

بررسی رابطه بین کیفیت شرکت با نسبت ارزش دفتری و نحوه بازدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام بعد از عرضه اولیه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

الناز سبزه‌۶ - کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب

Elnaz_sabzei@yahoo.com

محمد کاظم کرونی - کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

m.korooni@yahoo.com

غلامرضا حیدری کردزنگنه - استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب

gh_heydari@azad.ac.ir

چکیده- این تحقیق به بررسی رابطه بین کیفیت شرکت با نسبت ارزش دفتری و همچنین بررسی وجود رابطه بین بازدهی شرکت‌ها بعد از عرضه اولیه در کوتاه‌مدت و بلندمدت ۵۶ شرکت نمونه از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در عرضه‌های اولیه عمومی طی سال‌های ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۳ که در مجموع ۵۱۵ سال- شرکت می‌باشد، مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای تحقق این هدف، از روش آزمون‌های اقتصادسنجی و مدل رگرسیون برداری استفاده شده است. به‌طور کلی در این تحقیق ابتدا به توصیف آماری داده‌ها پرداخته و در قسمت دوم هم به آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته‌ایم. برای رسیدن به اهداف تحقیق، مدل‌های ارائه شده مربوط به شرکت‌ها را مورد آزمون قرار داده‌ایم، که این داده‌ها از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین در دسترس می‌باشند. بنابراین با توجه به آزمون‌های انجام گرفته بر روی متغیرهای تحقیق می‌توان بیان نمود که فرضیه‌های اصلی پژوهش مورد تایید قرار می‌گیرند. به عبارتی دیگر؛ نتایج این تحقیق نشان داد که بین بازدهی سهام شرکت‌ها در طول زمان کوتاه بعد از عرضه اولیه و در دوره زمان بلندمدت رابطه معناداری وجود دارد؛ کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت/ ارزش دفتری آن دارد. و در آخر می‌توان نتایج حاصل از این آزمون را با اطمینان ۹۵٪ (درصد)، به کل جامعه آماری تحقیق حاضر یعنی سرمایه‌گذاران فعال بورس اوراق بهادار تهران تعمیم داد.

واژگان کلیدی: سرمایه‌گذاران، کیفیت شرکت، تمایلات بازار، نسبت قیمت/ ارزش دفتری، عرضه اولیه

مقدمه

عرضه اولیه سهام یکی از رویدادهای مهم بازار سرمایه می‌باشد. و چنانچه به درستی و با شناخت کامل از سرمایه و سرمایه‌گذاران بالقوه برنامه‌ریزی نگردد می‌تواند، عواقب ناخوشایندی برای سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه داشته باشد. اصطلاح عرضه عمومی اولیه (IPO) از اواخر دهه ۱۹۷۰ میلادی در متن سخنرانی‌ها و ادبیات بازار سرمایه رواج یافت. به‌طور کلی اولین فروش سهام شرکت به عموم را عرضه عمومی اولیه سهام می‌نامند (حقیقین، ۱۳۸۷). نقش واحدهای تجاری و بازرگانی در ساختار اقتصادی کشور بر کسی پوشیده نیست. استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با هدف به حداکثر رساندن بازده بر این موضوع دلالت دارد که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران برای مشارکت در IPO بیشتر بر کیفیت شرکت در مقایسه با تمایلات بازار بستگی دارد.

شناخت فرایند تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بازار همواره موضوعی چالش‌برانگیز برای محافل دانشگاهی و حتی خود مشارکت‌کنندگان در بازار بوده است. شکل‌گیری رفتارهای توده‌وار سرمایه‌گذاران توضیحی دیگر در خصوص چگونگی اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری از میان گزینه‌های مختلف، توسط سرمایه‌گذاران می‌باشد چنین رفتاری معمولاً موضوع مورد علاقه سیاست‌گذاران بازار است، زیرا چنین رفتاری می‌تواند منجر به وخیم‌تر شدن نوسان‌پذیری بازده‌ها و بدین ترتیب بی‌ثباتی بازارهای مالی علی‌الخصوص در شرایط بحرانی گردد. در این تحقیق، محقق درصدد است به بررسی رابطه بین کیفیت شرکت با نسبت ارزش دفتری و نحوه بازدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام بعد از عرضه اولیه پردازد.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مالی رفتاری عموماً از آن به‌عنوان کاربرد روانشناسی در دانش مالی تعبیر می‌شود. مالی رفتاری چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه می‌باشد و به عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تاثیر فرایند روانشناختی در تصمیم‌گیری است.

یارد و ولر^۲ ۲۰۰۳ (ص ۱۱۷) معتقدند مالی رفتاری پارادایمی است که در آن بازارهای مالی با استفاده از مدل‌های مطالعه می‌شدند که از مدل‌هایی که براساس تئوری مطلوبیت مورد انتظار فون نیومن - سورگن استین و فرضیات آربیتراژ وسیع‌تر هستند. او اضافه می‌کند که مالی رفتاری از دو جزء اصل تشکیل شده است: روانشناسی شناختی و محدودیت‌های آربیتراژ شناخت، مربوط می‌شود به طریقه فکر کردن افراد.

1- Initial Public Offerings (IPO)

2- pardo and valor

مالی رفتاری سوگیری‌هایی که سرمایه‌گذاران (فردی و حرفه‌ای) در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خود دخالت می‌دهند را بررسی می‌کند. این سوگیری‌ها منجر به عدم کارایی در قیمت‌گذاری در بازار می‌شوند (مولر و زیلکا، ۲۰۰۸، ص ۴۵۰) به‌علاوه او اشاره می‌کند که در کوتاه‌مدت بازارها ناکارا هستند و امکان قیمت‌گذاری اشتباه وجود دارد. با این وجود قیمت بازار متمایل به قیمت ذاتی حتی اگر زمان زیادی طول بکشد می‌باشد.

مدیریت مالی نوین به افراد و بازارهای مالی به‌صورت خشک و انعطاف‌ناپذیر و یا منطق صرف ریاضی می‌نگرد با غافل شدن از اینکه عامل و محرک اصلی بازارهای مالی انسان است که دارای خصوصیات و گرایش‌ها و احساسات روانی می‌باشد و نیز محدودیت‌های زیادی را بر سر راه خود در تصمیم‌گیری منطقی و عقلایی مطلق دارد، به تئوری‌پردازی در بازارهای سرمایه می‌پردازد و بالطبع نمی‌تواند با این ذهن بسته رفتار بازار سرمایه را به‌خوبی توضیح داده و تغییر کند از این رو به تدریج قوت و استحکام بازار کارا که در دهه‌های ۷۰ تا ۹۰ افزایش می‌یافت با ایجاد شواهد ناسازگار با آن و کشف بی‌نظمی‌ها و استثناهای تجربی رو به سستی و ضعف گذاشت (عراقی، رهنمای رودپشتی، جودگی ۱۳۸۸، ۸۰) اطلاعات دربرگیرنده دانسته یا دسته‌ای از دانسته‌ها است که در مواقع لزوم شخص را وادار به تغییر موضع، عقیده و تصمیم یا تجدیدنظر در تصمیم‌گیری می‌کند (سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۴، شماره ۱۷، صفحه ۱۸). اطلاعات در بازار سهام می‌تواند به دو گروه تقسیم شود:

گروه اول اطلاعات مربوط به شرکت‌ها است که در ارزیابی سهام مورد بهره‌برداری قرار می‌گیرد و گروه دوم اطلاعات مربوط به شاخص‌های بازار سهام، از جمله حجم معاملات قیمت‌های اولیه و نهایی سهام در معاملات و فروش‌های عمده است (بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۷۸، شماره ۱۷).

معمولاً شرکت‌ها از ارائه اطلاعات کافی خودداری کرده و یا گزارشات مالی خود را به‌صورت پیچیده و نامفهوم منتشر می‌کنند. بوشمن، پیوتروسکی، و اسمیت ورس چیا به نقل از بوشمن پیوتروسکی و اسمیت (۲۰۰۱) اظهار می‌کند کاهش انگیزه شرکت‌ها برای افشاء اطلاعات ناشی از هزینه‌های مالکانه است. دای در سال ۱۹۹۸ اطلاعاتی را که افشای آنها موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود، اطلاعات مالکانه تعریف می‌کند (به نقل از بوشمن و دیگران ۲۰۰۱). آنها دو نوع هزینه مالکانه در نظر گرفتند؛ اولین هزینه، هزینه‌های سیاسی است. شفافیت اطلاعات شرکت موجب تسهیل مصادره سود و اموال شرکت توسط دولت می‌گردد. به عبارت

دیگر توان سودآوری شرکت سبب جلب توجه دولت‌مردان و برآورد مالیات سودهای بادآورده و تحمیل هزینه‌های سیاسی می‌شود (واتس و زیمرمن به نقل از بوشمن و همکاران، ۲۰۰۱). دومین هزینه، هزینه‌های رقابتی است؛ هزینه‌های ناشی از دست دادن مزایای رقابتی شرکت‌هایی است که اطلاعات استراتژیک خود را برای رقبای موجود و بالقوه منتشر می‌کنند.

کیفیت گزارشگری مالی

حسابداری یک سیستم پردازش اطلاعات است که به منظور شناسایی، اندازه‌گیری و طبقه‌بندی رویدادهای مالی موثر بر سازمان و واحدهای تجاری و گزارش پیامدهای این‌گونه رویدادها برای تصمیم‌گیرندگان، طرح‌ریزی شده است. مفاهیم، اصول، قواعد و رویه‌های حاکم بر عملکرد کنونی حسابداری، در واقع بازتاب نیازهای گروه‌های مختلف استفاده‌کننده از اطلاعات حسابداری در طول زمان است. انتظارها، نیازها و خواسته‌های استفاده‌کنندگان بسیار متنوع و معمولاً تعیین‌کننده نوع اطلاعاتی است که باید ارائه شود تا مبنای قضاوت، ارزیابی و تصمیم‌گیری قرار گیرد. گروه‌های مختلف استفاده‌کننده از اطلاعات مالی به دلیل مناسبات متفاوتی که با واحد تجاری دارند، بیشتر اوقات نیازمند انواع متفاوت اطلاعات هستند. گزارشگری مالی فراتر از صورت‌های مالی است و دیگر ابزار اطلاع‌رسانی مانند گزارش هیئت‌مدیره، گزارش‌های ادواری و اطلاع‌رسانی اینترنتی را شامل می‌شود. گزارشگری مالی فقط یک محصول نهایی نیست، بلکه فرایندی مشکل‌از چند جزء است (ثقفی، ۱۳۷۷).

یکی از عوامل مهم در ارزش‌گذاری شرکت‌ها، ریسک اطلاعات است. هر چقدر کیفیت گزارش‌های مالی افزایش یابد و از استانداردها و ضوابط معتبر در تهیه و حسابرسی گزارش‌ها استفاده شود، اعتماد استفاده‌کنندگان اطلاعات افزایش و ریسک اطلاعات کاهش خواهد یافت. براساس چارچوب نظری هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی (FASB)^۱، اطلاعات مالی برای سودمند واقع شدن در تصمیم‌گیری‌ها، در درجه نخست باید مربوط و قابل اتکا باشند. اطلاعات برای مربوط بودن باید به موقع تهیه و ارائه شوند و ارزش پیش‌بینی‌کنندگی و ارزش بازخورد داشته باشند. قابل اتکا بودن نیز شامل ارائه صادقانه، تاییدپذیری و بی‌طرفی می‌شود.

1- FASB (Financial Accounting Standards Board)

بنابراین، شاخص اصلی کیفیت اطلاعات مالی از منظر تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری دو ویژگی مربوط بودن و اتکاپذیری است و این دو بعد، اطلاعات را برای تصمیم‌گیرندگان سودمند می‌کند. اگرچه چارچوب نظری استانداردهای حسابداری مالی میزان گرایش به سمت اتکاپذیری و مربوط بودن را متفاوت می‌داند، اما آستانه مشخصی را برای هر یک از دو بعد مذکور تعیین نمی‌کند. این احتمال وجود دارد که ترجیح نسبی بین مربوط بودن و اتکاپذیری بین گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران، متفاوت باشد (سجادی، ۱۳۸۸).

مفهوم سرمایه‌گذاران نهادی

یکی از رایج‌ترین و بحث‌برانگیزترین مباحث در تحولات بازار سهام، رشد و گسترش و مشارکت نهادی است (دیانتی، ۱۳۹۱:۵). سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان یکی از بازیگران اصلی بازارهای سرمایه در حال کسب جایگاه ویژه‌ای در بازارهای سهام سرتاسر جهان هستند (درگاهی ۱:۱۳۹۱). سرمایه‌گذاران نهادی، بازیگران اصلی بازارهای مالی هستند. از آنجا که نفوذ آنها در حاکمیت شرکتی در پی سیاست‌های خصوصی‌سازی پذیرفته شده به‌وسیله کشورهای مختلف افزایش یافته است، می‌توان به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاران نهادی در بسیاری از سامانه‌ها حاکمیت شرکتی اهمیت زیادی دارند (نجار و تیلور، ۲۰۰۸). مالکان نهادی در نظارت شرکت‌ها بر حقوق صاحبان سهام نگهداری شده توسط آنها نقش کلیدی دارند. مالکان (سهامداران) شرکت، حقوق متفاوتی دارند؛ از جمله این حقوق انتساب هیئت مدیره است که به‌عنوان نماینده برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت فعالیت می‌کنند. از سوی دیگر سهامداران عمده در انتقال اطلاعات به سایر سهامداران نقش را به دیگران انتقال دهند. (نجار و تیلور، ۲۰۰۸).

مکاتب فکری نقش سرمایه‌گذاران نهادی

دو مکتب فکری در مورد نقش سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت وجود دارد. یک مکتب فکری بیان می‌کند که سهامداران نهادی ذاتاً کوتاه‌مدت‌گرا هستند. این سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران موقتی هستند که عمدتاً در تعیین سهام به سود جاری توجه دارند نه سودهای بلندمدت. اما مکتب فکری دیگری بیان می‌کند که هنگامی که مالکیت سهام شرکت در بین عده کلی سرمایه‌گذاری (به ویژه سرمایه‌گذاران نهادی) متمرکز باشد، مشکلات جدایی مالکیت و کنترل کاهش می‌یابد. لذا در این

دیدگاه فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران نهادی یک نقش نظارتی دارند و حضور آنها احتمال مدیریت سوء را کاهش می‌دهد و انگیزه‌های مدیریت را برای این کار کاهش می‌دهد.

به نظر بوش (۱۹۹۸) سرمایه‌گذاران نهادی هم می‌توانند موقتی و هم بلندمدت باشند. لازم به ذکر است که هر دو دیدگاه در مورد سرمایه‌گذاران نهادی به وجود رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و مدیریت سوء اعتقاد دارند. دیدگاهی که آنها را موقت می‌داند بیان می‌کند که موقتی بودن سرمایه‌گذاران نهادی باعث می‌شود مدیران شرکت‌های موجود انگیزه پیدا کنند که سود را بیش از واقع نشان دهند. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت انگیزه‌های مدیریت سود کوتاه‌مدت را کاهش می‌دهند و اقلام تعهدی اختیاری را محدود می‌کنند.

عرضه اولیه اوراق بهادار

عرضه اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران در سطح وسیع را عرضه عمومی و به اولین انتشار اوراق بهادار توسط یک شرکت، عرضه عمومی اولیه گفته می‌شود. در بازار سرمایه ایران با توجه به عدم برخورداری از شیوه قاعده‌مند و روشن برای عرضه اولیه اوراق بهادار و همچنین در پیش داشتن اجرای سیاست‌های خصوصی‌سازی با تاکید بر انجام واگذاری‌ها از طریق بورس نیاز به بکارگیری شیوه‌های مدرن و کارآمد عرضه اولیه اوراق بهادار وجود دارد تا بتواند به درستی حجم عظیم واگذاری‌های دولتی و همچنین واگذاری اوراق بهادار بخش خصوصی را کنترل و هدایت کند.

رویکردهای مختلف برای ارزیابی کیفیت گزارشگری مالی

افزون بر پیشنهاد شماره ۸ و متن اصلاح شده هیئت استانداردهای گزارشگری شماره ۶۱، رویکردهای متفاوت دیگری بر کیفیت اصول حسابداری و گزارشگری مالی موثر می‌باشد. این رویکردها را می‌توان به دو گروه تقسیم کرد: (۱) رویکرد نیازهای استفاده‌کننده و (۲) رویکرد حمایت از سرمایه‌گذار/ سهامدار. رویکرد نیازهای استفاده‌کننده تمرکز بر مسائل مرتبط با ارزشیابی دارد. رویکرد حمایت از سرمایه‌گذار/ سهامدار بر مسائل مرتبط با نحوه اداره شرکت و مباشرت تاکید دارد.

عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

در بورس اوراق بهادار تهران سال‌هاست که برای نخستین بار در این بورس عرضه می‌شوند به روش حراج فروخته می‌شوند در این روش یک قیمت پایه تعیین می‌شود و سپس خریداران دستورهای خود را بر مبنای این قیمت در سیستم وارد می‌کنند و بر همین اساس قیمت افزایش می‌یابد.

نواقص موجود در روش‌های فوق به‌طور خلاصه به شرح ذیل است:

هنگامی که یک عرضه‌کننده اصلی و تعداد زیادی خریدار کم اطلاع وجود دارد اصولاً نیروهای عرضه و تقاضا به درستی عمل نکرده و اصلاً نمی‌توان گفت که کشف قیمتی براساس حراج اتفاق افتاده است. اینکه عرضه‌کننده با گذشت دقایقی از رقابت بین خریداران قیمت پیشنهادی خود را بگذارد و این قیمت پیشنهادی ۵۰ تا ۱۰۰ درصد تفاوت با قیمت پیشنهادی مجموع خریداران داشته باشد مصداق حراج کامل و رقابت برای کشف قیمت نیست.

از زمان ارسال پیام ناظر بازار و درخصوص بازگشایی نماد تا زمانی که عرضه‌کننده قیمت پیشنهادی خود را ارائه می‌کند فرصت بسیار محدودی برای رایزنی و بازاریابی تصمیم‌گیری وجود دارد. هر چه شرکتی بزرگتر باشد (مانند صنایع پتروشیمی خلیج فارس) زمان تصمیم‌گیری و فرصت انتقال اطلاعات محدودتر می‌شود. حتی برای مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری که باید برخی تصمیم‌ها را با اعضای هیات مدیره‌شان هماهنگ کنند این زمان بسیار محدود و مانع دیگری برای کشف قیمت است فشار سهامداران حقیقی و حقوقی روز کارگزاران برای تخصیص بیشتر سهم در صورتی که قیمت از نظر آنها مناسب باشد.

پدیده خرید عرضه‌های اولیه به هر قیمتی (با توجه به رشد اکثر این سهام بعد از عرضه) مناسبات دقیق تصمیم‌گیری داخلی کارگزاری‌ها خریدار را کاملاً به هم می‌ریزد هر چه سهمی بزرگتر باشد و شرکت کارگزاری خریدار هم بزرگتر و مشتریان بیشتری داشته باشد. آشفته‌گی در عرضه‌های اولیه نمود بیشتری در داخل آن شرکت دارد. برای حل این مشکلات برنامه تغییر عرضه اولیه سهام در قالب دستورالعمل عرضه‌های اولیه به سازمان ارسال شده و طی آن بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد کرده است که روش‌های عرضه‌های اولیه به روش ثبت سفارش تغییر کند. این روش هم اکنون در قالب دستورالعمل عرضه‌های اولیه در حال بررسی است و پس از تصویب در سازمان بورس برای اجرا ابلاغ خواهد شد (دیانتی، ۱۳۹۱، ۹).

پیشینه تحقیق

تحقیقات داخلی

عباسی و همکاران در سال ۱۳۸۸ به آزمون قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام پرداختند. نتایج حاصل از بازده‌های تعدیل شده با شاخص بازار در کوتاه‌مدت با استفاده از آزمون T تک نمونه‌ای نشان داد پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه عمومی اولیه در بورس تهران وجود دارد. ابراهیمی کردلر و دیگران در سال ۱۳۸۵ نیز به واسطه انجام تحقیقی بر روی ۳۰ شرکت عرضه‌کننده سهام برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۰ دلیل ارزان‌فروشی سهام و افت عملکرد قیمت سهام IPO را کارایی اطلاعاتی ضعیف بازار سرمایه ایران دانسته‌اند زیرا دسترسی به اطلاعات مربوط به شرکت‌ها و عملکرد آنها دشوار است. و لذا سرمایه‌گذاران از دانش و بینش کافی برای تحلیل اطلاعات برخوردار نمی‌باشند. این محققان ریشه اصلی این‌گونه مشکلات در بازار سرمایه کشور را وجود سهامداران عمده از نهادها سازمان‌های وابسته به دولت و بانک‌ها در بازار می‌دانند.

تحقیقات خارجی

دگورگ و همکاران دریافته‌اند که صادرکنندگان و پذیرندگان، اطلاعات مفید قیمت‌گذاری را از پیشنهادات سرمایه‌گذاران در تنظیم پیشنهاد قیمت خود استخراج می‌کنند. در زمینه IPO هند، نثوپان و پوشاکوال، مشارکت سرمایه‌گذاران خرد و نهادی را در مکانیسم شفاف IPO هند تجزیه و تحلیل کردند و دریافته‌اند در حالی که سرمایه‌گذاران خرد، سرمایه‌گذاران نهادی را دنبال می‌کنند آنها قادر به کسب درآمد برتر از تخصیص بازده تنظیم شده هستند. با این حال، مطالعه آنها، درجات IPO و بازده‌های بازار خاکستری را در نظر نگرفتند. دب و ماریستی تاثیر درجات IPO را در تعدادی از مسائل از جمله تحت قیمت‌گذاری، مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی و خرد و عملکرد بعد از لیست‌گیری را بررسی کردند. آنها گزارش دادند که درجات IPO به‌طور موفقیت‌آمیزی ویژگی‌های چندین شرکت از جمله اداره امور شرکت را در بر می‌گیرد. عادل یوباگر و مذهبود (۲۰۱۰) بررسی ارتباط بین عملکرد شرکت‌ها در عرضه - اولیه سهام IPO با ساختار مالکیت پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین عملکرد شرکت‌ها با تغییرات در ساختار مالکیت ارتباط معکوس وجود دارد.

پولت و ویلسون ۲۰۱۲ رابطه همبستگی متوسط و بازدهی بازار سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که هر تغییر در واریانس بازار سهام که بر ریسک تجمعی بی‌تأثیر باشد، می‌تواند بر ریسک بازار سهام بی‌تأثیر بوده و یا اثر معکوس داشته باشد و همچنین نشان داده می‌شود که ارتباط متوسط بین بازده روزانه سهام می‌تواند بازده غیرعادی چهارماهه را پیش‌بینی نماید به‌علاوه اینکه تغییر در ریسک بازار سهام می‌تواند توسط تغییرات در واریانس متوسط سهام انفرادی پیش‌بینی شود.

فرضیه‌های تحقیق

H1. بین بازدهی سهام شرکت‌ها در دوره زمان کوتاه‌مدت بعد از عرضه اولیه و در دوره زمان بلندمدت

رابطه معناداری وجود دارد.

H2. کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت / ارزش دفتری آن دارد.

روش تحقیق

پژوهش حاضر دارای دو فرضیه می‌باشد که برای آزمون آنها از دو مدل اقتصادسنجی اصلی استفاده خواهد شد. بنابراین از روش رگرسیون ساده و چندگانه برای آزمون فرضیه‌ها و برای بررسی تاثیر متغیرها از روش گام به گام و ورود داده استفاده شده است. البته، جهت استفاده از رگرسیون ابتدا باید پیش‌فرض‌هایی را مدنظر قرار داد در هر مدل رگرسیون خطی چند پذیره داریم که با فرض درستی آنها، نتایج رگرسیون معتبر هستند و در غیر این صورت با مدل دیگری را جایگزین ساخت. این پذیرها (مفروضات) عبارتند از: ۱- نرمال بودن، ۲- ثابت بودن واریانس‌ها، ۳- مستقل بودن، ۴- هم‌خطی. مفروضات رگرسیون از طریق آزمون باقیمانده‌های مدل مورد بررسی قرار می‌گیرند که در انتهای فصل آمده است. بنابراین، ابتدا به بررسی مناسب بودن (نرمال بودن داده‌ها) داده‌ها می‌پردازیم. برای این کار ابتدا کلیه متغیرها را وارد مدل کرده و براساس آن چند متغیر تشخیص ایجاد می‌کنیم. این متغیرها شامل: ۱- متغیر پیش‌بینی شده بر مبنای کلیه متغیرها، ۲- متغیر پیش‌بینی شده استاندارد شده، ۳- متغیر باقیمانده‌ها ۴- متغیر باقیمانده‌های استاندارد شده. متغیرهای ایجاد شده جهت بررسی و آزمون پیش‌فرض‌های مدل مورد نیاز می‌باشد. در این راستا در اجرای اولیه مدل، نخست با استفاده از آماره‌های چاو و هاسمن نوع مدل مناسب برازش رگرسیون (داده‌های تلفیقی یا پانل با اثرات ثابت و تصادفی) تعیین شده و با استفاده از آزمون ایستایی ایم، پسران و شین پایایی متغیرها بررسی شده است. سپس در اجرای ثانویه مدل فروض کلاسیک رگرسیون شامل نرمال بودن توزیع متغیرها، استقلال توزیع خطاها، نرمال بودن توزیع خطاها، ناهمسانی واریانس‌ها و استقلال متغیرهای مستقل بررسی شده است. در نهایت در اجرای نهایی مدل با

توجه به معناداری کل مدل و نیز معناداری تک تک ضرایب مدل نهایی استخراج گردیده است. همچنین، جهت بررسی تفاوت پیش‌بینی مدل از آزمون تی استیودنت (T-Test)، استفاده می‌شود. همچنین جهت اطمینان از قابل اتکاء بودن نتایج از آزمون‌های پیش فرض استفاده از مدل رگرسیون استفاده شده است. برای جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات گردآوری شده نیز از نرم‌افزار (Excel) و برای آزمون فرضیه‌ها و همچنین آزمون‌های تکمیلی جهت اطمینان از مدل رگرسیونی از نرم‌افزار آماری (SPSS) و نرم‌افزار ایویوز (Eviews)، استفاده شد. بنابراین برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون دومتغیره و چندمتغیره قبل و بعد از ورود متغیرهای کنترل استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش همه شرکت‌هایی است که برای اولین بار طی فروردین سال ۱۳۸۴ تا اسفند سال ۱۳۹۳ (یک دوره ۱۰ ساله)، در بورس اوراق بهادار تهران عرضه عمومی شده‌اند و سهام آنها مورد معامله قرار گرفته‌اند و اطلاعات آنها قابل دسترسی می‌باشد، بنابراین تعداد شرکت‌هایی که سهام آنها در بازه زمانی ذکر شده عرضه عمومی شده‌اند ۵۶ شرکت می‌باشد که داده‌ها و اطلاعات آنها از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده و همچنین از گزارش‌های مختلف شرکت تهیه شده و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. به منظور بررسی فرضیه ۱ تحقیق از مدل رگرسیونی کلی زیر استفاده خواهد شد:

Return of price_{ij} = $\beta_0 + \beta_1$. institutional investors. + β_2 .Ln.(P/BV)+ β_3 .Ln. (Equity ratio) + β_4 .Ln.(capital of company's) + β_5 .Ln.(profit of company's) + β_6 .Offer price_{ij}

$$\sum_{k=1}^{11} \beta_k I_{industry} + e_j$$

سرمایه شرکت (capital of company's)، سود شرکت (profit of company's)، عرضه‌های اولیه، بازدهی غیرعادی، نسبت قیمت / ارزش دفتری (P/BV)، بازده قیمت (Return of price)، متغیر قیمت عرضه (Offer price)، متغیر درصد خریداران حقیقی (retail investors)، متغیر درصد خریداران حقوقی (Institutional investors)، کیفیت شرکت (نسبت مالکانه (Equity ratio))

و جهت بررسی فرضیه ۲ از مدل رگرسیونی زیر استفاده خواهیم کرد.

Ln(P/BV)_{ij} = $\beta_0 + \beta_1$. Institutional investors. + β_2 . Return of price + β_3 .Ln.(Equity ratio) + β_4 .Ln.(capital of company's) + β_5 .Ln.(profit of company's) + $\sum_{k=1}^{11} \beta_k I_{industry} + e_j$

یافته‌های پژوهش
آمار توصیفی

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی	جارکو- براء ^۱
Offer price ij	1418.895	1558.000	5034966.	-634.0000	446380.4	6.867500	62.79244	43910.83
retail investors	0.537241	0.660000	1.000000	0.000000	0.337628	-0.284579	1.525477	29.14521
Institutional investors	0.635948	0.676100	1.000000	0.000000	0.234599	-1.002961	3.545669	50.41727
Ln.(P/BV)	0.464858	0.373347	2.149237	0.028498	0.341244	1.315089	5.177425	136.0219
Equity ratio	0.115938	0.034220	6.177035	1.37-05	0.462340	10.25087	121.1730	167827.0
capital of company's	1257035.	237427.0	28243039	-466746.0	3057317.	4.833131	32.81623	11461.85
r-profit of company's	416158.9	40102.00	10574343	-3975928.	1333041.	4.183155	25.13576	6533.182
Industrial	0.857143	1.00	1.000	0.050	0.350554	-2.041241	5.166667	249.2130
Return of price ij	0.213056	0.199609	3.131034	-1.837644	0.677754	0.155667	4.620860	31.78135
After market returns	0.520516	0.503505	4.211758	-2.073619	0.857359	0.155667	4.620860	31.78135
Mkt ^۳ -Mw _i	0.213056	0.199609	3.131034	-1.837644	0.677754	0.155667	4.620860	31.78135
QIB Penul _i	0.536506	0.041588	52.64814	-3.497267	4.585790	10.27255	112.7612	145478.9
Grey Res _i	0.524629	0.236206	51.21574	0.000844	3.087053	15.92344	261.5542	791752.3
Mkt Vol _i	6.971736	0.810436	189.7104	-0.691476	21.10827	5.807423	41.05004	18464.95
Prior- IR	0.154753	0.097993	5.999934	-6.285908	0.619385	0.101015	76.70040	63370.88
LbmRep	0.136164	0.071690	6.988956	-0.346554	0.490669	11.11729	145.4058	242360.8
LnGpcds	6.344653	1.257696	470.8095	0.015419	32.13202	12.36112	168.2082	325557.6
LnAge	13.77214	13.54456	18.45456	10.18415	1.645656	0.557401	2.931727	14.55352

راهنمای مطالعه نمادها و متغیرهای تحقیق: متغیر قیمت عرضه (Offer price)، متغیر بازده بلندمدت (After market returns)، و متغیرهای درصد خریداران حقیقی (retail investors)، نسبت قیمت/ارزش دفتری در عرضه‌های اولیه، درصد خریداران حقوقی (Institutional investors)، کیفیت شرکت (نسبت مالکانه (Equity ratio)، سرمایه شرکت (capital of company's)، سود شرکت (profit of company's))، عرضه‌های اولیه، بازدهی غیرعادی، نسبت قیمت / ارزش دفتری (P/BV)، بازده بلندمدت، تمایلات شرکت کنندگان در بازارهای دیگر (Grey residual) : GreyRes، بازده ۳ ماهه اخیر شاخص بازار Mkt3Mw، (Market returns prior to IPO)، انحراف استاندارد بازار یک ماه قبل از تاریخ باز شدن دوره پیشنهاد قیمت (MktVol)، (prior initial returns)، اعتبار IPO، متوسط بازده اولیه IPOs پذیرش شده در طول دو ماه قبل از دوره پیشنهاد قیمت (Prior- IR)، (prior initial returns)، اعتبار پذیره (LbmRep)، (underwriter reputation)، لگاریتم طبیعی درآمد ناخالص (LnGpcds)، و سن شرکت یعنی لگاریتم طبیعی ابعلاوه سن شرکت به صورت سال هستند (LnAge).

آزمون پایایی و بررسی فرض نرمال داده‌ها

نتایج کلی این آزمون‌ها در جدول ذیل ارائه شده است.

جدول ۲

Asymp. Sig. (2-tailed)	Kolmogorov-Smirnov Z	آماره آزمون اوین، لین و چو	متغیر
.674	6.286	-0.005185	retail investors
.107	1.953	-0.366547	Ln.(P/BV)
.135	2.708	-1.987577	Equity ratio
.248	2.892	-1.547331	Offer price _{ij}
.456	6.724	8.996415	capital of company's
.896	5.853	-5.486437	profit of company's
.279	8.642	0.263006	Industrial
0.247	2.176	-0.300471	Institutional investors
0.237	1.513	1.128399	Return of price _{ij}
0.329	1.487	1.384610	After market returns
0.143	6.936	0.015994	QIB _{Penul j}
0.638	7.253	-0.143070	Grey Res _j
0.142	4.791	-5.341220	Mkt3-Mw _j
0.531	6.010	-1.020704	Mkt Vol _j
0.385	5.362	0.840418	Prior- IR
0.431	5.534	0.109986	LbmRep
0.186	7.073	-0.546150	LnGpcds
0.216	1.687	-0.482767	LnAge

نتایج آماری ارائه شده نشان می‌دهد که تمامی متغیرها بر اساس آزمون انجام شده، در سطح خطای ۵ درصد، همگی در سطح (LEVEL)، پایا هستند و لذا نیازی به آزمون همجعی^۱ متغیرهای مدل نیست. و از آنجایی که مقادیر سطح معناداری، برای متغیرهای مستقل و متغیر وابسته در مدل بیشتر از ۵٪ است (Sig > 0/05)، بنابراین فرض صفر یعنی نرمال بودن متغیرها تایید می‌شود.

آزمون ریشه واحد و مانایی متغیرهای مدل:

آزمون دیکی فولر تعمیم یافته: یکی از سودمندترین آزمون‌ها در زمینه مانایی (سکون) آزمون دیکی فولر تعمیم یافته است. فرض کنید سری Y_t براساس ساده‌ترین شکل خود، یک مدل خود رگرسیونی از درجه اول

1- Panel Cointegration Test

است؛ $(y_t) = \alpha + \beta \cdot y_{t-1} + \varepsilon_t$ یعنی چنانچه $|\alpha| < 1$ باشد، سری ماناست. بنابراین در این آزمون فرض صفر دلیل بر نامانایی است و حالت مطلوب زمانی اتفاق می‌افتد که فرض صفر رد شود یعنی $(H_0: \alpha = 1)$.
H0: متغیر موردنظر ریشه واحد دارد. (بیان عدم ایستایی یا عدم مانایی متغیر).
H1: متغیر موردنظر ریشه واحد ندارد. (بیان ایستایی یا مانایی متغیر).

خلاصه نتایج آزمون فولر تعمیم یافته (ADF) و فیلیپس پرون (PP)، داده‌ها در سری زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۳ که در جدول شماره ۳ فوق ارائه شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود براساس نتایج این دو آزمون متغیرها در طی زمان مانا (ایستا) می‌باشد. بنابراین همان‌گونه که از نتایج آزمون‌ها مشاهده می‌شود، کلیه داده‌های مربوط به سری زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۳ فرضیه داشتن ریشه واحد به‌طور قوی رد شده و نشان داده شده است که کلیه داده‌ها مانا هستند. بنابراین در ادامه، به آزمون فرضیات تحقیق براساس متغیرهای تحقیق می‌پردازیم.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون‌های ریشه واحد ADF و PP برای متغیرها

نام متغیر	آزمون دیکي فولر تعمیم یافته (Fuller augmented Dicky)		فیلیپس پرون (Phillips Perron)	
	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم
متغیر وابسته (Return of price _{ij})	-9.709543	-10.24570	-16.29096	-206.9851
سطح اهمیت (معنا داری)	نتایج آزمون			
۱٪ (یک درصد)	-3.453652	-3.454263	-3.453567	-3.453652
۵٪ (پنج درصد)	-2.871693	-2.871961	-2.871656	-2.871693
۱۰٪ (ده درصد)	-2.572253	-2.572396	-2.572233	-2.572253
متغیر وابسته (Ln.(P/BV) _{ij})	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم	تفاضل مرتبه اول	تفاضل مرتبه دوم
	-3.020417	5.896799	5.739161	-13.59165
سطح اهمیت (معنا داری)	نتایج آزمون			
۱٪ (یک درصد)	-3.454719	-3.454812	-3.453567	-3.453652
۵٪ (پنج درصد)	-2.872162	-2.872203	-2.871656	-2.871693
۱۰٪ (ده درصد)	-2.572503	-2.572525	-2.572233	-2.572253

منبع: یافته‌های تحقیق.

آزمون فرضیه‌ها

بررسی پیش فرض‌های انجام آزمون رگرسیون

بررسی ناهمسانی واریانس

جدول ۴: نتایج آزمون ناهمسانی ال ام آرچ

شرح	مقدار آماره	سطح معناداری	سطح آزمون
F-statistic	7.097456	0.0010	۰/۰۵
Obs*R-squared	13.93635	0.0009	۰/۰۵

با توجه به اینکه آماره این آزمون در سطح ۵ درصد معنادار نمی‌باشد، بنابراین فرض ناهمسانی واریانس رد شده و همسانی واریانس جملات اخلاص پذیرفته می‌شود. بنابراین از روش (OLS) استفاده می‌گردد.

نتایج آزمون چاو، آزمون F و آزمون هاسمن:

با توجه به وجود چند مدل در پژوهش حاضر نتایج آزمون چاو در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵: نتایج آزمون چاو

مدل	سطح معناداری آزمون	نتیجه آزمون
مدل شماره (۱)	0.0000	تایید مدل اثرات ثابت
مدل شماره (۲)	0.0000	تایید مدل اثرات ثابت

منبع: یافته‌های تحقیق.

جدول شماره ۶: نتایج آزمون F

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری	سطح آزمون
Cross-section F	15.75810	(۲۷۹/۰۰۰)	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۵

نتایج آزمون فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره آزمون F برابر 15.75810 و سطح معناداری کوچکتر از سطح آزمون است که این نتایج بیانگر متفاوت بودن عرض از مبدهای مقاطع مختلف می‌باشد و روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود.

حال به منظور تعیین استفاده از روش اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌-

کنیم. نتایج آزمون هاسمن در جدول ۴-۱۳ ارائه شده است.

جدول ۷: نتایج آزمون هاسمن

نتیجه آزمون	سطح معناداری آزمون	مدل
تایید مدل اثرات ثابت	0.0000	مدل شماره (۱)
تایید مدل اثرات ثابت	0.0000	مدل شماره (۲)

همانطور که از جدول فوق پیداست فرضیه صفر آزمون هاسمن رد می‌شود، به عبارتی مدل باید با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. در ادامه نتایج برآورد هر مدل در جدولی معجزا آورده شده است.

آزمون ناهمسانی واریانس

جدول ۸: آزمون ناهمسانی واریانس (وایت)

آماره F	۰,۲۴۸۷۵۱	Prob. F(2,997)	۰,۷۸۵۴۱۲
ضرایب لاگرانژ (مشاهده * R اسکوتر)	۰,۴۸۴۵۱۹	Prob. Chi-Square (2)	۰,۷۸۳۱۵۸

همان‌طور که نتایج آزمون F و نتایج آزمون ضرایب لاگرانژ (کای دو) نشان می‌دهند، فرضیه صفر مبتنی بر همسانی واریانس در سطح ۵٪ تایید می‌شود. بنابراین مدل تحقیق از همسانی واریانس برخوردار است.

نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

فرضیه اول: بین بازدهی سهام شرکت‌ها در دوره زمان کوتاه‌مدت بعد از عرضه اولیه و در دوره زمان بلندمدت رابطه معناداری وجود دارد.

H0: بین بازدهی سهام شرکت‌ها در دوره زمان کوتاه‌مدت بعد از عرضه اولیه و در دوره زمان بلندمدت رابطه معناداری وجود ندارد.

H1: بین بازدهی سهام شرکت‌ها در دوره زمان کوتاه‌مدت بعد از عرضه اولیه و در دوره زمان بلندمدت رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به موارد ذکر شده در بالا در این تحقیق از رگرسیون (OLS)، و مدل اثرات ثابت استفاده شده است. جدول شماره ۹ نتایج آزمون مدل را نشان می‌دهد.

جدول ۹- نتایج آزمون رگرسیون- متغیر وابسته بازده قیمت (Return price)

سطح اطمینان	نوع رابطه	سطح معناداری	آماره T	انحراف معیار	ضریب	متغیر
%۹۵	مثبت معنادار	0.0002	3.829212	0.164206	0.628778	C
%۹۵	منفی معنادار	0.0001	-0.434812	1.3807	-5.9908	Offer price
%۹۵	منفی معنادار	0.0001	-0.263093	0.177249	-0.046633	Institutional investors
%۹۵	منفی معنادار	0.0100	-2.594693	0.123831	-0.321303	Ln.(P/BV)
%۹۵	مثبت معنادار	0.0001	0.207059	0.091578	0.018962	Equity ratio
%۹۵	مثبت معنادار	0.0001	0.724013	3.4508	2.5008	capital of company's
%۹۵	منفی معنادار	0.0001	-1.191201	6.4408	-7.6708	profit of company's
%۹۵	منفی معنادار	0.0002	-2.299826	0.116627	-0.268222	Industrial
دوربین - واتسون D-W	سطح معناداری F آماره F	آماره F	انحراف از میانگین رگرسیون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	آماره‌های وزن دار مدل
2.010834	0.051222	2.032982	0.669139	0.25262	0.49718	

$$\text{Return of price}_{ij} = \beta_0 + \beta_1.\text{institutional investors.} + \beta_2.\text{Ln.(P/BV)} \\ + \beta_3.\text{Ln.(Equity ratio)} + \beta_4.\text{Ln.(capital of company's)} \\ + \beta_5.\text{Ln.(profit of company's)} + \beta_6.\text{Offer price}_{ij} \sum_{k=1}^{11} \beta_k \text{Industry} + e_j$$

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل (۱) یا نتایج آزمون رگرسیون مدل برای معادله اول- یعنی متغیر وابسته بازده قیمت (Return price)، به شرح جدول (۹)، مشاهده می‌شود که سطح معناداری مربوط به آماره $F(\text{prob}(F\text{-statistic}))$ که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر $0/0000$ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان 95% معنادار می‌باشد. ضریب تعیین برابر $0,49718$ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً 50% از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است. به بیان دیگر: سهام شرکت‌هایی که در طول زمان کوتاهی بعد از عرضه اولیه بازدهی غیرعادی داشته‌اند در دوره زمان بلندمدت بازده کمتری دارند.

لذا بر مبنای جدول مقادیر آماره t و سطح معناداری، فرضیه "بین بازدهی سهام شرکت‌ها در دوره زمان کوتاه بعد از عرضه اولیه و در دوره زمان بلندمدت رابطه معناداری وجود دارد." مورد تایید قرار می‌گیرد. و البته لازم به ذکر است که این رابطه، رابطه‌ای مثبت و مستقیم می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

با توجه به موارد ذکر شده در بالا در این تحقیق از رگرسیون (OLS)، و مدل اثرات ثابت استفاده شده است. جدول شماره ۱۰ نتایج آزمون مدل را نشان می‌دهد.

فرضیه دوم: کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت / ارزش دفتری آن دارد.

H0: کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت / ارزش دفتری آن ندارد.

H1: کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت / ارزش دفتری آن دارد.

جدول ۱۰- نتایج آزمون رگرسیون- متغیر وابسته قیمت عرضه (P/BV)

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره T	سطح معناداری	نوع رابطه	سطح اطمینان
C	0.700633	0.060457	11.58889	0.0000	مثبت معنادار	95%
Institutional investors	-0.124093	0.041937	-2.959017	0.0034	منفی معنادار	95%
Return of price	-6.21208	6.46008	-0.960433	0.0003	منفی معنادار	95%
Equity ratio	0.018598	0.014860	1.251509	0.0002	مثبت معنادار	95%

0.008799	0.045242	0.194494	0.0001	مثبت معنادار	٪۹۵
1.90108	1.82408	1.040818	0.0000	مثبت معنادار	٪۹۵
-4.19608	3.58808	-1.171691	0.0001	منفی معنادار	٪۹۵
ضرب تعیین شده	ضرب تعیین شده	انحراف از میانگین رگرسیون	آماره ی F	سطح معناداری	دوربین - واتسون D-W
0.73907	0.050073	0.332591	3.100979	0.003662	2.103194

$$\text{Ln.}(P/BV)_{ij} = \beta_0 + \beta_1. \text{Institutional investors.} + \beta_2. \text{Return of price} + \beta_3. \text{Ln.}(\text{Equity ratio}) + \beta_4. \text{Ln.}(\text{capital of company's}) + \beta_5. \text{Ln.}(\text{profit of company's}) + \sum_{k=1}^{11} \beta_k \text{Industry} + e_j$$

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل یا نتایج آزمون رگرسیون مدل برای معادله چهارم- یعنی متغیر وابسته نسبت قیمت سهم به ارزش دفتری (P/BV)، به شرح جدول (۱۰)، مشاهده می‌شود که سطح معناداری مربوط به آماره F(prob (F-statistic)) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می‌باشد. ضریب تعیین برابر 0.73907 بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۷۴٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است. به بیان دیگر: کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت/ ارزش دفتری آن دارد.

لذا بر مبنای جدول مقادیر آماره t و سطح معناداری، فرضیه "کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت / ارزش دفتری آن دارد." مورد تایید قرار می‌گیرد. و البته لازم به ذکر است که این رابطه، رابطه- ای مثبت و مستقیم می‌باشد.

بحث و نتیجه گیری

در این قسمت از تحقیق سعی بر این است که به بررسی و بحث و نتیجه‌گیری نتایج حاصل از انجام فرضیه‌های تحقیق پرداخته شود.

نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

فرضیه مبتنی بر این امر که «بین بازدهی سهام شرکت‌ها که در دوره زمان کوتاه‌مدت بعد از عرضه اولیه و در دوره زمان بلندمدت رابطه معناداری وجود دارد» تایید شد.

نتایج آزمون بیانگر این است که هرچه ضریب متغیر قیمت عرضه، شرکت‌های قرار گرفته در نمونه مورد بررسی کمتر می‌شود متغیر وابسته بازده قیمت، شرکت‌های نمونه بیشتر می‌شوند. که این یافته با یافته‌های عبده تبریزی و همکاران (۱۳۸۲) و درابتز و همکاران (۲۰۰۳) همسو می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

فرضیه مبتنی بر این امر که «کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت/ارزش دفتری آن دارد.» تایید شد.

نتایج آزمون بیانگر این است هرچه ضرایب کیفیت شرکت بالاتر باشد متغیر وابسته نسبت قیمت به ارزش دفتری، بیشتر می‌شود. که این یافته با یافته‌های عباسی و همکاران (۱۳۸۸) و دگنورگ و همکاران (۲۰۰۱) همسو می‌باشد.

پیشنهادات:

پیشنهادات کاربردی براساس نتایج تحقیق:

با توجه به نتایج به دست آمده در این تحقیق بعد از آزمون مربوط به فرضیه‌های تحقیق می‌توان در ذیل به برخی از پیشنهادات کاربردی برای ذینفعانی که می‌خواهند از نتایج تحقیق حاضر استفاده نمایند ارایه نمود.

- ۱- با توجه به اینکه نتایج مربوط به آزمون فرضیه اول تحقیق نشان داد که: بین سهام شرکت‌ها در دوره زمان کوتاه‌مدت بعد از عرضه اولیه و در دوره زمان بلندمدت رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود که: برای شرکت‌هایی که در موقعیت عرضه‌های عمومی اولیه (IPO)، قرار می‌گیرند تصمیمات مناسبی را جهت حذف یا کاهش یکباره یا تدریجی اثرات عرضه‌های عمومی اولیه (IPO)، بر بازده سهم هم سطح قیمت پیشنهادی و هم سطح حجم معاملات در فرایند انجام معاملات اخذ نمایند. تا از این طریق موجب زیان کمتر به سهامداران شرکت شود. البته در این راستا قیمت-گذاری اصولی عرضه‌های عمومی اولیه (IPO)، می‌تواند کارساز واقع گردد.

۲- با توجه به اینکه نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان داد که: کیفیت شرکت رابطه مثبت و معناداری با نسبت قیمت به ارزش دفتری سهم (P/BV)، آن دارد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود که: مدیریت شرکت قادر باشد که با انتخاب روش حسابداری و فرض‌های به کار گرفته تا اندازه زیادی بر سود خالص شرکت اثر بگذارد.

فهرست منابع:

۱. ایمانی، حمیدرضا، (۱۳۸۴)، بررسی قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در اولین عرضه سهام آنها در بورس اوراق بهادار، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد
۲. آشتاب، علی، (۱۳۸۶)، بررسی رابطه بین پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه بین‌المللی امام خمینی
۳. "بهادار تهران و بورس سهام تایوان" فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره هشتم.
۴. ثقفی، علی و مصطفی عرب مازاریزدی (۱۳۸۹). کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۶
۵. درگاهی، اسماعیل، پاشانزاد، یوسف (۱۳۹۱)، نگاهی به نقش و جایگاه سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای سرمایه، روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۲۸۴۳.
۶. ذاکری، محمدرضا (۱۳۵۷) "بررسی تحلیلی بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام جدید. پایان‌نامه کارشناسی ارشد". پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه شهید بهشتی
۷. عباسی، ابراهیم. بالارود، مهدی. (۱۳۸۸)، آزمون پدیده ارزان قیمت‌گذاری عرضه عمومی اولیه سهام و عملکرد بلندمدت آن در بورس تهران، تحقیقات حسابداری، شماره سوم، ۱۹۸-۲۰۸
۸. کاشانی‌پور، محمد. احمدپور، احمد و باقرپور، محمد، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین سهامداران نهادی کوتاه‌مدت و بلندمدت و مدیریت سود فزاینده شرکت‌ها
۹. مشایخی، بیتا، بیرامی، هانیه، تابستان ۹۱، «علامت‌دهی و ارزش‌گذاری در عرضه اولیه سهام پژوهش‌های تجربی حسابداری؛ شماره ۴، صص ۵۵-۷۲

10.A.Masyhaabadi,oct.2012, " Vsing Artificial naral Notworks to Examin semiotic theories of accaunting accruns in tehran stock exchange", international journal of research in computer application naragment ,vol,2,pp7-13

11. Aggarwal, R., Prabhala, N.R., Puri, M., 2002. Institutional allocation in initial public offerings: empirical evidence. *J. Finance* 57, 1421–1442.
12. Benveniste, L.M., Spindt, P.A., 1989. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *J. Financ. Econ.* 24, 343–361.
13. Banz, R.W., 1981. The relation Between Return and Market Value Of Common Stocks. *Journal of finance.* 37pp.955-976.
14. Fama, Eugent F., (1998), "Market Efficiency, long-term return and behavioral finance", *Journal of financial Economics*, Vol. 49, PP. 283-306
15. Financial Accounting Standards Board, (1978), *Statement of Financial Accounting Concept, No. 1, "Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises.* mirzaer A.A.R.Mehrazian,
16. Grinblatt, G. & Han, B. (2005). "Prospect theory, mental accounting, and momentum, *Journal of inancial economics*", 78, 312.
17. Kelin, A., (1996), the association between the information contained in amihud, Yako, Mendelson, Haim. (1986); "Asset Pricing and the Bid-Ask
18. Levis, Mario. (1993) "The long-run performance of Initial public offerings: The uk Experinence 1980-1988" *Financial Economics*, Vol.15, pp: 213-232
19. Magnan, M. and D. Cormier. (1997). "The impact of foreward-looking financial data in IPOs on the quality of financial reporting." *Journal offinancial statement analysis* 3(2): pp. 6-17.
20. Marphy, G.I. and medin, D.L (1985), "therole of theories in conceptual coherence" , *psychological review* , vol .92 no 3, pp 289-316
21. Moller , n.ordzilca ,s.(2008) , " the evolution of the january effect journd of banking & finance ,vol .32, pp.997-57