

تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۴/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۸/۶/۱۸

## عملکرد بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام در ایران: آزمون تجربی برخی از عوامل مرتبط

دکتر سیدحسین علوی طبری

استادیار حسابداری دانشگاه الزهرا

دکتر علی رحمانی

استادیار حسابداری دانشگاه الزهرا

شلیر مکی

کارشناس ارشد حسابداری

### چکیده

این تحقیق به بررسی عملکرد بلندمدت سهام عرضه اولیه، در بازار اوراق بهادار تهران می‌پردازد. همچنین رابطه برخی ویژگی‌های شرکت‌ها در زمان ورود به بورس با عملکرد بلندمدت سهام آزمون می‌شود. این ویژگی‌ها که طبق تحقیقات قبلی بر عملکرد عرضه‌های اولیه موثر بوده‌اند، شامل اندازه، عملکرد شرکت قبل از ورود به بورس، ساختار مالکیت قبل و بعد از ورود به بورس و بازده کوتاه مدت عرضه اولیه می‌باشند. نمونه تحقیق شامل ۱۴۳ شرکت است که طی سالهای ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ در بورس پذیرفته و سهام آن‌ها برای اولین بار عرضه شده‌است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بازدهی عرضه اولیه در ایران به طور متوسط در بلندمدت منفی است. اندازه شرکت و عملکرد شرکت قبل از ورود به بورس با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه منفی معنادار دارند. نوع مالکیت شرکت قبل از ورود به بورس، بازده کوتاه مدت عرضه اولیه، ساختار مالکیت قبل و بعد از ورود به بورس و بازده کوتاه مدت عرضه اولیه موثر بوده‌اند.

مالکیت سهامداران عمده در فرایند عرضه اولیه، عملکرد بلندمدت را تحت تاثیر قرار نمی‌دهد. نهایتاً، بین بازده کوتاه مدت عرضه اولیه و عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه معناداری وجود ندارد.

واژه های کلیدی: عرضه اولیه، عملکرد بلندمدت سهام، بازده کوتاه مدت، ساختار مالکیت.

### مقدمه

دو وظیفه بسیار مهم یک سیستم مالی، تسهیم ریسک میان سرمایه‌گذاران و تامین سرمایه مورد نیاز شرکت‌ها است. فرایند عرضه اولیه به مالکان شرکت اجازه می‌دهد تا با واگذاری قسمتی از سرمایه، ریسک شرکت را نیز با تعداد بیشتری سرمایه‌گذار تسهیم کنند (پریترسکر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). عرضه اولیه دستیابی به سرمایه عمومی، به منظور تامین مالی فعالیت‌های عملیاتی را با هزینه معقول، برای شرکت‌ها ممکن می‌سازد. همچنین فرصتهایی را برای مبادله سهام شرکت فراهم می‌کند و سهامداران بالفعل شرکت را قادر می‌سازد تا سرمایه‌گذاری خود را تنوع بخشند و منافع خود را به بهترین وجه شکل دهند. عرضه اولیه زمانی صورت می‌گیرد که اوراق بهاداری با انتظار ایجاد یک بازار سیال، برای اولین بار به عموم مردم عرضه می‌شود. سهام بنگاه می‌تواند به صورت عمومی مبادله شود و به دلیل وجود یک بازار سیال، بنگاه می‌تواند با شرایط بهتری اقدام به تامین سرمایه (از طریق انتشار سهام و حتی اوراق مشارکت) کند. سهامداران فعلی نیز می‌توانند سهام خود را در بازار سرمایه عرضه کنند.

موضوعی که در رابطه با عرضه اولیه، مورد توافق اکثر محققان است، وجود ناهنجاری‌هایی در بازار عرضه اولیه سهام، به شرح زیر است:

- ۱- ارزان‌فروشی عرضه اولیه یا بازده غیرعادی مثبت اولیه
- ۲- عملکرد منفی عرضه اولیه در بلندمدت
- ۳- تغییرات چرخه‌ای در حجم مبادلات عرضه اولیه یا پدیده بازار داغ

در این پژوهش تمرکز بر ویژگی دوم، یعنی عملکرد بلند مدت منفی است. عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت به چند دلیل جالب توجه است: نخست از دیدگاه سرمایه گذار، وجود الگوی قیمتی، فرصتی به دست می‌دهد تا استراتژی مطلوب برای مبادله به منظور دستیابی به بهترین بازده تشخیص داده شود. دوم، وجود بازدهی غیرعادی 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 عملکرد منفی در بلند مدت همراه باشد، این مساله نشان می‌دهد که بنگاه زمان مناسبی را برای عرضه انتخاب کرده است. چهارم، هزینه افزایش سرمایه، برای بنگاهی که وارد بورس می‌شود نه تنها به هزینه مبادلات در فرایند عرضه اولیه بستگی دارد، بلکه با بازده سرمایه گذاران بعد از ورود سهام به بازار<sup>۱</sup> هم ارتباط دارد (ریتز<sup>۲</sup>، ۱۹۹۱).

در ایران، با توجه به افزایش عرضه اولیه در سال‌های اخیر، به ویژه به دنبال مطرح شدن خصوصی سازی و سیاست‌های اصل ۴۴، بررسی عملکرد عرضه‌های اولیه در کوتاه مدت و بلندمدت اهمیت ویژه‌ای می‌یابد. 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. با انجام این بررسی‌ها می‌توان راجع به کارایی اطلاعاتی بازار عرضه اولیه در ایران به نتایجی رسید.

## ادبیات و پیشینه تحقیق

برخی از فرضیه‌ها و تحقیقاتی که افت عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت را تبیین و به عوامل مرتبط مورد بررسی در این تحقیق پرداخته‌اند، در این بخش بررسی شده است.

### ۱- عدم تقارن اطلاعاتی

بدون شک، بازار عرضه اولیه دچار عدم تقارن اطلاعاتی است. یک جنبه از مساله عدم تقارن اطلاعاتی که میان مالکان اصلی و سرمایه گذاران برون سازمانی مطرح است؛ ناشی

1 -After market

2 - Ritter

از آن است که مالکان اصلی اطلاعات محرمانه در مورد کیفیت فرصتهای سرمایه گذاری در شرکت خود دارند.

عدم تقارن اطلاعاتی علاوه بر مالکان اصلی، میان سرمایه گذاران برون سازمانی نیز مطرح است. سرمایه گذاران برون سازمانی دو دسته اند؛ برخی از سرمایه گذاران در سطحی که برای عموم ممکن نیست، به انگیزه‌های اقتصادی سهامداران اصلی آگاهی دارند (سرمایه گذاران آگاه<sup>۱</sup>) در حالی که دسته دیگر سرمایه گذاران، اطلاعات را تنها در سطحی که در اختیار عموم قرار می‌گیرد، دریافت می‌کنند (سرمایه گذاران ناآگاه<sup>۲</sup>). بازار سهام داغ و افت عملکرد در بلند مدت را می‌توان به حضور سهامدارانی نسبت داد که اطلاعات خود را بر اساس عملکرد گذشته شرکت که برای عموم قابل دسترسی است، شکل می‌دهند.

مالکان شرکت در برخی شرایط در می‌یابند که می‌توانند با ارزان فروشی سهام، اطلاعاتی را که مبنای تصمیم‌گیری قرار می‌دهند، به عموم ارائه کنند. سرمایه گذاران نیز نهایتاً قادر خواهند بود سهامی را که در عرضه اولیه دچار ارزان فروشی شده است و میزان این ارزان‌فروشی را تشخیص دهند. اما قادر نخواهند بود دلایل این ارزان‌فروشی را از داده‌های خود استخراج کنند. آنها بر این باورند که هر سهم عرضه اولیه را که اندکی پایین‌تر از ارزش برآوردی آنها منتشر می‌شود، خریداری کنند. (بچمن<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴)

این موضوع برای برخی شرکتهای فرصتی فراهم می‌کند تا سرمایه خود را به قیمتی نزدیک به ارزش منصفانه آن به فروش برسانند، بعلاوه انگیزه شرکت‌هایی را که پیش از این ورود به بورس را سودمند نمی‌دانستند، تغییر می‌دهد. در این حالت، حتی یک افزایش ناچیز در قیمتی که شرکتهای می‌توانند با آن سهام خود را منتشر کنند، می‌تواند بر انگیزه شرکتهای با کیفیت پایین‌تر تاثیر بگذارد. این مساله منجر به افزایش در حجم عرضه اولیه و سقوط ناگهانی میانگین کیفیت عرضه اولیه می‌شود که متعاقب آن منجر به افت عملکرد عرضه اولیه در بلند مدت می‌شود. بعد از یک دوره فعال عرضه اولیه، بازار عرضه اولیه به سوی یک تعادل منطقی به صورت افت عملکرد در بلند مدت بر می‌گردد که موجب می‌شود سرمایه گذاران باورهای خود را به صورت کاهشی تعدیل کنند. (همان منبع)

1 - Informed investors

2 - Uninformed investors

3 - Bachman

### ۱-۱- فرضیه مدیریت سود

تحقیقات نشان می‌دهد که اغلب شرکتها در زمان عرضه اولیه، در مقایسه با متوسط صنعت، عملکرد عملیاتی بالایی نشان می‌دهد. این مشاهدات بیانگر مدیریت سود بالایی است که منجر به خوشبینی سرمایه‌گذاران نسبت به آینده شرکت می‌شود. زمانی که نگهداری سود اولیه بالا امکان پذیر نمی‌باشد، سرمایه‌گذاران ناامید به طور اساسی ارزیابی خود از شرکت را به سطح قابل قبولی کاهش می‌دهند. (توح و دیگران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸)

### ۱-۲- فرضیه برآورد بیش از اندازه

شرکتها سود آتی خود را در امیدنامه پیش‌بینی می‌کنند. از آنجا که قیمت سهام، به عملیات آتی موردانتظار شرکت بستگی دارد، پیش‌بینی‌های انجام شده توسط مدیران یا تحلیلگران برای سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارد. (اگروال<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷)

مدیران شرکتها در مورد شرکت خود اطمینان بالایی نشان می‌دهند تا سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب کنند. با این وجود، سرمایه‌گذاران در بلندمدت در می‌یابند که واکنش آنها به پیش‌بینی سود غیر معقول بوده است و در ارزیابی خود از شرکت تجدید نظر می‌کنند که ممکن است منجر به افت عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت شود. عملکرد بلندمدت شرکتها به تغییرات در سودآوری واقعی و تحقق سود پیش‌بینی شده بستگی دارد. هرچه پیش‌بینی‌ها واقعی‌تر باشد افت عملکرد کمتر خواهد بود. (همان منبع)

### ۱-۳- فرضیه هزینه‌های نمایندگی

عرضه اولیه تجربه جالبی است که در آن اغلب فرضیات مربوط به هزینه‌های نمایندگی ظاهر می‌شوند. زیرا هرچه تمرکز مالکیت کاهش می‌یابد، تضاد منافع مدیران و سهامداران نیز بیشتر می‌شود، در نتیجه عملکرد شرکت منتشرکننده سهام در عرضه اولیه کاهش خواهد یافت. (ری و لاک<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲)

1 - Teoh et al

2 - Agarwal

3 - Rhee & K.J.Luck

## ۲- فرضیه زمانبندی کاذب بازار<sup>۱</sup>

این فرضیه برای توضیح عملکرد ضعیف سهام تازه منتشر شده، توسط شولز<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) مطرح شد. وی بیان می‌کند که افت عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت واقعیتی است که نشانه هیچ گونه عدم کارایی در بازار نمی‌باشد. پایه فرضیه زمانبندی کاذب بازار این است که بیشتر شرکتها زمانی سهام خود را منتشر می‌کنند که بتوانند قیمت بالایی برای سهام خود دریافت کنند. در نتیجه تعداد عرضه‌های اولیه ای که سهام خود را در اوج قیمت منتشر می‌کنند همواره بیشتر از عرضه‌های دیگر است. این همان زمانبندی کاذب بازار است. اگر قیمت همچنان رو به بالا حفظ شود، شرکتهای بیشتری تشویق به عرضه سهام می‌شوند؛ تا زمانی که قیمت سهام به طور ناگهانی کاهش پیدا کرده و در نتیجه منجر به افت عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت می‌شود. (شولز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱)

## ساختار مالکیت و عملکرد عرضه اولیه

یکی از سریعترین نتایج انتشار سهام در طی فرایند عرضه اولیه، پراکندگی ساختار مالکیت است که اغلب با کاهش بیشتر در تمرکز مالکیت برای سالهای زیادی بعد از ورود به بورس ادامه می‌یابد (مایکلسون و دیگران<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷). این تغییرات تاثیر عمیقی بر انگیزه‌های مدیریتی دارد و تا حدی به ناهنجاری‌های مشاهده شده در عرضه‌های اولیه، از جمله ارزان فروشی و افت عملکرد در بلندمدت ارتباط داده شده است. فرضیه همسویی منافع<sup>۵</sup> که توسط جنسن و مک‌لینگ<sup>۶</sup> (۱۹۷۶) ارائه شده بیانگر آن است که تفکیک مالکیت از مدیریت منجر به ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌شود و بنابراین عملکرد یا ارزش شرکت، با حضور سهامداران داخلی، افزایش می‌یابد. مالکیت مدیران قبل از عرضه اولیه، به آنان انگیزه ای می‌بخشد تا هزینه‌های مستقیم انتشار و نهایتاً کل هزینه‌های عرضه اولیه را کاهش دهند. (ونگ<sup>۶</sup>، ۲۰۰۳)

1 - the pseudo market timing hypothesis

2 - Schultz

3 - Schultz

4 - Mikkelsen et al

5 - the alignment of interest

6 - Wang

فرناندو (۱۹۹۹) ساختار سرمایه بعد از عرضه اولیه را با ارزان فروشی عرضه اولیه و عملکرد بلندمدت در ارتباط می‌بیند. شرکتها ممکن است سهامداران عمده را ترجیح دهند. زیرا خواهان مزایای حاصل از نظارت سهامداران عمده هستند. لی و هووی<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که تغییرات ساختار مالکیت پیرامون عرضه اولیه به عنوان یکی از معیارهای هزینه نمایندگی، منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. ساختار مالکیت، بر تغییر اعضای هیئت مدیره و در نتیجه بر حاکمیت شرکتی و نهایتاً بر عملکرد بلندمدت تاثیر می‌گذارد. یافته‌های برخی از تحقیقات مشابه در ایران در زیر ارائه شده است.

بررسی تحلیلی بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید توسط ذاکری (۱۳۷۵) نشان داد که در مقایسه با شاخص کل بورس میزان بازده کوتاه مدت مثبت و معادل ۲۶٪ بوده و میزان بازده بلندمدت منفی و معادل ۱۶/۴٪ بوده است.

بررسی‌های انجام شده توسط عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) برای شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدید نشان داد که بازده عرضه اولیه در بلندمدت نسبت به بازده شاخص بازار منفی است و بازده کوتاه مدت شاخص خوبی برای پیش بینی بازده بلندمدت نیست. شرکت‌های خیلی کوچک و خیلی بزرگ نسبت به سایر شرکتها، بازده بلندمدت بهتری دارند. بین بازده بلند مدت و حجم معامله سهام جدید رابطه‌ای وجود ندارد. نوع صنعت با بازده بلندمدت رابطه مثبت دارد.

نتایج تحقیق بستانیان (۱۳۸۵) نشان داد که رابطه معناداری بین بازده بلند مدت و کوتاه مدت عرضه اولیه وجود ندارد. بین اندازه شرکت، عمر شرکت، نوع صنعت و اهرم مالی با بازده بلندمدت عرضه اولیه رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین بین میانگین بازده بلندمدت شرکتهای دولتی با شرکتهای غیردولتی تفاوت آماری وجود ندارد.

حق بین (۱۳۸۷) تحقیقی پیرامون عرضه‌های اولیه در بازار اوراق بهادار تهران انجام داد. در تحقیق مزبور بازده کوتاه مدت با مقایسه قیمت سهام در پایان روز نخست معامله با ارزش دفتری سهام محاسبه شد. براساس این روش، نتایج تحقیق نشان داد که عرضه اولیه در بورس تهران دچار هیچ گونه ارزانفروشی نیست. بازده بلندمدت، در یک دوره دوازده ماهه و بر اساس مقایسه قیمت در پایان دوره بلندمدت با قیمت پایان روز نخست مبادله

محاسبه شد. بر اساس این روش نتایج نشان داد که افت عملکرد عرضه اولیه بعد از شش ماه نخست مشاهده می‌شود.

نتایج حاصل از بررسی‌های انجام شده توسط محمدی (۱۳۸۷) بیانگر آن بود که عرضه‌های اولیه در بلندمدت در مقایسه با شاخص بورس بازده کمتری داشته‌اند. بعلاوه انتخاب مقیاس‌های متفاوت در محاسبه عملکرد، می‌تواند به نتایج متفاوتی منجر شود.

نتایج برخی از تحقیقات مشابه خارجی نیز در زیر ارائه شده است.

نتایج تحقیقی که توسط هابرا و پت‌وی<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) در کانادا انجام شد نشان داد که کیفیت عرضه و ویژگی‌های مالی و عملیاتی، ارتباط ضعیفی با بازده یک‌ساله سهام دارد. عملکرد منفی در شرکت‌های کوچک‌تر و جوان‌تر شدیدتر است.

نتایج تحقیق اوزدن<sup>۲</sup> (۲۰۰۱) در ترکیه بیانگر آن بود که بازده غیر عادی دوره یک‌ساله منفی و معادل ۱۲/۸٪ و در طول دوره سه‌ساله نیز منفی و معادل ۶۳/۴٪ است. عوامل موثر بر عملکرد بلندمدت شامل متوسط بازده غیر عادی اولیه، اندازه شرکت و روند بازار است. بازده غیر عادی اولیه رابطه منفی با عملکرد بلند مدت دارد. رابطه اندازه شرکت با عملکرد بلندمدت مثبت و رابطه روند بازار با عملکرد بلندمدت منفی است.

نتایج بررسی عملکرد عملیاتی شرکت‌های عرضه اولیه در بلندمدت توسط ونگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) در چین بیانگر کاهش چشمگیری در عملکرد عملیاتی بعد از عرضه اولیه بود و نشان داد که مالکیت دولتی و همچنین تمرکز مالکیت تأثیری بر تغییرات عملکرد عملیاتی ندارد. اما یک رابطه منحنی شکل بین مالکیت سهامداران حقوقی و تغییرات عملکرد و همچنین بین تمرکز سهامداران غیردولتی و تغییرات عملکرد وجود دارد.

بررسی‌های انجام شده توسط بلدن‌سارو و تایسرچنین<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) در ایالات متحده بیانگر آن بود که در سال اول بازده اضافی شرکت‌های کوچک منفی و برای شرکت‌های بزرگتر مثبت بوده است. یعنی اندازه شرکت ارتباط مستقیمی با عملکرد شرکت در طول یک سال دارد. همین نتایج برای دوره دو و سه‌ساله بیانگر آن بود که بازده غیر عادی ناچیز و تقریباً

1 -Bhabra&pettway

2 -Ozden

3 -Wang

4 -Belden Saro& Tayseer Chenine



صفر است. به طور کلی نتایج تحقیق حاکی از آن بود که عرضه اولیه در بلند مدت دچار افت عملکرد نیست و این می‌تواند بیانگر کارایی بازار ایالات متحده باشد. بررسی عملکرد بلندمدت موسسات دولتی واگذار شده در اسپانیا توسط فارینو و ژوزه گارسیا<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) نشان داد که بعد از واگذاری شرکتهای دولتی بهبود قابل ملاحظه‌ای در عملکرد مشاهده می‌شود. این بهبود، بخصوص در درآمد و فروش واقعی و شرایط نیروی کار مشاهده می‌شود. ارزانفروشی در سهام شرکتهای دولتی بیشتر از سهام شرکتهای خصوصی بوده است و نهایتاً برای سهام شرکتهای دولتی افت عملکرد در بلندمدت مشاهده نشد.

بررسی تاثیر بازده اولیه بر عملکرد بلندمدت عرضه اولیه در چین با دیدگاه حاکمیت شرکتی، توسط لی و هووی<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) نشان داد عرضه‌های اولیه با بازده اولیه مثبت، در بلندمدت بازده بهتری خواهند داشت. مالکیت برون‌سازمانی و مالکیت سهامداران عمده تاثیر مثبتی بر عملکرد بلندمدت عرضه اولیه دارد. مالکیت دولتی قبل از عرضه اولیه، باعث کاهش عملکرد بلندمدت عرضه اولیه می‌شود. اندازه شرکت و امکان بالقوه رشد شرکت، در بلندمدت تاثیر مثبتی بر ارزیابی شرکت و در نتیجه عملکرد بلندمدت دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اهداف، پیشینه، ادبیات موضوع، شش فرضیه زیر طراحی و آزمون شد:  
فرضیه ۱- اندازه شرکت در زمان عرضه اولیه با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه معنی‌دار دارد.

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

فرضیه ۳- نوع مالکیت شرکت قبل از عرضه اولیه با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه معنی‌دار 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.

### روش اجرایی تحقیق

این پژوهش مطالعه‌ای کاربردی، با رویکرد همبستگی است. در این تحقیق متغیر وابسته، یعنی عملکرد عرضه اولیه در بلند مدت، بر اساس روش بازده خرید و نگهداری تعدیل شده بر اساس شاخص بازار محاسبه شد. این مدل، برای نخستین بار در سال ۱۹۹۱ توسط ریتر مورد استفاده قرار گرفت و با استفاده از فرمول زیر محاسبه می شود:

$$MABHRi = \sum_{t=3}^{t=n} \left[ \ln \left( \frac{pi,t}{pi,t-1} \right) - in \left( \frac{lm,t}{im,t-1} \right) \right]$$

Pi,t: قیمت سهم i در پایان دوره t .

Im,t: شاخص بازار (TEPIX) در پایان ماه t .

دوره بلندمدت برای محاسبه عملکرد بلندمدت بر اساس نظر سنجی از فعالان بازار سرمایه و معادل یک سال انتخاب شد. بر اساس همین نظر سنجی، طول دوره کوتاه مدت معادل دو ماه انتخاب شد.

برای آزمون تک تک فرضیه ها، به استثنای فرضیه سوم، از رگرسیون خطی ساده استفاده شد. برای آزمون فرضیه سوم، از آزمون T-test (مقایسه میانگین ها) استفاده شد. سپس ارتباط کلیه متغیرهای مستقل با متغیر وابسته در یک مدل رگرسیون چندگانه مورد بررسی قرار گرفت. تجزیه و تحلیل آماری فرضیه ها با استفاده از نرم افزار spss انجام شد.

### جامعه آماری، نمونه آماری و نحوه جمع آوری آن

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

شده‌اند. طی سالهای مذکور تعداد ۱۶۳ شرکت، به استثنای شرکتهای سرمایه‌گذاری، برای نخستین بار وارد بورس اوراق بهادار تهران شده‌اند. با توجه به محدود بودن حجم جامعه، کلیه شرکتهای عضو جامعه مورد بررسی قرار می‌گیرد. با توجه به اینکه داده‌های مورد نیاز برای برخی شرکتهای جامعه در دسترس نبود، لذا تعداد شرکتهای مورد بررسی کاهش یافت و به ۱۴۳ شرکت تقلیل یافت. برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از اطلاعات موجود در نرم افزارهای ره‌آورد نوین، تدبیرپرداز، صحرا و همچنین امید نامه‌ها و صورتهای مالی موجود بر روی دو سایت <http://www.irbours.com> و <http://rdis.ir> استفاده شده است.

### آزمون فرضیه‌ها و نتایج

جدول زیر نشان‌دهنده آمار توصیفی متغیرهای تحقیق است.

جدول (۱) خلاصه آمار توصیفی

عملکرد بلندمدت	بازده کوتاه مدت	درصد سهام مالکان اصلی	درصد سهام سهامدار عمده	نوع مالکیت	عملکرد قبل از عرضه	اندازه شرکت	
۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳	۱۴۳	تعداد
-۰/۲۳۱۴	۱۳/۰۹۶۹	۰/۶۸۴۴	۰/۷۰۹۵	-۰/۴۶۱۵	۰/۲۴۳۹	۲۵/۷۵۵۰	میانگین
-۰/۱۳۲۶	۵/۵۱۵۰	۰/۸۳۰۰	۰/۸۱۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۹۷۳	۲۵/۴۷۷۰	میانه
۰/۶۰۰۲	۲۸/۲۱۲۳	۰/۳۱۵۸	۰/۲۷۸۸	۰/۵۰۰۲	۰/۲۰۸۳	۱/۵۶۳۹	انحراف معیار
۰/۴۶۰۳	۷۹۵/۹۳۵	۰/۰۹۹۷	۰/۰۷۷۷	-۰/۲۵۰۲	۰/۰۴۳۴	۲/۴۴۵۸	واریانس
-۰/۶۱۹۰	۱/۵۸۴۰	-۱/۱۱۰۰	-۱/۲۸۷۰	۰/۱۵۶۰	۳/۸۵۹۰	۰/۹۹۰۰	چولگی
۳/۶۴۷۰	۱۵۰/۲۲۰	۰/۹۹۰۰	۰/۹۹۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۸۲۷۴	۸/۱۱۳۹	دامنه
-۲/۳۸۲۸	-۳۵/۹۴۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۴۶	۲۲/۹۴۷۵	حداقل
۱/۲۶۴۳	۱۱۴/۲۷۹	۰/۹۹۰۰	۰/۹۹۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۸۴۱۹	۳۱/۰۸۸۴	حداکثر

قبل از آزمون فرضیه‌ها، آزمون برقراری فرض‌های رگرسیون طی دو آزمون زیر انجام شد:

۱- نرمال بودن باقیمانده‌های مدل یا متغیر وابسته، با استفاده از آزمون کلموگروف-

اسمیرنوف

جدول (۲) آزمون کلموگروف-اسمیرنوف- نرمال بودن داده‌ها

متغیر وابسته	تعداد	میانگین	انحراف معیار	آماره KS Z	سطح معناداری (sig)
عملکرد بلندمدت	۱۴۳	-۰/۲۳۱۴	۰/۶۰۰۲۶	۱/۰۴۶	۰/۲۲۴

نتایج جدول فوق نشان می‌دهد که سطح معناداری معادل ۰/۲۲۴ محاسبه شده که این مقدار از  $\alpha = ۰/۰۵$  بزرگتر است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪ داده‌ها نرمالند.

۲- همسانی واریانس برای سطوح مختلف متغیر مستقل، با استفاده از نمودارهای اسکاتریلات

آزمون همسانی واریانس برای هر یک از فرضیه‌ها، غیر از فرضیه سوم، انجام شد. نمودار مربوط به هر یک از فرضیه‌ها نشان داد که تغییرات باقیمانده‌ها حول محور صفر تصادفی بوده و تغییرات منظمی در آن دیده نمی‌شود. بنابراین همسانی واریانس برای فرضیه‌های اول، دوم، چهارم، پنجم و ششم و همچنین آزمون رگرسیون چندگانه برقرار است. آزمون فرضیه‌ها به صورت زیر انجام شده است:

فرضیه اول: اندازه شرکت در زمان عرضه اولیه (LNA) با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه (MABHAR) رابطه معنی‌دار دارد.

در این تحقیق، معیار انتخاب شده برای محاسبه اندازه شرکت لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در سال قبل از عرضه اولیه است. هر چند که عمر شرکت به دلیل مدت استهلاک و بهای تاریخی دارایی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌ها تاثیر دارد ولی این معیار به طور گسترده در تحقیقات استفاده می‌شود.

جدول (۳) ANOVA-آزمون کفایت مدل فرضیه اول

متغیر وابسته	متغیر مستقل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معناداری sig
عملکرد بلندمدت	اندازه شرکت	۷/۶۸۰	۱	۷/۶۸۰	۲۱/۳۲۲	۰/۰۰۰

جدول (۴) جدول ضرایب رگرسیونی فرضیه اول

سطح معناداری sig	آماره t	ضرایب استاندارد	ضرایب غیر استاندارد		متغیر مستقل	متغیر وابسته
		$\beta$	خطای استاندارد	B		
۰/۰۰۰	-۴/۶۱۸	-۰/۳۶۱	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۹	اندازه شرکت	عملکرد بلندمدت

نتایج آزمون رگرسیون نشان می‌دهد که برای آماره F مساوی ۲۱/۳۲۲ سطح معناداری مساوی ۰/۰۰۰ بوده و مدل رگرسیونی در مورد اندازه شرکت معنادار است. یعنی اندازه شرکت می‌تواند عملکرد بلندمدت را پیش‌بینی کند. به علاوه ضریب رگرسیونی محاسبه شده معادل -۰/۰۰۹ است. یعنی اندازه شرکت رابطه‌ای منفی با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه دارد و یک واحد افزایش در اندازه شرکت موجب ۰/۰۰۹ واحد کاهش در عملکرد بلندمدت عرضه اولیه می‌شود. مدل رگرسیونی مربوطه به صورت زیر برآزش می‌شود:

$$MABHAR = -0.009 LNA + \varepsilon$$

فرضیه دوم: عملکرد شرکت قبل از عرضه اولیه (PROFIT) با عملکرد بلند مدت عرضه اولیه (MABHAR) رابطه معنی‌دار دارد.

در این پژوهش، معیار انتخاب شده برای محاسبه عملکرد قبل از عرضه، نسبت سود عملیاتی قبل از استهلاک به کل دارایی‌های شرکت در سال قبل از عرضه اولیه است. دلیل افزودن استهلاک به سود عملیاتی خنثی نمودن تاثیر عمر شرکت بر معیار عملکرد است.

جدول (۵) ANOVA آزمون کفایت مدل فرضیه دوم

متغیر وابسته	متغیر مستقل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معناداری sig
عملکرد بلندمدت	عملکرد قبل از عرضه	۴/۲۰۹	۱	۴/۲۰۹	۱۰/۹۴۳	۰/۰۰۱

جدول (۶) جدول ضرایب رگرسیونی فرضیه دوم

متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد	آماره t	سطح معناداری sig
		B	خطای استاندارد			
عملکرد بلندمدت	عملکرد قبل از عرضه	-۰/۵۳۶	۰/۱۶۲	-۰/۲۶۷	-۳/۳۰۸	۰/۰۰۱

نتایج آزمون رگرسیون نشان داد که برای آماره F مساوی ۱۰/۹۴۳ سطح معناداری برابر ۰/۰۰۱ بوده و مدل رگرسیونی در مورد عملکرد شرکت قبل از عرضه اولیه، معنادار است. یعنی عملکرد شرکت قبل از عرضه اولیه، می تواند عملکرد بلندمدت عرضه اولیه را پیش بینی کند. به علاوه ضریب رگرسیونی محاسبه شده معادل -۰/۵۳۶ است. یعنی عملکرد شرکت قبل از عرضه اولیه رابطه ای منفی با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه دارد و هر یک واحد افزایش در عملکرد شرکت موجب ۰/۵۳۶ واحد کاهش در عملکرد بلندمدت می شود. و مدل رگرسیونی مربوطه به صورت زیر برآش می شود:

$$\text{MABHAR} = -0.536 \text{ PROFIT} + \varepsilon$$

فرضیه سوم: نوع مالکیت شرکت قبل از عرضه اولیه (STATE) با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه (MABHAR) رابطه معنی دار دارد.

در این پژوهش درصد مالکیت دولت قبل از عرضه اولیه به عنوان نوع مالکیت در نظر گرفته می‌شود. به این معنا که در صورتی که مالکیت دولتی بیشتر یا مساوی پنجاه درصد باشد، مالکیت دولتی و در صورتی که کمتر از پنجاه درصد باشد، مالکیت غیردولتی محسوب می‌شود. برای این فرضیه از آزمون T-test برای مقایسه میانگین بازدهی دو گروه استفاده شد.

جدول (۷) آمار گروهی آزمون T فرضیه سوم

متغیر وابسته	گروه	تعداد	میانگین	انحراف معیار	میانگین خطای استاندارد
عملکرد بلندمدت	غیر دولتی	۷۷	-۰/۳۰۲۸۷	۰/۶۱۴۸۹	۰/۰۷۰۰۷
	دولتی	۶۶	-۰/۱۴۸۱۲	۰/۵۷۶۱۸	۰/۰۷۰۹۲

جدول (۸) آزمون نمونه مستقل فرضیه سوم

آزمون T برای همسانی میانگین‌ها					آزمون لون برای آزمون همسانی واریانس		متغیر وابسته
خطای استاندارد	میانگین اختلاف‌ها	سطح معناداری sig	درجه آزادی	آماره t	سطح معناداری sig	آماره F	عملکرد بلندمدت
۰/۱۰۰۲	-۰/۱۵۴۷	۰/۱۲۵	۱۴۱	-۱/۵۴۴	۰/۵۹۰	۰/۲۹۲	

نتایج آزمون لون<sup>۱</sup> نشان می‌دهد که برای آماره F برابر ۰/۲۹۲ سطح معناداری برابر ۰/۵۹ است. در نتیجه واریانس عملکرد بلندمدت برای دو نوع مالکیت دولتی و غیر دولتی یکسان است. به علاوه، برای آماره t مستقل مساوی ۱/۵۴۴-، مقدار سطح معناداری مساوی ۰/۱۲۵ است. بنابراین میانگین عملکرد بلندمدت برای دو نوع مالکیت یکسان است. نتایج

آزمون فرضیه نشان می‌دهد که نوع مالکیت رابطه معناداری با عملکرد بلند مدت عرضه اولیه ندارد و فرضیه سوم رد می‌شود.

فرضیه چهارم: درصد مالکیت سهامداران عمده (INSTIT) در فرایند عرضه اولیه با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه (MABHAR) رابطه معنی‌دار دارد.

جدول (۹) ANOVA آزمون کفایت مدل رگرسیونی فرضیه چهارم

متغیر وابسته	متغیر مستقل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معناداری sig
عملکرد بلندمدت	مالکیت سهامداران عمده	۰/۱۷۲	۱	۰/۱۷۲	۰/۴۷۶	۰/۴۹۲

نتایج رگرسیون نشان می‌دهد که برای آماره F مساوی ۰/۴۷۶ سطح معناداری برابر ۰/۴۹۲ است. بنابراین، رابطه معناداری بین درصد مالکیت سهامداران عمده در فرایند عرضه اولیه و عملکرد بلندمدت عرضه اولیه وجود ندارد. علاوه بر آزمون رگرسیون، آزمونهای برازش منحنی<sup>۱</sup> نیز انجام شده است که در آن مدل‌های خطی، درجه دوم و درجه سوم برازش شده‌اند.

جدول (۱۰) آزمون برازش منحنی فرضیه چهارم

متغیر وابسته	آزمون مورد استفاده	ضریب تعیین R <sup>2</sup>	درجه آزادی	آماره F	سطح معناداری sig
عملکرد بلندمدت	خطی	۰/۰۰۳	۱۴۱	۰/۴۸	۰/۴۹۲
	درجه دوم	۰/۰۰۷	۱۴۰	۰/۵۱	۰/۶۰۰
	درجه سوم	۰/۰۱۰	۱۳۹	۰/۴۹	۰/۶۹۳



همان طور که مشاهده می شود، سطح معناداری بیشتر از  $\alpha = 0/05$  بوده، بنابراین مدل معناداری برای این فرضیه وجود ندارد و درصد مالکیت سهامداران عمده در فرایند عرضه اولیه رابطه معناداری با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه ندارد. یعنی فرضیه چهارم رد می شود و میزان مالکیت سهامداران عمده در فرایند عرضه اولیه قادر به پیش بینی عملکرد بلندمدت عرضه اولیه نیست.

**فرضیه پنجم:** درصد مالکیت سهامداران اصلی (ORIGIN) پس از عرضه اولیه با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه (MABHAR) رابطه معنی دار دارد.

جدول (۱۱) ANOVA آزمون کفایت مدل رگرسیونی فرضیه پنجم

متغیر وابسته	متغیر مستقل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معناداری sig
عملکرد بلندمدت	مالکیت سهامداران اصلی	۰/۰۰۴	۱	۰/۰۰۴	۰/۰۱۱	۰/۹۱

نتایج رگرسیون نشان می دهد که برای آماره F مساوی ۰/۰۱۱ سطح معناداری برابر ۰/۹۱۵ است. بنابراین رابطه معناداری بین درصد مالکیت سهامداران اصلی پس از عرضه اولیه با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه وجود ندارد. علاوه بر آزمون رگرسیون، آزمونهای برازش منحنی نیز انجام شده است که در آن مدل‌های خطی، درجه دوم و درجه سوم برازش شده‌اند.

جدول (۱۲) آزمون برازش منحنی فرضیه پنجم

متغیر وابسته	آزمون مورد استفاده	ضریب تعیین $R^2$	درجه آزادی	آماره F	سطح معناداری sig
عملکرد بلندمدت	خطی	۰/۰۰	۱۴۱	۰/۰۱	۰/۹۱۵
	درجه دوم	۰/۰۰۲	۱۴۰	۰/۱۵	۰/۸۶۲
	درجه سوم	۰/۰۰۶	۱۳۹	۰/۲۷	۰/۸۴۴

همان طور که مشاهده می شود، سطح معناداری بیشتر از  $\alpha = 0/05$  است. بنابراین مدل معناداری برای این فرضیه وجود ندارد. به این ترتیب فرضیه پنجم رد می شود. بنابراین، میزان حفظ مالکیت توسط سهامداران اصلی در فرایند عرضه اولیه نمی تواند عملکرد بلندمدت عرضه اولیه را پیش بینی کند.

**فرضیه ششم:** بازده کوتاه مدت عرضه اولیه (MAAR) با عملکرد بلند مدت (MABHAR) آن رابطه معنی دار دارد.

بازده کوتاه مدت در این پژوهش عبارت است از بازده غیر عادی کوتاه مدت تعدیل شده براساس شاخص بازار و با استفاده از فرمول زیر که برای نخستین بار توسط ریتز (۱۹۹۱) مورد استفاده قرار گرفت، محاسبه می شود:

$$MAAR_{i,0} = 100 \times \left\{ \left[ \frac{1 + R_{i,1}}{1 + R_{m,1}} \right] - 1 \right\}$$

$R_{i,1}$  بازده سهام  $i$  در دوره دوماهه و  $R_{m,1}$  بازده بازار برای همان دوره بر اساس دو فرمول زیر قابل محاسبه هستند:

$$R_{i,1} = \ln \left( \frac{P_{i,1}}{P_{i,0}} \right)$$

و

$$R_{m,1} = \ln \left( \frac{I_{m,1}}{I_{m,0}} \right)$$

$P_{i,1}$ : قیمت سهام  $i$  در پایان ماه دوم

$P_{i,0}$ : قیمت عرضه سهام  $i$ ، که عبارت است از قیمت بسته شدن سهام در پایان روز نخست معامله

$I_{m,1}$ : شاخص بازار در پایان ماه دوم

$I_{m,0}$ : شاخص بازار در روز عرضه اولیه

این فرضیه نیز با استفاده از رگرسیون خطی ساده آزمون می شود.

جدول (۱۳) ANOVA آزمون کفایت مدل رگرسیونی فرضیه ششم

متغیر وابسته	متغیر مستقل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معناداری sig
عملکرد بلندمدت	بازده کوتاه مدت	۰/۰۰۸	۱	۰/۰۰۸	۰/۰۲۲	۰/۸۸۲

برای آماره F مساوی ۰/۰۲۲ سطح معناداری مدل برابر ۰/۸۸۲ است. بنابراین رابطه معناداری بین بازده اولیه و عملکرد بلندمدت وجود ندارد. علاوه بر آزمون رگرسیون، آزمون‌های برازش منحنی نیز انجام شده است که در آن مدل‌های خطی، معکوس، درجه دوم و درجه سوم برازش شده‌اند.

جدول (۱۴) آزمون برازش منحنی فرضیه ششم

متغیر وابسته	آزمون مورد استفاده	ضریب تعیین $R^2$	درجه آزادی	آماره F	سطح معناداری sig
عملکرد بلندمدت	خطی	۰/۰۰۰	۱۴۱	۰/۰۲	۰/۸۸۲
	معکوس	۰/۰۰۷	۱۴۱	۱/۰۲	۰/۳۱۴
	درجه دوم	۰/۰۱۹	۱۴۰	۱/۳۴	۰/۲۶۵
	درجه سوم	۰/۰۱۹	۱۳۹	۰/۸۹	۰/۴۴۸

همان طور که مشاهده می شود، سطح معناداری بیشتر از  $\alpha = ۰/۰۵$  است. بنابراین مدل معناداری برای این فرضیه وجود ندارد و فرضیه ششم رد می شود. یعنی بازده کوتاه مدت عرضه اولیه، قادر به پیش بینی عملکرد بلندمدت عرضه اولیه نیست.

### ارتباط کلیه متغیرهای مستقل با عملکرد بلندمدت

برای بررسی تاثیر تمام متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته، از رگرسیون چندگانه استفاده شد و با توجه به کیفی بودن نوع مالکیت (دولتی، یا غیر دولتی بودن)، لازم بود که از رگرسیون چندگانه همراه با متغیر مجازی استفاده شود.

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

جدول (۱۵) ANOVA آزمون کفایت مدل رگرسیون چندگانه

متغیر وابسته	متغیر مستقل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معناداری sig
عملکرد بلندمدت	اندازه شرکت، عملکرد قبل از عرضه، نوع مالکیت، مالکیت سهامداران اصلی، مالکیت سهامدار عمده، بازده کوتاه مدت	۰/۹۳۴	۶	۰/۴۵۶	۰/۴۲۱	۰/۸۶۴

همان طور که در جدول فوق مشاهده می شود، برای آماره F مساوی ۰/۴۲۱ مقدار سطح معناداری مدل برابر با ۰/۸۶۴ است. بنابراین مدل آزمون شده معنا دار نیست. یعنی متغیرهای مستقل در یک مدل رگرسیونی چندگانه، رابطه معناداری با متغیر وابسته ندارند.

### نتیجه گیری

شواهد نشان داد که عرضه اولیه سهام در بازار اوراق بهادار تهران، در یک دوره یک ساله، با عملکرد منفی مواجه است و سرمایه گذاران در بلندمدت متحمل کاهش بازده می شوند. همچنین سهام عرضه اولیه در کوتاه مدت بازده غیرعادی مثبت ایجاد می کند. این نتایج با تحقیقات دیگر در ایران از جمله ذاکری (۱۳۷۵)، دموری و عبده تبریزی (۱۳۸۲)، بستانیان (۱۳۸۵) و محمدی (۱۳۸۷) مشابه است. اما با نتیجه تحقیق حق بین (۱۳۸۷) مبنی بر

عدم وجود ارزان فروشی در بازار سهام عرضه اولیه مغایرت دارد. از جمله دلایل این مغایرت را می‌توان استفاده از تفاوت قیمت مبادله سهام در نخستین روزمبادله و ارزش دفتری سهام به عنوان معیار اندازه‌گیری بازده کوتاه مدت بر شمرده. وجود رابطه منفی بین اندازه شرکت و عملکرد بلندمدت عرضه اولیه در بورس تهران، می‌تواند به دلیل حجم بیشتر سهام عرضه شده و رویکرد سوداگرانه به سرمایه‌گذاری در عرضه‌های اولیه باشد البته وجود رابطه منفی بین عملکرد شرکت قبل از ورود به بورس با بازده بلندمدت عرضه‌های اولیه نشان می‌دهد که اغلب شرکتها در زمانی سهام خود را عرضه می‌کنند که از لحاظ عملکرد در بهترین وضعیت خود هستند و قیمت سهام را سرمایه‌گذارانی تعیین می‌کنند که دانش خود را براساس ویژگی‌ها و عملکرد گذشته شرکت‌ها که برای عموم قابل بررسی است، شکل می‌دهند. با توجه به باورهای خوشبینانه سرمایه‌گذاران، برآوردهای اولیه از چشم‌انداز شرکت اغلب بیش از واقع است. هنگامی که در بلندمدت سرمایه‌گذاران اطلاعات دقیق‌تری نسبت به وضعیت شرکت حاصل می‌کنند، باورهای خود را به صورت کاهشی تعدیل می‌کنند و افت عملکرد مشاهده می‌شود. در مورد شرکت‌های بزرگتر می‌توان چنین بیان کرد که سرمایه‌گذاران نسبت به چشم‌انداز شرکت‌های بزرگتر باورهای خوشبینانه‌تری داشته‌اند در نتیجه تعدیل ارزش سهام در مورد شرکت‌های بزرگتر شدیدتر بوده و افت عملکرد بیشتری در شرکت‌های بزرگتر مشاهده می‌شود.

نتایج نشان داد که در بازار اوراق بهادار تهران، مالکیت دولتی و همچنین تمرکز مالکیت و میزان حفظ مالکیت توسط مالکان اصلی در فرایند عرضه اولیه تأثیری بر عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت ندارد. این موضوع بیانگر آن است که تغییراتی که پیرامون عرضه اولیه به بورس اوراق بهادار تهران، در ساختار مالکیت شرکت‌ها رخ می‌دهد، قادر به توضیح افت عملکرد عرضه اولیه در بلندمدت نیست. تحقیق بستانیان (۱۳۸۵) نیز در این زمینه به نتیجه مشابهی منجر شد. همچنین ونگ (۲۰۰۳)، در زمینه تأثیر مالکیت دولتی بر عملکرد بلندمدت عرضه اولیه در چین، نتیجه مشابهی گزارش کرد. اما این نتایج با تحقیق فارینو و ژوزه گارسیا (۲۰۰۷) در اسپانیا مغایر است.

### محدودیت‌های تحقیق

هر پژوهشی اغلب با محدودیت‌هایی مواجه است. از جمله محدودیت‌های این پژوهش، شرایط مختلف بورس اوراق بهادار تهران در طول دوره بررسی است. اگرچه برای کنترل این موضوع ارقام بازدهی با توجه به بازده بازار سهام تعدیل شد ولی اقبال بازار و نقدینگی موجود در بازار در مدل قابل ورود نبود. یکی دیگر از محدودیتها، ناهمگن بودن دوره پژوهش از لحاظ حجم عرضه‌های انجام شده، در سالهای مختلف است. به گونه‌ای که در برخی سالهای مورد بررسی، حجم عرضه اولیه به نحو چشمگیری بیشتر از سایر دوره‌ها بوده است. این موضوع ممکن است بر نتایج تحقیق تاثیر بگذارد.

### پیشنهادات برای تحقیقات آتی

با توجه به اینکه پژوهش پیرامون عرضه اولیه، اخیراً در ایران مطرح شده است، جنبه‌های تازه‌ای برای ادامه پژوهش در این زمینه وجود دارد. از جمله این جنبه‌ها موارد زیر است که طی انجام فرایند این پژوهش مطرح شد:

- ۱- مقایسه عملکرد عرضه‌های اولیه در شرایط مختلف رونق و رکود بورس.
- ۲- مقایسه عملکرد مالی شرکت‌ها بر مبنای سود عملیاتی قبل از هزینه‌های غیر نقدی و سپس گروه بندی این شرکت‌ها و ارزیابی عملکرد کوتاه مدت و بلند مدت عرضه‌های اولیه در هر گروه. اهمیت این موضوع در این است که ادعا می‌شود دولت بعد از واگذاری شرکت‌ها با تغییر سیاست‌ها و مقررات موجبات کاهش عملکرد مالی شرکت‌ها را فراهم می‌کند. ولی میزان و شدت تغییر سیاست‌ها در مورد همه شرکت‌ها یکسان نیست.
- ۳- بررسی محیط مقررات و محیط کلان اقتصادی در زمان عرضه اولیه و بعد از آن برای شناسایی اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر عملکرد عرضه‌های اولیه.

## منابع و مأخذ

- ۱- بستانیان، مریم. (۱۳۸۵). بررسی عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام در عرضه اولیه به بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه الزهرا.
- ۲- حق بین، زینب. (۱۳۸۷). بررسی انواع ناهنجاریهای مربوط به عرضه عمومی سهام در بازار اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه الزهرا.
- ۳- ذاکری، محمد رضا. (۱۳۷۵). بررسی تحلیلی بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام جدید. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی.
- ۴- عبده تبریزی، حسین و داریوش دموری. (۱۳۸۲). شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی. شماره ۱۵.
- ۵- محمدی، سعید. (۱۳۸۷). بررسی عملکرد عرضه های اولیه در بلند مدت. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی.
- 6- Agarwal, Nikhil. (2007). **Long-run performance of initial public offerings in India**. The University of Nottingham.
- 7- Bachmann, Ralph. (2004). **A Theory of IPO Underpricing, Issue Activity, and Long-Run Underperformance**. Nanyang Business School. Division of Banking and Finance.
- 8- Belden Saro, Fernando, Mohammad Tayseer Chenine. (2007). **Return Behavior of Initial Public Offerings and Market Efficiency**. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 9- Bhabra, Harjeet S and Richard H pettway. (2000). **IPO Prospectus Information and Subsequent performance**. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 10- Farinos, Jose E., C. Jose Garcia and Ana Ma Ibanes. (2007). **Operating and stock market performance of state-owned enterprise privatization: the Spanish experience**. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 11- Fernando, Chitru S., Srinivasan Krishnamurthy, Paul A. Spindt. (1999). **Offer price, target ownership structure and IPO performance**. Financial Institutions Center.
- 12- Li, Larry and Martin Hovey. (2009). **Does IPO Underpricing Explain a Firm's Long-Term Performance? An Empirical Study of IPOs in China with Corporate Governance Perspectives**. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 13- Mikkelson, W. M. Partch and K Shah. (1997). **Ownership and Operating Performance of Companies That Go Public**. Journal of Financial Economics.

- 14- Ozden, Ozge Eryuksel. (2001). **The Initial and Long-Run Price Performance of Initial Public Offerings, the Turkish Experience,1990-1997.** [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 15- Pristker,Matthew .2006. **A Fully-Rational Liquidity-Based Theory of IPO Underpricing and Underperformance.** Federal Reserve Board, Washington,D.C.
- 16- Rhee S.Ghone, K.J.Luke. (2002).**"A review of the new issue puzzle"**. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 17-Ritter J. R. (1991).**The long-run performance of initial public offerings.** Journal of Finance, vol. 1. PP: 3-27.
- 18-Schultz, P. (2001). **Pseudo market timing and the long-run performance of IPOs.** University of Notre Dame working paper.
- 19- Teoh, S., I. Welch and T. Wong. (1998). **Earnings management and the under-performance of seasoned equity offerings.** Journal of Financial Economics. Vol.50.PP:63-99
- 20 -Wang, Changyun. (2003). **Ownership and operating performance of Chinese IPOs.** Journal of Banking and Finance.