذیرفته شده در این محدوده زمانی به تعداد ۸۳ مورد بوده که با در نظر گرفتن محدودیت‌هایی، نمونه شامل ۴۵ شرکت بود. از جمله عواملی که بر دقت پیش‌بینی سود شرکت ها مؤثر بوده و در آن پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است، متغیرهایی هم‌چون اندازه شرکت، عمرشرکت، قیمت سهام و درجه اهرم مالی شرکت است. وی به این نتیجه رسید که بین تغییرات قیمت سهام و دقت پیش‌بینی سود رابطه معکوس و بین دقت پیش‌بینی سود و اندازه شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران رابطه مستقیم وجود دارد. سجادی (۱۳۷۷) در پژوهش خود با عنوان «عوامل مرتبط با سود غیرمنتظره و رابطه آن با قیمت سهام» رابطه بین سود غیرمنتظره و بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. دوره زمانی این پژوهش برای سال‌های ۱۳۷۳ لغایت ۱۳۷۵ بوده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که بین تغییرات غیرمنتظره سود و بازده غیرعادی آتی سهام رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد.

عبده‌تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در پژوهشی با عنوان «شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلند مدت سهام شرکت های جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» شرکت‌هایی را بررسی کردند که سهام آنها برای نخستین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده بودند. نتایج این پژوهش نشان دهنده وجود بازده کوتاه مدت بیشتر سهام شرکت‌های جدیدالورود به بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلند مدت کمتر سهام این شرکت‌ها نسبت به شاخص بازار بوده است. بنابراین آنان عملکرد قیمت گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس ایران را مشابه بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانسته‌اند. ظریف فرد و مهرجو (۱۳۸۳) درپژوهشی عملکرد قیمت گذاری سهام شرکت‌های جدید الورود به بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده‌اند. نتایج این پژوهش نشان داد بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده بیشتر از بازده بازار بوده است. کردلر و داریانی (۱۳۸۵) در پژوهشی تحت عنوان «بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

بهادار تهران» به بررسی مدیریت سود سهام جدید پرداخته‌اند. نتایج حاصل از پژوهش بیان‌گر این است که مدیران سود شرکت‌ها را در سال قبل از عرضه اولیه و سال عرضه اولیه سهام به عموم مدیریت می‌کنند.

فرت[1] (۱۹۹۸) در پژوهش بر روی ۷۱۶ شرکت جدید الورود به بورس نیوزلند طی سال های ۱۹۷۷-۱۹۹۲ ارتباط بین سود پیش بینی شده و ارزش شرکت و بازده غیرعادی سهام این نوع شرکت ها را در مقطع عرضه اولیه بررسی کرد و به این نتیجه رسید که پیش بینی های سود در ارتباط با ارزش شرکت های دارای عرضه عمومی اولیه سهام بوده و از سایر ابزارهایی هم‌چون سود انباشته مؤثرتر هستند و بین خطای پیش بینی سود و بازده غیرعادی رابطه مثبت معنی دار وجود دارد.

یتمن (۲۰۰۱) کارایی اطلاعاتی قیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی اولیه را از نقطه نظر اطلاعات حسابداری بررسی کرد و چنین نتیجه گیری نمود که اطلاعات حسابداری با قیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی اولیه رابطه معنادار دارد. سیوگل[2] (۲۰۰۲) محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود شرکت‌های جدیدالورود به بورس آتن در محدوده زمانی سال‌های ۱۹۹۹-۱۹۹۲ را بررسی کرد. نتایج وی نشان می‌دهد که پیش‌بینی مدیران بسیار بهتر (دقیق‌تر) از پیش‌بینی از طریق مدل‌های سری زمانی است و از طرف دیگر بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی رابطه مثبت وجود دارد. لونکانی و فرت[3] (۲۰۰۵) با بررسی موضوع بر روی ۱۷۵ شرکت انتخابی به عنوان نمونه از ۴۶۸ شرکت دارای عرضه اولیه سهام طی سال‌های ۱۹۹۱ الی ۱۹۹۶ در تایلند، نشان دادند که برآوردهای سود مدیران به-صورت خوش بینانه (سود پیش بینی شده بیشتر از سود واقعی) بوده و دارای دقت بیشتری نسبت به مدل‌های سری زمانی است و از طرفی بین خطای برآورد سود و بازده غیرعادی بلند مدت محاسبه شده به روش میانگین بازده غیرعادی تجمعی (CARt) رابطه مثبتی وجود دارد ولی این رابطه معنی دار نیست. هم‌چنین متغیرهای اندازه شرکت و افق زمانی پیش بینی سود با خطای پیش بینی سود هر سهم رابطه مثبت وجود دارد. ژنگ[4] (۲۰۰۶) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ویژگی های شرکت های جدید الورود و پیش بینی مدیران پرداخت. نتایج وی بیان‌گر این بود که بین ارزان فروشی و متغیرهایی هم‌چون نرخ رشد سالیانه فروش و سود

[1]. Firth
[2].Siougle
[3]. Lonkani and Firth
[4].Zheng

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

قبل از مالیات رابطه مثبت معناداری وجود دارد. تیان[1] (۲۰۰۷) به بررسی ارزان فروشی نظام مند در بورس های شانگهای و شنزن پرداخت. یافته های وی بیان‌گر این است که بین اطلاعات محرمانه و بازده اولیه سهام رابطه منفی معنادار وجود دارد. وی دلایل ارزان فروشی را ریسک سرمایه گذاری در بازار اولیه و مقررات دولتی می دانست، زیرا مقررات دولتی موجب سهمیه بندی در عرضه اولیه شده و عرضه سهام را محدود می کند. کریشنان[2] (۲۰۰۷) به بررسی این موضوع پرداخت که آیا اعتبار شرکت (شهرت شرکت) تأثیری بر عملکرد بلندمدت غیرعادی شرکت‌های جدید الورود به بورس آمریکا دارد یا خیر؟ نتایج حاکی از آن بود که که بین اعتبار مؤسسه و عملکرد بلند مدت سهام عرضه های عمومی اولیه رابطه مستقیم وجود دارد. کای و همکاران[3] (۲۰۰۸) با استفاده از داده های بورس چین به بررسی عملکرد بلند مدت سهام عرضه های عمومی اولیه و عوامل مؤثر بر آن پرداختند. نتایج پژوهش آنها سطوحی از عملکرد نامتعارف را نشان داد. هم‌چنین خوش بینی بیش از حد اولیه و اندازه شرکت عرضه کننده سهام، فاکتورهای توضیحی مهمی برای این عملکرد نامتعارف بود.

۴- اهداف پژوهش

به‌طور کلی باتوجه به مطالب ذکر شده در بالا می‌توان اهداف پژوهش را به صورت زیر بیان نمود:

۱. تعیین اینکه آیا عملکرد سهام عرضه های عمومی نسبت به عملکرد بازار سهام متفاوت است یا نه.

۲. تعیین برخی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی سهام جدید از جمله خطای پیش بینی سود، شرایط عمومی بازار قبل از عرضه سهام، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت حاشیه سود خالص و بازده حقوق صاحبان سهام که هریک در قالب فرضیه های فرعی مجزا بررسی می شود.

۵- فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی: عرضه اولیه سهام به عموم در بازار سرمایه ایران سبب ایجاد بازده غیرعادی برای سهام جدید می‌شود.

---

[1].Tian
[2].Krishnan
[3] Cai, Liu, Guy and Bryan.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

به منظور شناسایی عواملی که احتمال می رود با بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه رابطه داشته باشند شش فرضیه زیرمطرح شده است که هریک به بررسی متغیری (یا متغیرهایی) می پردازد.

فرضیه فرعی ۱ : خطای پیش‌بینی سود هر سهم در بازار سرمایه ایران سبب ایجاد بازده غیرعادی برای سهام جدید می‌شود.

برای بررسی دقیق‌تر تأثیر خطای پیش‌بینی سود هر سهم بر بازده غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی اولیه و حذف تأثیر برخی متغیرهای مداخله‌گر فرضیه فرعی ۲ مطرح گردید. این متغیرها به شرح زیر هستند :

عمر (سن) شرکت: شرکت های قدیمی نسبت به شرکت های جوان (با عمر کمتر)، تجارب بیشتری در مورد پیش بینی سود هر سهم دارند. بنابراین انتظار بر این است که بین سن شرکت و خطای پیش بینی سود هر سهم رابطه معکوس وجود داشته باشد (خالقی مقدم، ۱۳۷۷).

اندازه شرکت: در شرکت‌های بزرگ، به دلیل استقرار سیستم‌های کنترلی و نظارتی دقیق، به کارگیری کارکنان و مدیران متخصص، پاسخ‌گویی به طیف گسترده ای از سرمایه گذاران، بستانکاران و کارکنان؛ دقت در پیش‌بینی سود لزوم بیشتری پیدا می کند. لذا انتظار می‌رود بین اندازه شرکت و خطای پیش‌بینی سود رابطه منفی وجود داشته باشد (خالقی مقدم، ۱۳۷۷).

افق زمانی پیش‌بینی: منظور از افق زمانی، فاصله بین ورود شرکت به بورس و پایان سال مالی است. انتظار بر این است که بین افق زمانی و خطای پیش‌بینی سود رابطه مثبت وجود داشته باشد (لونکانی و فرت، ۲۰۰۵). زیرا با طولانی شدن افق زمانی پیش بینی، به دلیل عدم اطمینان در محیط داخلی و خارجی شرکت، خطای پیش بینی سود هر سهم افزایش می یابد (بقینسکی و همکاران[1]، ۲۰۰۲).

ضریب پراکندگی سود: بیانگر نوسانات در سودهای تاریخی شرکت قبل از پذیرش در بورس است. انتظار بر این است که بین ضریب پراکندگی سود و خطای پیش‌بینی سود سهام جدید رابطه مثبت وجود داشته باشد زیرا پیش‌بینی سود هر سهم چنین شرکت‌هایی به دلیل ریسک بالا دشوار است (لونکانی و فرت، ۲۰۰۵).

[1].Baginski, et al.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرضیه فرعی ۲ : خطای پیش‌بینی سود هر سهم سبب ایجاد بازده غیرعادی برای سهام جدید در حضور متغیرهای کنترل می‌شود.

فرضیه فرعی ۳ : شرایط عمومی بازار قبل از عرضه اولیه سبب ایجاد بازده غیرعادی برای سهام جدید می‌شود.

فرضیه فرعی ۴ :بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۵ : بین حاشیه سود خالص و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۶ : بین بازده حقوق صاحبان سهام و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه وجود دارد.

۶- روش پژوهش

در این پژوهش، روش پژوهش مورد استفاده، رگرسیون چند متغیره بوده که با الگو برداری نسبی از پژوهش لونکانی و فرت[1] (۲۰۰۵) انجام می شود با این تفاوت که در این پژوهش دوره بررسی برای بازده غیرعادی ۱۲ و ۲۴ ماه است و علاوه بر خطای پیش بینی سود هر سهم، متغیرهای دیگری نیز مورد آزمون قرار می گیرد.

$$(1)\ CAR = a_0 + b_1 SIZE_{it} + b_2 AGE_{i\ t} + b_3 MKT_{it} + b_4 FE_{it} + b_5 CV_{it} + b_6 HORIZON_{it} + b_7 LEVERAGE_{it} + b_8 PROFIT_{it} + b_9 ROE_{it} + e_i \qquad (۱)$$

در رابطه (۱) داریم:

CARq-s: بازده غیرعادی تجمعی سهام جدید طی ماه‌های q ام تا s ام

SIZEi : اندازه شرکت

AGEi : عمر شرکت که برابر با لگاریتم فاصله زمانی سال تأسیس شرکت تا تاریخ ورود به بورس اوراق بهادار تهران است

HORIZONi : افق زمانی پیش‌بینی سود هر سهم

FEi : خطای برآورد سود هرسهم

CVi : ضریب پراکندگی سود

LEVERAGEi : نسبت بدهی به خالص دارایی‌ها در سال قبل از ورود به بورس

[1]. Lonkani & Firth

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

$MKTi$: بازده بازار سهام که برابر درصد تغییرات شاخص قیمت و بازده نقدی (TEDPIX)[1] در طی یک ماه قبل از عرضه اولیه سهم در بورس است.

$PROFITi$: نسبت حاشیه سود خالص که برابر با نسبت سود خالص به فروش شرکت درسال مالی قبل از ورود به بورس

$ROEi$: بازده حقوق صاحبان سهام که برار با نسبت سود به ارزش ویژه شرکت در سال قبل از ورود به بورس است

bi : پارامتری که باید برآورد شود.

ei : سایر عوامل احتمالی مؤثر

مدل مورد استفاده برای اندازه گیری بازده غیر عادی بلندمدت

در این پژوهش برای اندازه گیری بازده غیرعادی بلند مدت از روش بازده های غیرعادی تجمعی استفاده می شود. به منظور محاسبه بازده غیرعادی تجمعی سهام شرکت های نمونه پژوهش از مدل تعدیل شده بازار استفاده می شود. در این مدل فرض شده است که بازده بازار (r_m) نتیجه فرایند مورد انتظار بازده سهام شرکت‌ها در هر دوره زمانی است، بنابراین تفاضل بازده واقعی شرکت i در دوره زمانی t با بازده بازار در همان دوره، نشان‌گر بازده غیرعادی سهام شرکت i در دوره t است. در پژوهش حاضر با الهام از روش شناسی ریتر (۱۹۹۱)، کولی و سورت (۲۰۰۴)، درابتز و همکاران (۲۰۰۵) و فرت و لونکانی (۲۰۰۵) بازده تعدیل شده با بازار سهم i در ماه t ام به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt} \qquad (۲)$$

r_{it}= بازده سهام شرکت i در ماه t.

r_{mt} = بازده شاخص قیمت و بازده نقدی بورس تهران($TEDPIX$) در ماه t.

ar_{it} = بازده غیرعادی (تعدیل شده نسبت به بازده بورس) سهام i در ماه t.

بعد از محاسبه بازده غیرعادی ماهانه، به منظور محاسبه متوسط بازده غیرعادی n سهم نمونه در ماه t از رابطه زیر استفاده می شود:

[1]. TEDPIX (Tehran Stock Exchange Dividend And Price Index)

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

$$AR_T = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{n} ar_{it} \quad (۳)$$

AR_T = متوسط نرخ بازده غیرعادی n سهم در ماه t.

N = تعداد سهام در ماه t.

پس از محاسبهٔ متوسط نرخ بازده غیرعادی n سهم در ماه t، به منظور محاسبه نرخ بازده غیرعادی تجمعی از رابطه زیر استفاده می شود:

CAR_{q-s} = نرخ بازده غیرعادی تجمعی (انباشته) سهام جدید $CAR_{q-S} = \sum_{T=q}^{S} AR_T$ طی ماه‌های q ام تا s ام

فرایند اندازه‌گیری خطای برآورد سود هر سهم (فرت،۲۰۰۰):

$$FE_{it} = (AP_{it} - FP_{it}) / |FP_{it}| \quad (۴)$$

FE_{it} = خطای بر آورد سود هر سهم شرکت i برای دوره t

AP_{it} = سود واقعی هر سهم شرکت i در زمان t

FP_{it} = سود هر سهم پیش‌بینی‌شده توسط مدیران برای شرکت i در زمان t

روش های مورد استفاده برای اندازه گیری متغیرهای کنترل: این روش‌ها در جدول ۱ نشان داده شده است

جدول۱ : چگونگی محاسبه متغیرهای کنترل

متغیرها	چگونگی محاسبه
عمر شرکت	لگاریتم (فاصله زمانی بین تاریخ تأسیس شرکت و تاریخ ورود به بورس بر حسب سال)
اندازه شرکت	لگاریتم (تعداد سهام منتشره و در دست سهامداران ضرب در میانگین قیمت سهام در اولین روز معامله)
افق زمانی پیش بینی سود	لگاریتم (فاصله زمانی بین ورود شرکت به بورس تا پایان سال مالی بر حسب روز)
ضریب پراکندگی سود	نسبت انحراف معیار سود سه سال قبل از انتشار سهام شرکت‌های جدیدالورود بر میانگین سود این سه سال

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۷- جامعه و نمونه آماری پژوهش

با توجه به قلمرو مکانی پژوهش، جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد که طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶ برای نخستین بار مبادرت به عرضه عمومی اولیه سهام خود در بورس تهران کرده باشند، از این رو تعداد ۱۴۳ شرکت در جامعه آماری پژوهش قرار می گیرد. وجود برخی ناهمگنی‌ها در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجب گردید تا برخی شرایط ویژه برای انتخاب شرکت‌های مورد آزمون در نظر گرفته شود که به شرح زیر می‌باشد:

۱) شرکت‌های نمونه نباید در سال اول پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه داشته باشند.

۲) اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مربوط در دسترس باشد.

۳) دارای بودجه مالی که در امیدنامه پذیرش شرکت‌ها در سال ورود به بورس منتشر می شود، باشند. هم‌چنین اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون فرضیه های پژوهش از منابع اطلاعاتی مختلف نظیر مجلات وگزارش های سازمان بورس اوراق بهادار تهران، امید نامه های پذیرش در بورس، صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت های نمونه پژوهش و بانک های اطلاعاتی نرم افزاری موجود دربازار همچون ره آورد نوین، تدبیرپرداز وپایگاه اطلاعاتی مدیریت پژوهش، توسعه ومطالعات اسلامی جمع آوری می‌شود.

۸- تجزیه و تحلیل نتایج

به منظور کسب شناخت بیشتر درباره جامعه آماری و متغیرهای مورد مطالعه، خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ با استفاده از پارامترهای مرکزی[1] و پارامترهای پراکندگی[2] ارائه شده است.

[1]. Central Parameters
[2]. Dispersion Parameters

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول۲ : آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	مد	انحراف معیار	واریانس	دامنه	کمترین مقدار	بیشترین مقدار
قدر مطلق خطای پیش بینی سود هر سهم	۰/۲۰۶	۰/۱۱۸	۰/۰۰۱	۰/۲۳۶	۰/۰۵۶	۱/۲۸۷	۰/۰۰۱	۱/۲۸۸
بازده بازار در ماه قبل از عرضه	۰/۰۰۵	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۴	۰/۰۳۷	۰/۰۰۱	۰/۳۷۳	-۰/۲۸۲	۰/۰۹۱
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۱/۷۲۴	۱/۳۱۰	۲/۵۸۰	۱/۳۱۶	۱/۷۳۲	۶/۵۵۹	۰/۰۱۱	۶/۵۷۰
نسبت سود به فروش	۰/۳۰۷	۰/۲۵۳	۰/۱۳۸	۰/۲۵۲	۰/۰۶۴	۱/۵۱۸	-۰/۱۸۴	۱/۳۳۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۵۰۷	۰/۳۶۰	۰/۰۰۰	۰/۵۹۴	۰/۳۵۲	۵/۳۲۸	-۰/۰۴۷	۵/۲۸۱
عمر شرکت	۱۷/۹	۱۶	۱۷/۴	۱۲/۱	۱۴۶/۲	۴۷/۵	۳	۴۹
لگاریتم اندازشرکت	۱۱/۲۹۵	۱۱/۲۶۰	۱۰/۸۵۷	۰/۶۷۸	۰/۴۶۰	۲/۹۳۳	۹/۸۴۵	۱۲/۷۷۸
ضریب پراکندگی سود	۰/۸۵۶	۰/۶۴۰	۰/۳۰۰	۱/۳۲۵	۱/۷۶۰	۱۳/۸۲۰	-۰/۷۰۰	۱۳/۱۲۰
افق زمانی پیش بینی سود (برحسب روز)	۱۵۲	۱۴۳	۳۳	۱۰۸	۱۱۶۰۷	۳۴۷	۳	۳۵۰

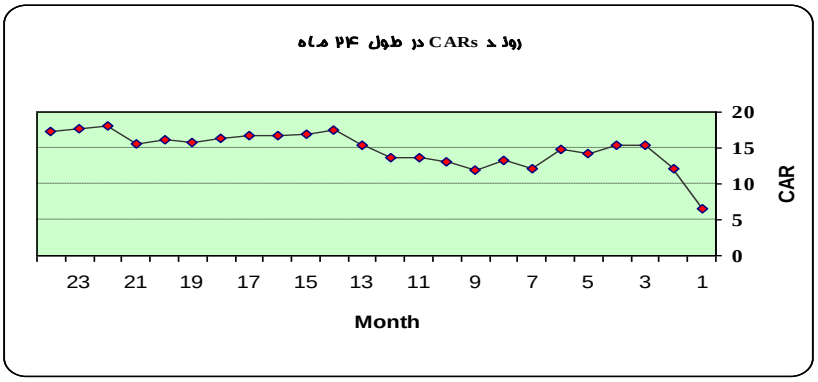
همان‌گونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، متوسط عمر شرکت‌هایی که در طول سال های ۱۳۷۸- ۱۳۸۶ اقدام به عرضه عمومی اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار تهران نموده اند تقریباً ۱۸ سال است که کم‌ترین و بیشترین مقدار آن در نمونه پژوهش به ترتیب ۳ و ۴۹ سال می باشد. هم‌چنین باتوجه به پارامترهای مرکزی دیگری یعنی میانه و مد که به ترتیب ۱۶ و ۱۷/۴ سال است و اینکه متوسط عمر شرکت های عرضه کننده عمومی اولیه سهام در سایر کشورها از جمله سنگاپور ۱۲ سال و استرالیا ۴/۴۶ سال است، به نظر می رسد شرکت هایی که در بورس تهران مبادرت به عرضه عمومی اولیه سهام خود نموده اند شرکت های جوان و نوپا نبوده اند. همچنین طبق آمار مندرج در جدول فوق، قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود در ایران (۰/۲۰۶) است که نسبت به سایر کشورها از جمله نیوزیلند (۰/۳۲۸)، تایوان (۰/۳۵۷) و استرالیا (۰/۳۸۱) کمتر بوده و نسبت به هنک‌کنگ (۰/۱۸) بیشتر است (لونکانی، ۲۰۰۵).

یافته های مربوط به آزمون فرضیه اصلی پژوهش

برای پاسخ به سوال اصلی پژوهش مبنی بر اینکه چه عواملی بر بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه موثر است ابتدا باید عملکرد سهام عرضه های عمومی اولیه مورد

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

بررسی قرار گیرد تا مشخص شود که بازده غیرعادی در رابطه با این سهام در طول مدت ۲۴ ماه بعد از عرضه اولیه در بورس تهران وجود دارد. لذا این موضوع در قالب فرضیه اصلی پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. برای آزمون این فرضیه بازده غیرعادی با بکارگیری روش بازده غیرعادی تجمعی اندازه گیری شد. نتایج حاصل از بکارگیری این معیار در نمودار۱ ارائه شده است.



نمودار ۱. روند بازده غیرعادی تجمعی در طول ۲۴ ماه بعد از عرضه

همان‌طور که در ستون CARt (بازده غیرعادی تجمعی سهام عرضه های اولیه در ماه t ام) نمودار فوق مشاهده می شود، عرضه های اولیه سهام طی سال های ۱۳۸۶- ۱۳۷۸ بعد از روند افزایشی تا ماه ۴ که به طور متوسط ۱۵/۳۷۷ درصد بازده غیرعادی تجمعی ایجاد کرده، روند کاهشی داشته تا اینکه در ماه ۱۲ بازده غیرعادی ۱۳/۵۸۷ درصد را ایجاد کرده است. همچنین دیده می شود که از ماه ۱۲ تا ۲۴ دوباره بازده غیرعادی تجمعی روندی افزایشی به خود گرفته ودر ماه ۲۴ به ۱۷/۲۷۱ درصد رسیده است. بنابراین طبق روند موجود در نمودار فوق، چنانچه بازده بلند مدت سهام عرضه های عمومی اولیه سال های ۱۳۸۶- ۱۳۷۸ با معیار بازده غیرعادی تجمعی اندازه گیری شود، این سهام در مقطع ۲۴ ماه بازده غیر عادی مثبت ایجاد کرده است. همان‌طور که قبلاً عنوان شد این فرضیه بر پایه این پندار شکل گرفته است که سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در مقایسه با پرتفوی بازار، در زمانی نسبتاً طولانی بازده غیرعادی عاید سرمایه گذاران خود می کند. نتایج گویای این است که سهام عرضه های عمومی اولیه مورد مطالعه در این پژوهش در طول ۱۲ ماه بعد از عرضه اولیه بطور متوسط ۱۳/۵۸۷ درصد و در طول ۲۴ ماه بعد از عرضه اولیه بطور متوسط ۱۷/۲۷۱ درصد بازده غیرعادی داشته است. نتیجه حاصل از معیار مورد استفاده برای اندازه گیری بازده

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

غیرعادی از لحاظ سطح اهمیت آماره آزمون t یعنی$sign$ برای مقاطع ۱۲ ماه و ۲۴ ماه به ترتیب ۰/۰۴۱۴ و ۰/۰۳۷ است که در سطح ۵ درصد معنادار می باشد. بنابراین فرضیه اصلی پژوهش مبنی بر اینکه "عرضه اولیه سهام به عموم در بازار سرمایه ایران سبب ایجاد بازده غیر عادی می شود" در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می گردد.

یافته های مربوط به آزمون فرضیه های فرعی پژوهش

پس از این که فرضیه اصلی پژوهش مبنی بر وجود بازده غیرعادی برای سهام عرضه های عمومی اولیه سال های ۱۳۸۶- ۱۳۷۸ تأیید شد؛ برای بررسی عواملی که احتمالاً بر بازده غیرعادی مؤثر هستند شش فرضیه فرعی، متغیر های خطای پیش‌بینی سود هر سهم، شرایط عمومی بازار قبل از عرضه اولیه سهام در بورس، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام و معیارهای سود آوری یعنی نسبت حاشیه سود خالص و بازده حقوق صاحبان سهام را آزمون می کنند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها به شرح زیر است.

نتیجه آزمون فرضیه فرعی اول

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول مبنی بر معنادار بودن رابطه بین خطای پیش‌بینی سود هر سهم و بازده غیرعادی، در جدول ۳ آمده است. همان طور که ملاحظه می‌شود، از آنجا که مقدار ضریب بتا (و بالطبع مقدار ضریب همبستگی) برای مقطع زمانی ۱۲ ماه بعد از عرضه، کوچک‌تر از ۵٪ می‌باشد، فرض وجود همبستگی بین متغیر خطای پیش بینی سود هر سهم و بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود و این متغیر به تنهایی توانایی توجیه‌کنندگی تقریباً ۲۵ درصدی بازده غیرعادی را دارد و جهت این رابطه نیز مثبت است. ولی برای مقطع زمانی ۲۴ ماه این فرضیه تأیید نمی گردد.

جدول ۳: نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل خطای پیش بینی سود هر سهم

مقطع زمانی	همبستگی	ضریب تعیین	β	F	Sig	DW
۱۲ ماه	۰/۴۹۷	۰/۲۴۷	۰/۳۹۴	۳۳/۱۶۲	۰/۰۰۰	۲/۲۵۴
۲۴ ماه	۰/۱۷۶	۰/۰۳۱	۰/۰۷۲	۳/۱۵۴	۰/۰۷۹	۱/۶۵۵

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نتیجه آزمون فرضیه فرعی دوم

همان طور که قبلاً عنوان شد به منظور بررسی دقیق‌تر رابطه بین خطای پیش‌بینی سود هر سهم و بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه، آزمون معنی‌داری رابطه این دو متغیر با حذف تأثیر متغیرهای کنترلی عمر شرکت، اندازه شرکت، افق زمانی پیش بینی سود و ضریب پراکندگی سود، در قالب فرضیه دوم فرعی انجام شد که نتایج آزمون در جدول های ۴ ارائه شده است. از آن‌جا که سطح اهمیت همبستگی جزئی (۰/۰۰۰) کمتر از ۱٪ است پس همبستگی جزئی مثبت ۰/۵۱۱ بین متغیرهای خطای پیش‌بینی سود هر سهم و بازده غیرعادی سهام جدید بدون حضور متغیرهای کنترل در مقطع زمانی ۱۲ ماه از نظر آماری معنی‌دار است ولی در مدت ۲۴ ماه بعد از عرضه سهام معنی دار نیست.

جدول۴: بررسی ضریب همبستگی جزئی بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام جدید (با حذف تأثیر متغیرهای کنترل)

مقطع زمانی	ضریب همبستگی جزئی	ضریب تعیین	*Sig*
۱۲ ماه	۰/۵۱۱	۰/۲۶۱	۰/۰۰۰
۲۴ ماه	۰/۱۸۸	۰/۰۳۵	۰/۰۶۵

نتیجه آزمون فرضیه فرعی سوم

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم مبنی بر معنادار بودن رابطه بین شرایط عمومی بازار قبل از عرضه سهام شرکت در بورس و بازده غیرعادی سهام در جدول ۵ آمده است. همان طور که قبلاً عنوان شد بازده بازار در ماه قبل از عرضه سهام در بورس به عنوان متغییر جایگزین شرایط عمومی بازار در مقطع قبل از تاریخ عرضه اولیه سهم استفاده شده است و برابر با درصد تغییرات شاخص کل بورس تهران طی یک ماه قبل از عرضه اولیه سهام است. این نتایج نشان می‌دهد که در مقطع زمانی ۱۲ ماه، به علت کوچک‌تر بودن مقدار Sig از سطح معنی داری ۵٪، متغیر بازده بازار در ماه قبل از عرضه سهام رابطه‌ای معنی دار و منفی با بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. بنابراین این متغیر در تبیین بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدید مؤثر می‌باشد و متغیری مربوط محسوب می‌شود و به تنهایی توانایی توجیه‌کنندگی تقریبی ۶٪ بازده غیرعادی سهام شرکت‌های نمونه را دارد. ولی این ادعا برای مقطع زمانی ۲۴ ماه تأیید نمی شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول ۵: نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل شرایط بازار قبل از عرضه اولیه سهم

مقطع زمانی	همبستگی	ضریب تعیین	β	F	Sig	DW
۱۲ ماه	-۰/۲۳۸	۰/۰۵۷	-۱/۵	۶/۰۶۹	۰/۰۱۵	۲/۰۰۶
۲۴ ماه	۰/۱۵۱	۰/۰۲۳	۱/۵۲۳	۲/۳۵۵	۰/۱۲۸	۱/۷۷۵

نتیجه آزمون فرضیه فرعی چهارم

این فرضیه به بررسی تأثیر ریسک سرمایه گذاری در سهام جدید بر بازده غیرعادی این سهام بعد از عرضه اولیه پرداخته است. بنابراین معنی داری رابطه بین نسبت بدهی به حقوق صاحبان شرکت در مقطع عرضه اولیه و بازده غیرعادی آزمون گردید و نتایج آن در جدول ۶ ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود این متغیر نیز به علت بزرگ‌تر بودن مقدار Sig آزمون از سطح معنی داری ۵٪، در هر دو مقطع زمانی ۱۲ و ۲۴ ماه، متغیری نامربوط تلقی شده و فرضیه رد می گردد.

جدول ۶: نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل نسبت بدهی به ارزش ویژه

مقطع زمانی	همبستگی	ضریب تعیین	β	F	Sig	DW
۱۲ ماه	-۰/۰۴۲	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۷	۰/۱۷۵	۰/۶۷۷	۲/۱۳۳
۲۴ ماه	۰/۰۳۵	۰/۰۰۱	۰/۰۱۵	۰/۱۲۱	۰/۷۲۹	۱/۷۷۲

نتیجه آزمون فرضیه فرعی پنجم

همان‌گونه که قبلاً اشاره شد معیارهای سود آوری شرکت ها از مهم‌ترین متغیرهای بنیادی حسابداری در قیمت گذاری سهام هستند. لذا در فرضیه های پنج و شش فرعی رابطه بین دو متغیر نسبت حاشیه سود خالص و بازده حقوق صاحبان سهام با بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه از لحاظ معنی داری مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه پنجم در جدول ۷ ارائه شده است. این نتایج نشان می‌دهد که در مقطع زمانی ۱۲ ماه، به علت کوچک‌تر بودن مقدار Sig از سطح معنی داری ۵٪، نسبت حاشیه سود خالص رابطه‌ای معنادار و منفی

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه در سطح اطمینان ۹۵٪ دارد. بنابراین این متغیر در تبیین بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدید مؤثر می‌باشد و به تنهایی می‌تواند تقریباً ۵ درصد تغییر پذیری در متغیر وابسته را توضیح دهد. همچنین نتایج آزمون درباره مقطع زمانی ۲۴ ماه حاکی از رد فرضیه و عدم وجود رابطه میان متغیر مستقل و وابسته است.

جدول۷: نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل نسبت حاشیه سود خالص

مقطع زمانی	همبستگی	ضریب تعیین	*β*	*F*	*Sig*	*DW*
۱۲ ماه	-۰/۲۱۰	۰/۰۴۴	-۰/۱۹۵	۴/۶۶۳	۰/۰۳۳	۲/۱۵۶
۲۴ ماه	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۹۹۹	۱/۷۷۳

نتیجه آزمون فرضیه ششم

در این فرضیه بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیار دیگر سود آوری شرکت بررسی شده و رابطه آن با بازده غیرعادی سهام جدید از لحاظ معنی داری آزمون گردید. نتایج حاصل از آزمون در جدول ۸ نشان داده شده است. همانطور که ملاحظه می شود؛ در مقطع زمانی ۱۲ ماه مقدار sig از سطح معنی داری ۱۰ درصد کمتر و حاکی از وجود رابطه معنادار و منفی با بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه در سطح اطمینان ۹۰ درصد است ولی با این حال فرضیه حاضر برای هر دو مقطع زمانی مورد بررسی قابل پذیرش نبوده و رد می شود.

جدول ۸: نتایج حاصل از تحلیل همبستگی و رگرسیون در مورد متغیر مستقل بازده حقوق صاحبان سهام

مقطع زمانی	همبستگی	ضریب تعیین	β	F	Sig	DW
۱۲ ماه	-۰/۱۶۵	۰/۰۲۷	-۰/۰۶۵	۲/۸۱۶	۰/۰۹۶	۲/۱۴۳
۲۴ ماه	۰/۰۲۲	۰/۰۰۰	۰/۰۲۱	۰/۰۴۷	۰/۸۲۹	۱/۷۶۶

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

یافته های حاصل از مدل رگرسیون چندگانه

نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون در جدول شماره ۹ آورده شده است. همان طور که ملاحظه می‌شود تمامی نه متغیر به طور توأمان توانایی توجیه کنندگی تقریباً ۴۲ درصد از کل تغییرات بازده غیرعادی سهام جدید را در مقطع زمانی ۱۲ ماه دارند و ۵۸ درصد تغییرات آن تحت تاثیرسایر عوامل است. همچنین از آن جایی که سطح اهمیت آماره آزمون F برای ۱۲ ماه، (۰/۰۰۰) نشان داده، بنابراین رگرسیون چند متغیره مورد استفاده معنادار بوده و آماره دوربین واتسون نیز به مقدار ۲/۲۸۹ محاسبه شده، که بیان‌گر عدم وجود مشکل خاصی در مورد خود همبستگی است. با این حال این مدل برای مقطع ۲۴ ماه بعد از عرضه، با توجه به سطح اهمیت آماره آزمون معنادار نیست.

جدول۹: نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون چند گانه با استفاده از تمامی متغیرهای پژوهش

مقطع زمانی	R	R2	R2 تعدیل شده	F	Sig	DW
۱۲ ماه	۰/۶۹۰	۰/۴۷۶	۰/۴۲۵	۹/۳۹۱	۰/۰۰۰	۲/۲۸۹
۲۴ ماه	۰/۳۲۸	۰/۱۰۸	۰/۰۶۹	۱/۲۲۲	۰/۲۹۱	۱/۸۰۱

۹- نتیجه گیری

پژوهش‌های مالی سه دهه اخیر نشان می دهد که سهام عرضه های عمومی اولیه در کوتاه مدت بازده غیرعادی مثبت و در بلند مدت در مقایسه با پرتفوی بازار بازده غیرعادی منفی عاید سرمایه گذاران می کند. با توجه به یافته‌های پژوهش حاضر، وجود بازده غیرعادی در بورس اوراق بهادار تهران نیز تایید شد. اگرچه فرضیه ها و تئوری های متعددی از سوی اندیشمندان و پژوهش‌گران مالی در تبیین هر یک از دو پدیده موصوف ارائه شده اند لیکن به اعتقاد اکثر پژوهش‌گران مالی و اقتصادی از جمله بوجراج و لی (۱۹۹۹) و ریتر و ولش (۲۰۰۲) علت اصلی شکل گیری بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی اولیه در کوتاه مدت و بلندمدت در نحوه قیمت گذاری این سهام در مقطع عرضه اولیه نهفته است. به‌طور اخص، اغلب تئوری های موجود چنین فرض می کنند که قیمت عرضه اولیه نسبت به ارزش ذاتی سهم، کمتر از واقع قیمت گذاری می شود.

نتایج حاصل از بررسی بازده سهام عرضه های عمومی اولیه نسبت به بازده پرتفوی بازار و برخی عوامل احتمالی مؤثر بر بازده غیرعادی این سهام طی سال های ۱۳۸۶- ۱۳۷۸ در بورس

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

اوراق بهادار تهران نشان داد که اطلاعات حسابداری آزمون شده، نقش با اهمیتی در تعیین قیمت اولیه سهام و بالطبع بازده غیرعادی آنها دارد. از این رو در دسترس بودن اطلاعات حسابداری شرکت های عرضه کننده سهم، در ارتباط با عملکرد فعلی و برنامه های آتی شرکت، برای عموم در زمان عرضه اولیه سهام در بورس، می تواند قیمت گذاری غیر صحیح سهام را کاهش داده و از نگرانی سرمایه گذاران بالقوه در مورد نوسان قیمت سهام در ماه های آتی بکاهد و منجربه تصمیم گیری بهینه آنان گردد. البته نباید از اوضاع سیاسی و اقتصادی حاکم بر بازار سرمایه ایران صرف نظر کرد و اثرات آن را نادیده گرفت. نکته مسلم این است که قیمت گذاری صحیح و نزدیک به ارزش ذاتی سهام باعث بالا رفتن امنیت سرمایه گذاری و تخصیص بهینه منابع در بورس تهران شده و نه تنها از رکود اقتصادی کشور جلوگیری کرده، بلکه رشد و پیشرفت جامعه را به دنبال خواهد داشت.

۱۰- پیشنهادات

پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش پیشنهاد می گردد:

۱. به منظور تقویت ارکان بازار اولیه و ایجاد حصول اطمینان معقول برای شرکت‌ها و سرمایه گذاران از قیمت گذاری مناسب سهام عرضه های عمومی اولیه شرکت ها، اعم از خصوصی و دولتی مشمول خصوصی سازی از طریق بورس، به سازمان بورس اوراق و بهادارتهران پیشنهاد می‌شود که روند شکل گیری و حضور بانک های سرمایه گذاری در بازار سرمایه کشور را تسریع نموده تا از دانش، تخصص و امکانات آنها استفاده گردد و از قیمت گذاری بیش از واقع یا کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه توسط کارگزاران بورس که منجربه ایجاد بازده های غیرعادی اعم از مثبت یا منفی بعد از عرضه اولیه می شود، جلوگیری به عمل آید.

۲. به سازمان بورس اوراق بهادارتهران و نیز سازمان حسابرسی به عنوان مرجع تدوین کننده استانداردهای حسابداری، پیشنهاد می‌شود که بر الزام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران به انتشار اطلاعات مالی مربوط و قابل اتکا که توسط حسابرسان مستقل به دقت بررسی شده است خصوصاً در مورد پیش‌بینی سود هر سهم، تأکید بیشتری داشته باشند، چرا که تعیین آن بخش از اطلاعات مالی که قابلیت مدیریت و دست‌کاری بیشتری دارد و تأکید بر استاندارد هایی که بیشتر در معرض این موضوع هستند می‌تواند به هدف نهایی بازار سرمایه که همان تسهیم عادلانه منابع به واسطه ارزیابی مناسب است، کمک کرده و از قیمت گذاری غیر واقعی سهام و در ادامه ایجاد بازده های غیرعادی بکاهد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۳. به فعالان بازار سرمایه به خصوص سرمایه گذاران بالقوه، پیشنهاد می‌شود که در تصمیم گیری درباره خرید یا فروش سهام، شرایط عمومی بازار هنگام عرضه اولیه سهام و قبل از آن را مورد توجه قرار دهند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

بخش قابل توجهی از ادبیات پژوهش های مالی کشورهای توسعه یافته و دارای بازار سرمایه فعال را مطالعات انجام شده در مورد سهام عرضه های عمومی اولیه (IPOs) تشکیل می دهد. در ایران پژوهش های انجام شده در این حوزه اندک است. به نظر می رسد یکی از دلایل عمده عدم انجام مطالعات تجربی در مورد IPOs در بازار سرمایه ایران، دوران محدود فعالیت بورس اوراق بهادار تهران و محدود بودن تعداد شرکت های جدید الورود به بورس و عدم دسترسی کافی به اطلاعات مالی مربوط به این شرکت ها باشد. از این‌رو، برخی از موضوعات مهمی که می تواند توسط علاقه‌مندان و پژوهش‌گران در پژوهش‌های آتی بررسی گردد به شرح زیر هستند:

۱. در پژوهش حاضر برای محاسبه بازده غیر عادی بلند مدت با استفاده از معیار CARs، از شاخص قیمت و بازده نقدی بورس اوراق بهادار تهران (TEDPIX) بعنوان متغیر جایگزین پرتفوی بازار استفاده شد. پیشنهاد می شود در پژوهش جداگانه‌ای برای اندازه‌گیری بازده غیرعادی بلند مدت از معیارهای BHARs و WRs و اندازه گیری عملکرد واقعی این سهام در بلند مدت از شاخص هایی نظیر عملکرد پرتفوی‌های معیار (Benchmark Portfolios)، شاخص ۵۰ شرکت فعال بورس، بازده شرکت های مشابه در صنعت (Industry Peers)، بازده مبتنی بر مدل CAPM و بازده حاصل از مدل سه عاملی فاما و فرنچ بعنوان جانشین پرتفوی بازار استفاده شود.

۲. پیشنهاد می شود فرضیه های پژوهش حاضر در پژوهش دیگری بر حسب تفکیک صنایع مورد آزمون قرار گیرند.

۳. در پژوهش حاضر جهت تبیین عوامل مؤثر بر بازده غیر عادی سهام عرضه های اولیه تنها بر عوامل درون زا (وضعیت شرکت و ویژگی های خاص حاکم بر عرضه سهام آن) تأکید گردید و تأثیر عوامل برون زا (از جمله متغیرهای کلان اقتصادی نظیر نرخ تورم، میزان جذب سرمایه گذاری های خارجی، عوامل سیاسی و اجتماعی، رفتار گروهی سرمایه گذاران و...) نادیده گرفته شد. بنابراین پیشنهاد می شود در پژوهشی جداگانه اثر عوامل برون زا در تبیین بازده غیر عادی این سهام نیز مورد مطالعه قرار گیرد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱۱- محدودیت های پژوهش

۱. با توجه به محاسبه آماره دوربین واتسون برای مدل رگرسیون تک متغیره و چند متغیره خطی مشکل خاصی در مورد فرایند خود همبستگی وجود نداشته است، لذا داده‌های خام بدون در نظر گرفتن تأثیر تورم مورد بررسی قرار گرفتند.

۲. وجود برخی شرایط نظیر حوادث غیرمترقبه و شرایط سیاسی که بر شرکت‌ها (در حالت خرد) و بر کشور (در حالت کلان) مؤثر هستند، درپژوهش حاضر در نظر گرفته نشده‌اند. لذا در تعمیم نتایج پژوهش باید احتیاط کرد.

۳. وجود شرایط روانی و بازارسازانی که در کشور ما (مثل سایر کشورها) وجود داشته و بر قیمت سهام مؤثر هستند، در نظر گرفته نشده است.

۴. در این پژوهش متغیرهایی که براساس پژوهش‌های پیشین تصور می‌شد بر بازده غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی اولیه مؤثر باشند، بررسی شدند. درحالی که ممکن است متغیرهای تأثیرگذار دیگری نیز باشند که در پژوهش حاضر بررسی نشده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منابع

آذر، عادل و مومنی، منصور(۱۳۸۵)؛ ***"آمار و کاربرد آن در مدیریت"***، جلد دوم، انتشارات سمت.

ابراهیمی کردلر، علی و آذر داریانی، الهام(۱۳۸۵)؛ "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، ***بررسی‌های حسابداری و حسابرسی***، شماره ۴۵، ۳-۲۳.

اسماعیلیان، مهدی(۱۳۸۵)؛ ***"راهنمای جامع SPSS 14"***، انتشارات دیباگران تهران.

باقرزاده، سعید(۱۳۸۶)؛ "نقش اطلاعات حسابداری در قیمت گذاری سهام عرضه های عمومی اولیه (IPOs) در بورس اوراق بهادار تهران"، ***پایان‌نامه دکتری***، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

تبریزی، عبده و دموری، داریوش(۱۳۸۲)؛ "شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، ***تحقیقات مالی***، سال پنجم، شماره ۱۵.

جهانخانی، علی و صفاریان، امیر(۱۳۸۲)؛ "واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران"، ***تحقیقات مالی***، شماره ۱۶.

جهانخانی، علی و عبدالله‌زاده، فرهاد(۱۳۷۲)؛ "نقدی بر چگونگی قیمت‌گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، ***تحقیقات مالی***، سال اول، شماره ۱.

جهانخانی، علی و عبده تبریزی، حسین(۱۳۷۲)؛ "نظریه بازار کارای سرمایه"، ***تحقیقات مالی***، سال اول، شماره ۱.

خالقی مقدم، حمید(۱۳۷۷)؛ "دقت پیش‌بینی سود شرکت‌ها"، ***پایان‌نامه دکتری***، دانشکده علوم اداری و مدیریت بازرگانی دانشگاه تهران.

خالقی‌مقدم، حمید و بهرامیان(۱۳۸۴)؛ "میزان عدم صحت پیش‌بینی سود شرکت‌ها در عرضه اولیه"، ***مطالعات حسابداری***، شماره ۱۰ و ۱۱.

سجادی، حسین(۱۳۷۷)؛ "عوامل مرتبط با سود غیرمنتظره و رابطه آن با قیمت سهام"، ***بررسی‌های حسابداری و حسابرسی***، سال ششم، شماره ۲۴ و ۲۵.

ظریف‌فرد، احمد و مهرجو، حامد(۱۳۸۳)؛ "بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران"، ***مطالعات حسابداری***، شماره ۸.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Aggarwal, R. and Rivoli, P.(1990), "Fads in the Initial Public Offering Market", ***Journal of Financial Management***, Vol. 19, No. 4, 45-57.

Bhojraj. S. and Lee, C. (2002), "Who is my peer? A Valuation-Based Approach to Selection of Comparable Firms", ***Journal of Accounting Research***, Vol. 40, 209-249.

Cai ,X. Liu, S. ,Guy. M. , Bryan.(2008), "The long-run performance of initial public offerings and its determinants: the case of China", ***Review of Quantitative Finance and Accounting***, Vol. 30, 419-433.

Chen, C. and Firth, M. (2002), "The accuracy of profit forecasts and their roles and associaton with IPO firm valuations", ***Journal of International Financial Managemant and Accounting,*** Vol. 10, 202-226.

De Bondt, Warner F. M. and Thaler. (1985), "Does the stock market overreact?" ***Journal of Finance***, Vol, 40, No. 3, 793-808.

FASB, (1978), "Objectives Of Financial Reporting by Business Enterprises", ***Statement of Financial Concept***, No. 1, Par 30.

Firth, M. and Liau-Tan, C. K. (2001), "Signalling models and the valuation of new issues: An examination of IPOs in Singapore", ***Pacific- Basin Finance Journal***, 511-526.

Firth, M. (1998), "IPO profit forecasts and their role in signalling firm value and explaining post-listing returns", ***Applied Financial Economics***, 29-39.

Ibbotson, G.(1975), "Price performance of common stock new issues", ***Journal of Financial Economics***, No. 2, 235-272.

Ibbotson, Roger, G. and Jaffe, Jeffrey (1975), "Hot issue markets". ***Journal of Finance***, No. 4, 1027-1042.

Kim, M. and Ritter, J. R. (1999), "Valuing IPO", ***Journal of Financial Economics***, 409-437.

Lerner, J. (1994)." Venture capitalists and the decision to go public". ***Journal of Financial Economics***, 35, 293–316.

Levis, M, (1993), "The long-run performance of initial public offerings: The UK Experience (1980-1988)", ***Financial Management***, Vol, 22, 28-41.

Ligungqvist. A. (2005), "IPO Underpricing" in B. Espen Eckbo (ed), ***Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance***, Elsvier. North Holland, p. 3.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Logue, D. E. (1973), "On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969", ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 91-103.

Lonkani, R. and Firth, M. (2005), "The accuracy of IPO earnings forecasts in Thailand and the relationships with stock market valuation", ***Journal of Accounting and Business Research***, Vol.35, No.3, 269-286.

Loughran, T. J, Ritter and Rydqvist, K. (1994), "Initial Public Offering: International Insights" ***pacific-basin finance journal ,*** Vol. 2, 165-199.

Lowry, M., & Schwert, G. W. (2002), "IPO market cycles: Bubbles or sequential learning?" ***Journal of Finance***, 57, 1171-1200.

Reilly, F. k. (1973), "Further evidence of short- run results for new issues investors", ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 8, 83-90.

Ritter, J. R. (1984), "The hot issue market of 1980", ***Journal of Business***.Vol. 57, No. 2, 215-240.

Ritter, R. (1991), "The long-run performance of Initial Public Offerings", ***Journal of Finance***, No. 40, 3-27.

Ritter. R, and Welch, I. (2002), "A Review of IPO Activity, Pricing and allocation", ***journal of finance***, Vol. 57, 1795-1828.

Siougle G. ,(2003) "Information Content of Earnings Forecast Disclosures", **The Annals of Marie Curie Fellows Association,** Volume III, Fall.

Tian, L. (2007), "Regulatory Underpricing: Determinant of Chinese Extreme IPO Returns".

Tinic, S. M. (1988), "Anatomy of IPO of common stock". ***Journal of Finance***, No. 4, 789-822.

Welch, I. (1989), "Seasoned offering, Imitation costs, and the underpricing of IPO"**, *Journal of Finance***. Vol. X LLV, No. 2, 421-446.

Welch, I. and Ritter, J. (2002), "A review of IPO activity, pricing and allocation", ***working paper***. Yale University.

Yetman, M. H. (2001), "Accounting-Based Value Metrics and Informational Efficiency of IPO Early Market Prices", ***Unpublished Ph.D Dissertation***, University of Iowa.

Zheng, Steven, X. (2005), "IPO Characteristics and Analyst Forecasts".

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]