



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال هفتم / شماره بیست و پنجم / بهار ۱۳۹۷

بررسی عوامل ساختاری بر بازدهی غیر متعارف عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

علی نجفی مقدم

استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، تهران، ایران
AliNajafiMoghadam@gmail.Com

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۳/۲۹ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۸/۱۸

چکیده

این تحقیق با هدف بررسی برخی از متغیرهای ساختاری چون نوع صنعت، سن شرکت در زمان عرضه، ارزش بازاری، نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن و نیز شرایط بازار از نظر رکود یا رونق روی بازدهی های غیر متعارف عرضه های اولیه در بازار بورس تهران انجام شد. در این تحقیق ابتدا مطالعات انجام شده در حوزه مورد بررسی واقع شد و بعد از انتخاب متغیرهای توضیحی مناسب مدلهای اصلی جهت آزمون فرضیات انتخاب شد. در بین متغیرهای توضیحی مورد استفاده تنها متغیر نوع صنعت بر بازدهی غیر متعارف عرضه اولیه در دوره های مختلف (روز اول، روز سوم و ماه اول) بی تاثیر بود. همچنین متغیر سن شرکت دارای رابطه منفی با بازدهی غیر متعارف عرضه اولیه است یعنی وقتی بازار عرضه اولیه از تب اولیه خود می افتد و خریداران به عوامل ساختاری توجه می کنند، هرچه سن شرکت از زمان تاسیس آن بیشتر گذشته باشد، با توجه به مشخص تر شدن شرایط عملیاتی آن، بازدهی غیر متعارف آن کمتر است. مشابه سن شرکت همین نتیجه برای متغیر اندازه نیز وجود دارد. در رابطه با متغیر نوع عرضه مشخص شد که عرضه های دولتی عموماً بازدهی های غیر متعارف آن کمتر است یا به عبارت دیگر دولت (خصوصی سازی) شرکتها را نیز چندان ارزان به عموم واگذار نکرده است.

واژه های کلیدی: عرضه اولیه، بازدهی غیر متعارف، عوامل ساختاری.

۱- مقدمه

ضرورت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی هر کشور انکار ناپذیر است. برای فراهم ساختن وجوه مورد نیاز، منابعی برای تامین سرمایه لازم خواهد بود.

یکی از مهمترین منابع برای تامین سرمایه پس اندازهای مردم است. هدایت صحیح و درست وجوه سرگردان به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد، افزایش تولیدات و رشد ناخالص ملی، ایجاد اشتغال و افزایش درآمد سرانه و نهایتاً رفاه عمومی را در پی خواهد داشت. پس باید ساز و کار قوی این پس اندازها را به سوی بخش‌های تولیدی سوق دهد و نیاز مالی آنها را فراهم کند.

در این میان بورس اوراق بهادار سهم عمده‌ای دارد چرا که سرمایه‌های مردم را به سمت تولید سوق داده و از طریق شرکت‌های کارگزاری به موسسات تولیدی و بازرگانی می‌سپارد. از طرف دیگر سیاست‌های اقتصادی دولت ایران چند سالی است که در زمینه خصوصی سازی شرکت‌های دولتی به منظور جذب سرمایه‌های بخش خصوصی است.

با مطرح شدن به کارگیری بخش خصوصی در فعالیت‌های اقتصادی و مشارکت هر چه بیشتر این بخش، بحث تجدید حیات بورس اوراق بهادار تهران مطرح گردید و علت آن به واسطه نقشی بود که بورس اوراق بهادار در اجرای سیاست خصوصی سازی واحدهای اقتصادی بازی می‌کرد.

مهمترین هدف بازار سرمایه این است که با اجرای فرآیند سالم سازی و شفافیت، پس اندازکنندگانی که دارنده منابع مالی می‌باشند و هدف کسب سود و بازده معقول دارند را به اشخاص حقوقی و واحدهای اقتصادی که برای توسعه فعالیت‌های خود نیاز به منابع مالی دارند، پیوند دهد. در این میان شناخت مکانیزم‌ها و ابزارهای مالی برای شرکت‌های ناشر و سرمایه‌گذاران جهت تامین مالی، بسیار با اهمیت است. یکی از مهمترین این مکانیزم‌ها، عرضه اولیه عمومی می‌باشد. رفتارهای بررسی شده، عموماً حاکی از آن است که بازده کوتاه مدت عرضه‌های اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت شاخص بورس در همان مقطع زمانی، بیشتر است و از این پدیده تحت عنوان بازدهی غیر متعارف ۱ در عرضه‌های اولیه یاد می‌شود. در ایران نیز محققان بسیاری این بازده بیشتر عرضه‌های اولیه نسبت به شاخص بازار در کوتاه مدت را نشان دادند. اما این مطالعه ضمن آزمون وجود این بازدهی‌های غیر متعارف سعی در بررسی عوامل ساختاری موثر بر ایجاد این بازدهی‌ها دارد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هرروزه مردم به تعداد زیادی از وام‌گیرندگان مانند دولت، بنگاه‌های اقتصادی و افراد وام‌میدهند. وام‌گیرندگان از طریق بازارهای مالی مستقیم یا وام‌دهندگان تماس نمی‌گیرند بلکه وام‌دهی و وام‌گیری به طور غیرمستقیم و به واسطه نهادهای مالی، انجام می‌پذیرد به اینصورت که، این بازارها به عنوان عامل اصلی در کانالیزه کردن منابع و وجوه مازاد از بخشهایی که دارای منابع اضافی بوده و توان و قدرت و یا موقعیت به کارگیری آنرا دارند، به سمت بخشهایی که دارای کسری منابع بوده ولی توان و قدرت کافی در امر سرمایه‌گذاری دارند، عمل می‌نمایند.

اصطلاح عرضه عمومی اولیه عبارت است از اینکه یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم مینماید.

در بورسهای صاحب نام، سالانه شرکتهای زیادی برای اولین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود می نمایند که در برخی موارد به ۳۰۰ تا ۴۰۰ مورد در سال نیز می رسد مطالعات انجام شده در این حوزه عموماً بر ناهنجاریهای زیر تکیه داشته اند:

- افت قیمت در بلندمدت^۲
- قیمت گذاری کمتر از واقع (بازدهی غیر متعارف)^۳
- عرضه عمومی اولیه داغ^۴

در این مطالعه بطور مشخص بحث بازدهی غیر متعارف عرضه های اولیه و عوامل ساختاری موثر بر آن مورد توجه است. در این بخش ابتدا روشهای انجام عرضه اولیه بیان می شود.

• روش قیمت گذاری ثابت

روش اول قیمت گذاری ثابت^۵ می باشد که در این حالت قیمت سهامی که برای اولین بار به عموم عرضه می گردد به صورت تثبیت شده در بازار اولیه عرضه می شود این قیمت ثابت در اعلامیه پذیره نویسی قید شده و در طول عرضه سهام تا پایان عرضه سهام هیچ گونه تغییری صورت نمی گیرد. در این روش قیمت گذاری برای تعیین قیمت سهام عرضه و تقاضا تعیین کننده نیست و اصولاً کشف قیمت وجود ندارد. تحقیقات وسیع در سراسر دنیا در سالهای اخیر در مورد قیمت گذاری ثابت اوراق بهاداری که برای اولین بار در بازار ارائه می گردد بیانگر این واقعیت است که این روش قیمت گذاری روش ضعیفی برای عرضه سهام در بازار اولیه بوده و قیمت سهامی که بدین ترتیب تعیین می شود متفاوت از قیمت واقعی عرضه خواهد شد. استدلال این است که در عرضه سهام برای اولین بار باید از قیمت گذاری ثابت این نوع سهام خودداری نمود چرا که نه منتشرکننده سهام و نه تضمین کننده فروش سهام از قیمت واقعی سهام آگاهی ندارند و این بازار است که بهترین تعیین کننده قیمت سهام بوده و باید با ایجاد مکانیسمهایی اجازه داد تا قیمت اوراق بهادار توسط بازار تعیین گردد.

• روش قیمت گذاری متغیر

در روش قیمت گذاری متغیر، قیمت ثابتی برای اوراق بهادار تعیین نشده و قیمت اوراق بهادار بر اساس تقاضای واقعی که از سوی سرمایه گذاران نهادی اعلام می گردد تعیین می شود. در این روش، قیمت گذاری سهامی که برای اولین بار در بازار اولیه عرضه می شود در چند مرحله و بر اساس تعامل بین ناشر اوراق بهادار و سرمایه گذاران بالقوه ای که تمایل به سرمایه گذاری در سهام عرضه شده را دارند صورت گرفته و نقش موثری در قیمت گذاری واقعی سهام دارد. لذا شرح جامعی از این نوع فرایند قیمت گذاری در بازار نزدیک^۶ ارائه می شود.

• ثبت دفتری

- اساساً یک فرآیند افزایش سرمایه در عرضه اولیه است که هدف آن کشف قیمت و تقاضا است. فرآیندی است که برای بازاریابی عرضه عمومی اوراق بهادار یک شرکت به کار می‌رود. مراحل این روش عبارتند از:
- ناشر، یک شرکت تأمین سرمایه اصلی^۷ را به‌عنوان اداره‌کننده سفارشات^۸ تعیین می‌کند.
 - ناشر تعداد اوراق بهاداری که عرضه می‌شود و محدوده قیمت برای سفارشات را معین می‌کند.
 - ناشر همچنین اعضای سندیکا را که سفارشات سرمایه‌گذاران توسط ایشان صورت می‌گیرد تعیین می‌کند.
 - سرمایه‌گذاران سفارش خود را توسط عضو سندیکا که سفارشات را داخل دفتر الکترونیکی قرار می‌دهد، ارائه می‌کنند. این فرآیند به نام ثبت دفتری خوانده می‌شود و شبیه حراج آزاد است.
 - دفتر باید برای حداقل ۵ روز باز باشد.
 - پیشنهادات نمی‌توانند با قیمتی کمتر از کف قیمت، وارد شوند.
 - پیشنهادات می‌توانند قبل از بسته شدن عرضه توسط پیشنهاد دهنده آن تجدیدنظر و اصلاح شوند.

در زمان اتمام دوره ثبت دفتری، اداره‌کننده سفارشات پیشنهادات را براساس معیارهای مختلف مانند تکرار شونده‌گی قیمت‌ها، کیفیت سرمایه‌گذار، نزدیکی زمان پیشنهادات و ... ارزیابی می‌کند. سپس به همراه ناشر درباره قیمت نهایی که اوراق بهادار با آن قیمت عرضه می‌شود، به نتیجه‌گیری نهایی می‌رسند. معمولاً میزان عرضه و نشر براساس قیمت هر سهم که در جریان فرآیند ثبت دفتری مشخص شده است، ثابت می‌شود. در ضمن تسهیم اوراق بهادار به پیشنهاد دهندگانی که درخواست آن‌ها با قیمت نهایی هماهنگی دارد، موفق صورت می‌گیرد.

• عرضه عمومی به روش حراج^۹

اصولاً از روش مزایده در هنگام عرضه اوراق دولتی و نیز خصوصی‌سازیهایی مبتنی بر تغییر یافت مالکیتی سهام استفاده می‌شود ولی در عرضه‌های عمومی اولیه شرکتها به ندرت، به‌کار گرفته می‌شود زیرا عقیده عمومی براین است که استفاده از روش ثبت دفتری در اولین عرضه عمومی، کارآیی بیشتری دارد.

شواهد تجربی فراوانی در دست است که نشان می‌دهد پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه یک پدیده جهانشمول بوده و تقریباً در بورس اوراق بهادار همه کشورها عمومیت دارد. البته قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه در بازارهای سرمایه توسعه، در مقایسه با بازارهای سرمایه توسعه یافته، بیشتر است. باینحال پدیده عملکرد منفی بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه که به شدت به عوامل ساختاری تأثیرگذار بر بازدهی غیر متعارف آن مربوط است، برخلاف ماهیت جهان‌شمول پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع، در همه بازارهای سرمایه مورد تأیید قرار نگرفته و روش‌های اندازه‌گیری آن نیز مورد منازعه پژوهشگران مالی قرار دارد.

طی دو دهه اخیر، بسیاری از کشورها به کوچک سازی واحدهای دولت و واگذاری بنگاههای دولتی به بخش خصوصی، اقدام کرده اند (قورچیان، حیدری کرد زنگنه، ۱۳۸۷). این فرآیند که «خصوصی سازی» نامیده میشود، علاوه بر گسترش بخش خصوصی، افزایش توان نظارتی دولت را نیز به همراه دارد. اهداف خصوصی سازی با توجه به ویژگیهای اقتصادی و موقعیت هر کشور با یکدیگر متفاوت است. اما به هر حال در همه کشورهایی که خصوصی سازی کرده اند، هدف اصلی، بهبود اوضاع و شرایط اقتصادی است. تحقق این اهداف، بر تقویت «دولت ناظر» و کاهش نقش «دولت مجری» استوار است (صفارزاده پاریزی، ۱۳۸۱). بدین منظور، ایران نیز خصوصی سازی بنگاهها و شرکتهای دولتی را در دستور کار خود قرار داده است. روشهای مختلفی برای خصوصی سازی وجود دارد که یکی از پرکاربردترین آنها در همه کشورها و از جمله کشور ما، واگذاری سهام شرکتهای دولتی به بخش خصوصی از طریق بورس اوراق بهادار است (عباسی، ۱۳۸۸، ص ۱۲۵). با توجه به اینکه شفاف سازی اطلاعات و قیمت گذاری سهام شرکتهای دولتی مشمول واگذاری از طریق بورس، در سیاستهای کلی بند «ج» اصل ۴۴ قانون اساسی تصریح شده است و نیز با نگاهی به روند رو به رشد واگذاری شرکتهای دولتی از طریق بورس در سالهای اخیر، اهمیت قیمت گذاری سهام در عرضه عمومی اولیه، هویدا میگردد. مطالعات مقایسه ای گسترده این حوزه، منجر به پدید آمدن ادبیاتی نظری درباره قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی در دهه های ۸۰ و ۹۰ میلادی شده است. این مطالعات، در پی پاسخگویی عقلانی به این پرسش است که چرا سهام شرکتهای در عرضه عمومی اولیه به زیر ارزش ذاتی قیمت گذاری میشود. مدلهای نظری منتج از این مطالعات را میتوان در سه دسته نظریه های مبتنی بر فرض عدم تقارن اطلاعات، نظریه های مبتنی بر ملاحظات نهادی، و نظریه های مبتنی بر ملاحظات رفتاری^۱ تقسیم کرد:

نظریه های مبتنی بر فرض عدم تقارن اطلاعات: بر اساس این دسته از نظریه ها، قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکتهای در عرضه عمومی اولیه، ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه کنندگان و خریداران سهام است^{۱۱} نظریه نفرین برنده که بر اساس آن، خریدار تمایل دارد درخواستهایی با قیمتهای بیشتر از ارزش ذاتی اوراق بهادار داشته باشد^{۱۲} و نیز نظریه که طبق آن، قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی تلاش ناشر است تا کیفیت علامت دهی سهم خود را به بازار نشان دهد^{۱۳} در زمره مهمترین نظریه های این دسته است.

نظریه های مبتنی بر ملاحظات نهادی: این دسته از نظریه ها، ارزشگذاری زیر قیمت سهام را به مسئولیتهای قانونی عرضه کننده سهام نسبت میدهد^{۱۴} نظریه ریسک گریزی تضمین کنندگان فروش سهام^{۱۵} نظریه قدرت انحصاری مؤسسات تأمین سرمایه^{۱۶} و نظریه محافظه کاری مؤسسات تأمین سرمایه^{۱۷} در این دسته از نظریه ها، جای میگیرد.

نظریه های مبتنی بر ملاحظات رفتاری: این دسته از نظریه ها فرض عقلایی بودن سرمایه گذاران را که یکی از پایه های اصلی دانش مالی کلاسیک است، نقد میکنند و قیمتگذاری زیر ارزش ذاتی سهام در عرضه عمومی اولیه را از بی قاعدگی های بازار سهام میدانند که مبتنی بر رفتار غیرعقلایی سرمایه گذاران است^{۱۸}. نظریه گرایشات و علائق زودگذر^{۱۹} و نظریه عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران^{۲۰} از جمله نظریه های مبتنی بر ملاحظات رفتاری است

اما شواهد تجربی، حاکی از آن است که دولتها علاقه دارند سهام شرکتهای وابسته به خود را در عرضه عمومی اولیه به زیر ارزش ذاتی، عرضه کنند. توجیه این اقدام دولتها، اگرچه بابرخی نظریه‌های پیشگفته امکان پذیر بود لیکن از آنجا که معمولاً قیمت گذاری زیرارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه سهام شرکتهای دولتی بیشتر از شرکتهای غیردولتی است، دانشمندان مالی برآن شدند تا زوایای ناشناخته این اقدام دولتها را در پرتو نظریه‌های جدید و بدیع دیگری تبیین کنند. بدین ترتیب، برای شناخت عوامل مؤثر در قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی عرضه عمومی اولیه سهام شرکتهای دولتی، نظریه‌های مختلفی بیان شد که بسته به شرایط سیاسی و اقتصادی هر کشور، متفاوت است. از مهم‌ترین دلایل عرضه زیر قیمت سهام شرکتهای دولتی میتوان به موارد زیر اشاره کرد:

انگیزه‌های سیاسی: در بیشتر کشورها، علاوه بر اهداف اقتصادی خصوصی سازی، مقاصد اجتماعی و سیاسی نیز از آن، دنبال میشود. کسب شهرت نزد عامه مردم و در نتیجه، پیروزی مجدد در انتخابات، از جمله اهداف سیاسی ای است که دولتها در عرضه زیر قیمت سهام شرکتهای دولتی دنبال می‌کنند^{۲۱}

گسترش پایه‌های مالکیت: دولتها علاقه دارند با عرضه زیر قیمت سهام دولتی، برای سهم، مازاد تقاضا ایجاد کنند تا بتوانند تعداد بیشتری از سهام‌داران خرد را جذب نمایند. مالکیت پراکنده در بین سهام‌داران خرد دو مزیت دارد؛ اول آنکه موجب میشود نقدینگی سهام در بازار بیشتر شود و دوم آنکه تملک شرکت را در آینده دشوارتر می‌کند^{۲۲}

برقراری عدالت در جامعه: از اهداف هر نظام اقتصادی، ایجاد عدالت در جامعه است. یکی از مصادیق برقراری عدالت در جامعه، عدالت در توزیع است. دولتها میکوشند با اتخاذ سیاستهای اقتصادی کارآ، نابرابری در درآمد افراد جامعه را تا حد امکان کاهش دهند. یکی از روشهایی که دولتها در این مسیر استفاده میکنند، ارزان فروختن سهام شرکتهای دولتی به عامه مردم در فرآیند خصوصی سازی است^{۲۳}

کسری بودجه دولت: یکی از علتهای واگذاری شرکتهای دولتی به بخش خصوصی، ناتوانی دولتها در نگهداری این شرکتها است. دولتها با فروش شرکتهای دولتی، اولاً خود را از نگهداری آنها و زیان ناشی از آن می‌رهانند و ثانیاً درآمد نقدی خود را افزایش می‌دهند و برخی مشکلات کوتاه مدت خود را برطرف میکنند؛ لذا، دولتها با عرضه زیر قیمت سهام شرکتهای دولتی در تسریع کاهش کسری بودجه خود سعی میکنند^{۲۴}.

ایجاد دبستگی و علاقه در کارکنان دولت: یکی از اهداف دولتها در واگذاری سهام شرکتهای دولتی به کارکنان، ایجاد دبستگی و انگیزه در آنان است. دولتها با عرضه زیر قیمت سهام شرکتهای دولتی به کارکنان، علاوه بر بالا بردن سطح رضایت شغلی، موجب تشویق و ترغیب هر چه بیشتر آنان در ادای بهتر وظایف میشوند^{۲۵}.

همانطور که ملاحظه می‌شود تحقیقات گسترده ای درباره عرضه زیر قیمت سهام شرکتهای تازه پذیرفته دولتی و غیردولتی در بورس اوراق بهادار صورت گرفته است که هر کدام، متغیرهای مختلفی را به عنوان عوامل تبیین کننده قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی سهام در عرضه عمومی اولیه مطرح کرده است. در این تحقیقات، باطیف وسیعی از متغیرها مواجه می‌شویم که بسته به محدودیتهای تحقیق، از یکدیگر متفاوت اند. در این تحقیق، با توجه به اطلاعات در دسترس از متغیر مجازی مربوط به نوع صنعت، سن شرکت در زمان عرضه، ارزش بازاری، متغیر مجازی مربوط به نوع عرضه و شرایط بازار در زمان عرضه استفاده می‌شود. نتایج تحقیقات انجام

شده روی عرضه های اولیه تا قبل از سال ۱۹۹۷ در اغلب تحقیقات انجام گرفته در کشورهای مختلف بیانگر این بود که بازده بلندمدت عرضه های اولیه سهام کمتر از بازده شاخص بورس در همان مقطع زمانی است و از این پدیده تحت عنوان عملکرد منفی در عرضه های اولیه یاد می شود. در ایران نیز محققان بسیاری از جمله عبده و دموری (۱۳۸۲) و جهانخانی و ذاکری (۱۳۷۵) این عملکرد منفی بازده بلندمدت عرضه های اولیه نسبت به شاخص بازار را نشان داده اند. این نتایج نگرانی هایی در مورد خطرات سرمایه گذاری بلندمدت در سهام عرضه های اولیه ایجاد کرده و همچنین ابهامات و سوالاتی در رابطه با دلایل این عملکرد منفی و تناقض با کارایی این بازار پدید آورد.

در سال ۱۹۹۷، براو و کامپرز با استفاده از نتایج تحقیقات فاما و فرنچ نشان دادند که بازده بلندمدت عرضه های اولیه از بازده بلندمدت شرکت های بورسی مشابه از نظر اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری، بدتر نیستند. (یاببارتی مشابه هستند) همه این موارد، شواهدی در نقض دقیق بودن محاسبه عملکرد منفی نسبت به بازده شاخص بازار بود. حتی بعضی از محققین مانند گامبور و ترنر (۲۰۰۳) اصطلاح عملکرد واقعی عرضه های اولیه (محاسبه شده براساس معیارهای مدل فاما و فرنچ) را در مقابل اصطلاح عملکرد عرضه های اولیه (محاسبه شده براساس شاخص بورس) به کار می برد به دنبال این نتیجه، تحقیقات بسیار دیگری در دوره های زمانی متفاوت در بورس های کشورهای مختلفی انجام شده که در اکثر موارد این بازده مشابه عرضه های اولیه با شرکت های مشابه تایید شد. لذا در ذیل به برخی از مطالعات انجام شده در خارج و داخل اشاره می گردد:

- تحقیق ولچ و ریتز؛ (۲۰۰۲) " نقدی بر فعالیت عرضه عمومی اولیه سهام، قیمت گذاری و تخصیص " در آزمون انجام شده توسط ولچ و ریتز در رابطه با ارزیابی بازار بورس و اوراق بهادار آمریکا بین سال های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ عملکرد بازار نسبت به قیمت گذاری سهام شرکت های تازه وارد بررسی شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که در پایان اولین روز معامله سهام و اوراق بهادار شرکت های تازه پذیرفته شده در بازار بورس، به طور میانگین قیمت های مبادله ۱۸٫۶ درصد بیشتر از قیمت فروخته شده آنها در ابتدای روز معامله سهام شرکت در بازار توسط شرکت اصلی است [۱۲].
- تیان ۲۶ به بررسی ارزان فروشی نظام مند در بورس های شانگهای و شنزن پرداخت. نمونه وی شامل ۱۳۹۷ شرکت جدیدالورود طی سالهای ۱۹۹۴-۲۰۰۴ بود. یافته های وی بیانگر این است که بین اطلاعات محرمانه و بازده اولیه سهام رابطه منفی معنادار وجود دارد. وی دلایل ارزان فروشی راریسک سرمایه گذاری در بازار اولیه و مقررات دولتی میدانست، زیرا مقررات دولتی موجب سهمیه بندی در عرضه اولیه شده و عرضه سهام را محدود می کند.
- گائو^{۲۷} در تحقیق خود علاوه بر بررسی متغیرهای مالی به بررسی متغیرهای غیرمالی موثر بر قیمت عرضه سهام جدید شرکت های داروسازی و بیوتکنولوژی پرداخت. مهمترین متغیرهای مالی مورد مطالعه عبارتند از: جریان نقدی عملیاتی، فروش، سودخالص، سود عملیاتی، کل داراییها، مخارج تحقیق و توسعه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار. مهمترین متغیرهای غیرمالی نیز تعداد محصولات شرکت، مرحله توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق اختراع ها بودند. نتایج

- تحقیق نشان داد که از بین متغیرهای مالی تنها مخارج تحقیق و توسعه و از بین متغیرهای غیرمالی تعداد محصولات شرکت، مرحله توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق مادی و معنوی حق اختراع هامهمترین متغیرهای تاثیرگذار بر قیمت عرضه سهام شرکت‌های داروسازی و بیوتکنولوژی بشمار می‌روند.
- با گاتورانگان^{۲۸} تحقیق انجام دادند که شاید از جامع‌ترین تحقیقات صورت گرفته در زمینه رابطه بین اطلاعات حسابداری با ارزشگذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس باشد. در این تحقیق علاوه بر نقش اطلاعات حسابداری، متغیرهای دیگری نظیر فرصت‌های رشد، درصد مالکیت سهامداران اولیه در تاریخ قبل و بعد از عرضه اولیه سهام و اعتبار بانک سرمایه‌گذار متولی عرضه سهام شرکت‌ها با استفاده از نمونه اطلاعات ۱۶۵۵ شرکت جدیدالورود به بورس‌های آمریکا طی سالهای ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۱ بررسی شد و نتایج حاکی از این بود که علاوه بر متغیرهای حسابداری نظیر سودخالص، ارزش دفتری سهم و فروش؛ عوامل دیگری نظیر درصد مالکیت سهامداران اولیه و اعتبار بانک سرمایه‌گذار متولی عرضه سهام نیز در قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام جدید نقش مهمی ایفا می‌کنند.
- یتمن^{۲۹} کارایی اطلاعاتی قیمت‌گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه‌های عمومی اولیه از نقطه نظر اطلاعات حسابداری را بررسی کرد و چنین نتیجه‌گیری نمود که اطلاعات حسابداری با قیمت‌گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه‌های عمومی اولیه رابطه معنادار دارد.
- درینو ووماک^{۳۰} بیان می‌نمایند که شرایط جاری بازار نقش مهمی در تعیین مقدار قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه ایفا می‌کند. بنابراین هر قدر شرایط بازار قبل از تاریخ عرضه‌های عمومی اولیه یا در تاریخ عرضه سهم مطلوب‌تر باشد، قیمت‌گذاری کمتر از واقع مورد انتظار نیز بیشتر خواهد بود.
- فرت^{۳۱} ارتباط بین سودپیش‌بینی شده و ارزش شرکت را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که پیش‌بینی‌های سود در ارتباط با ارزش شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه سهام بوده و از سایر ابزارهایی همچون سود انباشته موثرتر هستند.
- کلین^{۳۲} در تحقیق خود بطور مشخص نقش و اهمیت اطلاعات حسابداری در ارزش‌گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه را بررسی کرد. نتایج تحقیق نشان داد که بین قیمت عرضه سهام با سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم قبل از تاریخ عرضه سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.
- ایمانی، ۱۳۸۵ " بررسی قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران " برخی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری سهام در این تحقیق مورد توجه قرار گرفته است، شامل درصد عرضه سهام، زمان عرضه سهام، نوع صنعت، نسبت قیمت به سود هر سهم و نیز میزان سرمایه شرکت، که اثر آنها بر تفاوت قیمت اولیه و بعدی سهام بررسی شده است. نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که قیمت سهام در اولین عرضه سهام به بورس به طور معنی‌داری از قیمت آن در معاملات آتی متفاوت است و در این زمینه درصد عرضه سهام در اختلاف قیمت مؤثر نیست ولی میزان سرمایه شرکت، نوع صنعت، زمان عرضه و نسبت قیمت به سود آن در اختلاف قیمت مؤثرند.

- آشتاب (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان " بررسی رابطه بین دقت پیش بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس" به بررسی سهام شرکت‌های جدیدالورود طی سال‌های ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۴ پرداخت یافته‌های تحقیق بیانگر این بود که بین سود پیش‌بینی شده و سود واقعی سهام تفاوت معنی دار وجود دارد، همچنین بین دقت پیش بینی سود و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه منفی وجود داشت
- باقرزاده (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان "نقش اطلاعات حسابداری در قیمت گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" نتیجه گرفت که سهام عرضه های اولیه طی سالهای ۱۳۷۶ الی ۱۳۸۳ نسبت به قیمت معاملاتی سهام در پایان ماه اول، کمتر از واقع قیمت گذاری شده اند که منجر به بازده غیرعادی مثبت این سهام شده است و عمده ترین دلایل آنرا میتوان به پیامدهای تئوری اطلاع رسانی و عدم تقارن اطلاعات در بورس تهران نسبت داد.
- قائمی (۱۳۸۵) در تحقیق خود با عنوان "بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" رابطه متغیرهایی همچون حجم سهام عرضه شده، اندازه شرکت، شرایط بازار، وضعیت مالکیت و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام جدید بررسی کرد. نتایج بدست آمده از ۱۵۳ شرکت نمونه بیانگر وجود رابطه بین متغیرهایی همچون شرایط بازار و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام بوده است.
- مهرجو ۱۳۸۳ در تحقیقی عملکرد قیمت گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این تحقیق بازده کوتاه مدت سهام ۹۱ شرکت جدیدالورود در طول سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ مطالعه شده است. نتایج این تحقیق نشان داد بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده بیشتر از بازده بازار بوده است.
- عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در تحقیقی با عنوان "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام شرکت‌های 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. در این تحقیق شرکت‌های تازه وارد به بازار طی سالهای ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ مورد بررسی قرار گرفته اند و عوامل موثر بر بازده بلندمدت این شرکتها بطور خاص آزمون شده است. این عوامل عبارت از حجم معاملات سالانه سهام، اندازه شرکت و بازده کوتاه مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های مربوط است. نتایج این تحقیق نشان دهنده وجود بازده کوتاه مدت بیشتر سهام شرکت‌های جدیدالورود به بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلندمدت کمتر سهام این شرکتها نسبت به شاخص بازار بوده است. بنابراین آنان عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس ایران را مشابه بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانسته اند.
- مهرانی و دیگران (۱۳۸۸) در تحقیقی با عنوان " بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران؛ وجود بازده غیر عادی، وجود و یا عدم وجود حباب قیمتی و تعیین عوامل موثر بر عرضه های اولیه عمومی در بازار سرمایه ایران را بررسی کردند که نتایج مبین

نبود حساب قیمتی و نیز وجود بازده غیرعادی کوتاه مدت در عرضه های اولیه در شرایط وجود حساب قیمتی است.

- نصراللهی و دیگران (۱۳۸۸) در تحقیق خود با عنوان "ارزیابی روند بازدهی سهام شرکتهای خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار" با بررسی بازده سهام شرکتهای، قبل و بعد از خصوصی شدن به این نتیجه می‌رسند که بین بازده سهام شرکتهای واگذارشده، قبل و بعد از خصوصی سازی، تفاوت معنی داری وجود دارد.
- وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیق با عنوان "شناسایی عوامل موثر بر بازده غیر عادی در عرضه های اولیه سهام شرکت های جدید ورود در بورس اوراق بهادار" متغیرهای مستقل اندازه شرکت، نوع مالکیت، خطای پیش بینی سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت حاشیه سود خالص و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام متغیر های نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (بطور مستقیم) و بازده حقوق صاحبان سهام در بازه زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۶ برای دوره های ۱۲ ماه و ۲۴ ماه پس از عرضه اولیه مورد بررسی قرار گرفته است و یافته این تحقیق بیانگر رابطه معنا دار با بازه غیر متعارف است.
- کریم شاهی (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان "مقایسه بازده عرضه اولیه و عرضه بازار" به این نتیجه رسیده است که هرچه قیمت سهام در عرضه اولیه پایینتر باشد، تعداد سرمایه گذاران بیشتری تمایل به بررسی وضعیت شرکت به منظور خرید سهام آن در عرضه اولیه خواهد داشت.
- نیکبخت و همکاران (۱۳۸۷) در تحقیق با عنوان "تبیین عوامل موثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام شرکتهای جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران" متغیرهای اندازه شرکت، افق زمانی پیش بینی سود، تغییرات سود، بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، موسسه حسابرس و نوع صنعت را مورد بررسی قرار داده است که نتایج برای شرکت های جدید ورود در بازه زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ طی شش ماه پس از ورود به بورس بیانگر این موضوع بود که دو متغیر اندازه شرکت بصورت معکوس و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام بصورت مستقیم با بازده غیر عادی در رابطه معنی دار بوده اند.

۳- روش شناسی پژوهش

روش شناسی تحقیق حاضر توصیفی- پیمایشی است و برای جمع آوری داده ها از روش کتابخانه ای استفاده گردیده است. جامعه آماری حاضر کلیه شرکتهای است که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند. دوره زمانی مورد نظر این مطالعه از سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۹۲ است در این تحقیق ابتدا بازدهی هر عرضه اولیه در یک روز کاری بعد از انتشار، روز سوم بعد انتشار نسبت به روز اول، روز پنجم بعد انتشار نسبت به روز اول و در نهایت در ماه اول پس از انتشار نسبت به روز اول (در مجموع چهار بازدهی برای هر عرضه اولیه) محاسبه شده سپس بازدهی های بازار در این تاریخ ها نیز محاسبه می شود

در ادامه برای محاسبه بازدهی غیر متعارف (متغیر وابسته مورد استفاده در مدل تحقیق (ABR)) بازدهی بازار در هر یک از تاریخها از بازدهی عرضه های اولیه کسر می شود و برای آزمون فرضیات بیان شده از مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

$$ABR_i = \alpha + \beta_1 INDUSTRY_i + \beta_2 AGE_i + \beta_3 MC_i + \beta_4 GOVERNMENT_i + \beta_6 HOT_i + u_i$$

جدول ۱- توصیف و محاسبه متغیرهای مستقل مورد استفاده شده در مطالعه قیمت گذاری کمتر از واقع کوتاه مدت

تعریف عملیاتی	متغیر مستقل
از شماره های مورد استفاده برای هر صنعت توسط بورس استفاده می شود	INDUSTRY = متغیر مجازی مربوط به نوع صنعت
سن شرکت در زمان عرضه اولیه	AGE = سن شرکت در زمان عرضه
ارزش بازاری شرکت بر اساس تعداد سهام در زمان عرضه اولیه	MC = ارزش بازاری
عرضه های اولیه انجام شده توسط خصوصی سازی یک و مابقی صفر هستند	GOVERNMENT = متغیر مجازی مربوط به نوع عرضه
گر بازار از یک هفته در قبل و یک ماه در بعد از عرضه صعودی باشد یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود	HOT = دامی مربوط شرایط بازار در زمان عرضه

در واقع برای هر یک از این چهار بازدهی غیر متعارف محاسبه شده یک رگرسیون (بر اساس مدل بالا) اجرا می شود تا اثر هر یک از متغیرهای ساختاری بیان شده در جدول شماره یک بر آنها مشخص شود

۴- نتایج پژوهش

پس از اجرای مدل رگرسیونی تعریف شده نتایج بدست آمده در جداول زیر خلاصه شده اند:

جدول ۲- نتایج اجرای مدل رگرسیون بر بازده غیر عادی سهام عرضه اولیه

متغیر وابسته	متغیر مستقل	پروپ	رابطه
بازدهی غیر متعارف روزاول (ABR1)	نوع صنعت (INDUSTRY)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	سن شرکت در زمان (AGE) عرضه	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	ارزش بازاری (MC)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن (GOVERNMENT)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	شرایط بازار از نظر رکود یا رونق (HOT)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد

متغیر وابسته	متغیر مستقل	پروپ	رابطه
بازدهی غیر متعارف روز سوم (ABR3سوم)	نوع صنعت (INDUSTRY)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	سن شرکت در زمان (AGE) عرضه	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	ارزش بازاری (MC)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن (GOVERNMENT)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	شرایط بازار از نظر رکود یا رونق (HOT)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
بازدهی غیر متعارف (ABR5روزپنجم پنجم)	نوع صنعت (INDUSTRY)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	سن شرکت در زمان (AGE) عرضه	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	ارزش بازاری (MC)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن (GOVERNMENT)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
	شرایط بازار از نظر رکود یا رونق (HOT)	بزرگتر از ۰,۰۵	وجود ندارد
بازدهی غیر متعارف ۱ ماه (ABRM1 اول)	نوع صنعت (INDUSTRY)	کوچکتر از ۰,۰۵	وجود دارد
	سن شرکت در زمان (AGE) عرضه	کوچکتر از ۰,۰۵	وجود دارد
	ارزش بازاری (MC)	کوچکتر از ۰,۰۵	وجود دارد
	نوع عرضه از نظر دولتی یا خصوصی بودن (GOVERNMENT)	کوچکتر از ۰,۰۵	وجود دارد
	شرایط بازار از نظر رکود یا رونق (HOT)	کوچکتر از ۰,۰۵	وجود دارد

۵- نتیجه گیری و بحث

همانطور که در بخش نتایج پژوهش در جدول ۲ مشاهده می‌شود متغیرهای ساختاری تنها بر بازدهی غیر متعارف ماه اول پس از عرضه موثر هستند در بین متغیرهای مستقل مورد استفاده تنها متغیر نوع صنعت است که همچنان بر بازدهی غیر متعارف عرضه اولیه در دوره‌های مختلف (روز اول، روز سوم و ماه اول) بی‌تاثیر است. همچنین طبق نتایج به دست آمده از جدول بالا همانطور که ملاحظه می‌شود تنها فرضیه رابطه عوامل ساختاری با بازدهی غیر متعارف در ماه اول تایید می‌گردد.

از نظر تاثیرگذاری متغیرهای مستقل تعریف شده در تحقیق بر روی بازده غیر متعارف عرضه اولیه؛ بر اساس نتایج جدول فوق و رابطه محاسباتی تعریف شده، متغیر سن شرکت دارای رابطه منفی با بازدهی غیر متعارف عرضه اولیه است یعنی وقتی بازار عرضه اولیه از تب اولیه خود می‌افتد و خریداران به عوامل ساختاری توجه می‌کنند، هرچه سن شرکت از زمان تاسیس آن بیشتر گذشته باشد، با توجه به مشخص تر شدن شرایط عملیاتی آن، بازدهی غیر متعارف آن کمتر است. مشابه سن شرکت همین نتیجه برای متغیر اندازه نیز وجود دارد.

بعبارتی در شرکتهایی با اندازه بزرگتر؛ بازده های غیر عادی ناشی از عرضه اولیه نسبت به شرکتهای که از نظر اندازه کوچکتر هستند؛ کمتر خواهد بود. اندازه شرکت در این تحقیق با متغیر ارزش روز یا ارزش بازاری سهام قابل عرضه در بازار معرفی شده است که علاوه بر حجم سرمایه اولیه سایر پتانسیل های درونی شرکت را نیز در خود داشته باشد. همچنین شرایط بازار نیز بعنوان متغیر مستقل دیگر بر بازدهی غیر متعارف عرضه اولیه تاثیر گذار است و تاثیر گذاری آن از نوع مثبت می باشد، به بیانی دیگر اگر عرضه اولیه در شرایط رونق بازار صورت پذیرد با فرض ثابت بودن سایر متغیرهای تاثیر گذار بر بازده غیر متعارف عرضه اولیه، این زمان عرضه نسبت به عرضه اولیه ای که در شرایط رکود بازار سرمایه انجام می شود بازده کوتاه مدت بیشتری را برای خریداران به همراه خواهد داشت.

با توجه به سوابق تحقیقات همسوی اشاره شده با این تحقیق که در بخش پیشینه ادبیات در صفحات قبل معرفی گردید، یافته های فوق در این بخش از تحقیق نتیجه تحقیق ایمانی (۱۳۸۵) "بررسی قیمت گذاری سهام شرکت هادر عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران"؛ را از بعد نوع صنعت بر قیمت عرضه اولیه و بالتبع آن بازده کوتاه مدت تایید نمی کند (چرا که بر اساس نتایج تحقیق حاضر نوع صنعت تاثیری بر قیمت عرضه اولیه و بازده کوتاه مدت سهم ندارد)، اما از بعد متغیر زمان عرضه (یا همان شرایط بازار) نتیجه همسو با این تحقیق است. همچنین نتایج بدست آمده در این تحقیق با نتایج تحقیق باقر زاده (۱۳۸۶) تحت عنوان "نقش اطلاعات حسابداری در قیمت گذاری سهام جدید الوردوبه بورس اوراق بهادار تهران" در خصوص قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه اولیه نسبت به قیمت معاملاتی سهام در پایان ماه اول؛ همسوی باشند و نتایج آن تحقیق را تایید می کند. تحقیق قائمی (۱۳۸۵) تحت عنوان "بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" از بعد تاثیر مثبت شرایط بازار بر بازده کوتاه مدت عرضه های اولیه؛ و تحقیق وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۰) با عنوان "شناسایی عوامل موثر بر بازده غیر عادی در عرضه های اولیه سهام شرکت های جدیدالورود در بورس اوراق بهادار" از بعد معناداری ارتباط بین، متغیرهای اندازه شرکت و نوع مالکیت بر قیمت عرضه اولیه، نیز نتایجشان همسو با نتایج تحقیق حاضر است. همچنین نتایج این بخش از تحقیق با تحقیق نیکبخت و همکاران (۱۳۸۷) با عنوان "تبیین عوامل موثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" از بعد همسویی متغیر های اندازه شرکت، نوع صنعت و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام با نتایج این تحقیق همخوانی دارد.

در رابطه با متغیر نوع عرضه، با توجه به اینکه متغیر مجازی مربوطه برای عرضه های انجام شده توسط خصوصی سازی یک و برای سایر عرضه ها صفر است، و نیز با توجه به ضریب بدست آمده برای آن در مدل معرفی شده که منفی و معنی دار است مشخص می گردد که عرضه های دولتی عموماً بازدهی های غیر متعارف کمتری دارد؛ به عبارت دیگر دولت (خصوصی سازی) شرکتهای را چندان ارزان به عموم واگذار نکرده است. این یافته منطبق با تحقیقات خارجی: ولج و ریتر (۲۰۰۲) تحت عنوان "نقدی بر فعالیت عرضه عمومی اولیه سهام، قیمت گذاری و تخصیص"، و تحقیق تیان (۲۰۰۷) با عنوان "ارزان فروشی نظام مند در بورسهای شانگهای و شنزن" و همین طور تحقیقات داخلی: ایمانی (۱۳۸۵) "بررسی قیمت گذاری سهام شرکت هادر عرضه اولیه در

بورس اوراق بهادار تهران" و تحقیق عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) با عنوان "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام شرکت های جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" که عملکرد سهام شرکتهای جدید ورود به بورس ایران را مشابه بازارهای سرمایه در کشورهای دیگر دانسته اند، می باشد اما نتایج تحقیق قائمی (۱۳۸۵) تحت عنوان "بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" راز جهت بیان عدم ارتباط نوع مالکیت و بازده سهام در تحقیق مذکور؛ تایید نمی کند.

سایر تحقیقات اشاره شده در بخش پیشینه تحقیق این مقاله، با توجه به اینکه متغیر های مستقل دیگری جدا از متغیرهای این تحقیق را مورد ارزیابی قرار داده بودند در این بخش نیامده است. اما بعنوان تحقیقات همسو و تکمیلی موضوع این تحقیق در بخش ادبیات موضوعی به نتایج آنها اشاره شده است.

فهرست منابع

- * آذر، عادل (۱۳۷۳). تبیین آماری فرضیات در پژوهش‌های مدیریتی- رفتاری، دانش مدیریت، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، پاییز ۱۳۷۳، شماره ۲۶.
- * ایمانی (۱۳۸۵). بررسی قیمت گذاری سهام شرکتهای در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار.
- * آشتاب (۱۳۸۶) بررسی رابطه بین دقت پیش بینی سود و بازده غیر عادی سهام شرکت های جدید ورود به بورس .
- * باقر زاده (۱۳۸۶) نقش اطلاعات حسابداری در قیمت گذاری سهام شرکتهای جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران.
- * قائمی (۱۳۸۵) بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکتهای جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران.
- * عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام شرکت های جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران .
- * مهرانی (۱۳۸۸) بررسی وجود بازده غیر عادی در سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط مبین وجود بازده غیر عادی .
- * نصراللهی (۱۳۸۸) ارزیابی روند بازدهی سهام شرکتهای خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار
- * وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۰) شناسایی عوامل موثر بر بازده غیر عادی در عرضه های اولیه سهام شرکت های جدید ورود در بورس اوراق بهادار
- * کریم شاهی (۱۳۹۴) مقایسه بازده عرضه اولیه و عرضه بازار
- * نیکبخت و همکاران (۱۳۸۷)، تبیین عوامل موثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام شرکتهای جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران.
- * Allen, D.E., Morkel-Kingsbury, N.J., Piboonthanakiat, W., 1999. The long-run performance of initial public offerings in Thailand. Appl. Finan. Econ. 9, 215–232.
- * Baker, M., Wurgler, J., 2000. The equity share in new issues and aggregate stock returns. J. Finance 55, 2219–2257.

- * Chemmanur, T., Fulghieri, P., 1999. A theory of the going-public decision. *Rev. Finan. Stud.* 12, 249–279.
- * Helwege, J., Liang, N., 2001. Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets, Working Paper, Ohio State University and Board of Governors of the Federal Reserve System.
- * Ibbotson, R.G., Jaffe, J.F., 1975. Hot issue markets. *J. Finance* 30, 1027–1042.
- * Ibbotson, R.G., Sindelar, J., Ritter, J., 1988. Initial public offerings. *J. Appl. Corp. Finance* 1, 37–45.
- * Ljungqvist, A., Wilhelm, W.J., 2003. IPO pricing in the dot-com bubble. *J. Finance* 58, 723–752.
- * Lucas, D., McDonald, R.L., 1990. Equity issues and stock price dynamics. *J. Finance* 45, 1019–1043.
- * Ritter, J.R., 1984. The hot issue market of 1980. *J. Bus.* 57, 215–240.
- * Zingales, L., 1995. Insider ownership and the decision to go public. *Rev. Econ. Stud.* 62, 425–448

یادداشت‌ها

¹ Abnormal Return

² Long-Run Price Underperformance

³ Underpricing

⁴ Hot IPOs

⁵ fixed-price

⁶ Nasdaq

⁷ Leader

⁸ Book runner

⁹ Call Auction

¹⁰ Eckbo, 2008, pp. 14 & 15

¹¹ Akerlof, 1970

¹² Rock, 1983

¹³ Allen & Faulhaber, 1989; Grinblatt & Hwang, 1989; Welch, 1989; Ibbotson, 1975

¹⁴ Ibbotson, 1975; Logue, 1973

¹⁵ Tinic, 1988

¹⁶ Hughes & Thakor, 1992

¹⁷ Drake & Vetsuypens, 1993

¹⁸ Welch, 1992

¹⁹ Habib & Ljungqvist, 2001

²⁰ Ljungqvist et al., 2006

²¹ Gratton-Lavoie, 2000, pp. 46-56

²² Vickers & Yarrow, 1988, p. 14

²³ Chong & Riano, 2006, pp. 3-29

²⁴ Huang, 1998, p. 8

²⁵ Pons-Sanz, 2005, p. 16

²⁶ Tian, 2007

²⁷ GUO, 2004

²⁸ Bhagat et al., 2003

²⁹ Yetman, 2001

³⁰ Derian & Woomak, 2002

³¹ Firth, 1998

³² Kelin, 1996