

The Effect of Investors' Behavioral Bias on IPO Return: Moderator Role of Audit Quality and Firm Growth

Hamed Sadeqi*, Abbas Ali Daryaei**

Research Paper

Abstract

The present study seeks to answer the question of whether there is a relationship between investor behavioral bias and short-term returns of initial public offering (IPO) or not and whether this relationship is affected by audit quality (audit size) and the firm growths of be moderated or not? In this research, the data of 172 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) during the years 2008-2021 have been used. To measure investors' interest in lottery through the expected skewness criterion as well as short-term cumulative return, it is calculated within 10 working days after the offer. Regression test was performed based on cross-sectional regression. The results of the study indicate that the direct relationship between the investors' preference for skewness and short-term returns of IPO and higher audit quality (audit size), reduces the amount of the effect. Also, the intensity of this effect is less in companies that have less growth options than the average than companies that have more growth options than the average.

Keywords: IPO Returns; Behavioral Bias; Skewness; Audit Quality; Firm Growth.

Received: 2021.June.11, Accepted: 2021.November.27.

* Master of Accounting, Imam Khomeini International University, Qazvin, Iran.

**Assistant Prof, Department of Accounting, Imam Khomeini International University, Qazvin, Iran
(Corresponding Author). E-Mail: a.a.daryaei@soc.ikiu.ac.ir

اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران بر بازده عرضه اولیه عمومی: نقش تعدیلگر کیفیت حسابرسی و رشد شرکت

حامد صادقی*، عباسعلی دریائی**

مقاله پژوهشی

چکیده

پژوهش حاضر در پی پاسخ به این پرسش است که آیا بین سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده عرضه اولیه در کوتاه‌مدت رابطه وجود دارد یا خیر و در ادامه آیا این رابطه تحت تأثیر کیفیت حسابرسی (اندازه مؤسسه حسابرسی) و رشد شرکت تعدیل می‌شود یا خیر. در این پژوهش از داده‌های ۱۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۹-۱۳۸۸ استفاده شده است. برای اندازه‌گیری علاقه به بخت‌آزمایی سرمایه‌گذاران از طریق معیار چولگی مورد انتظار آنان و همچنین بازده تجمعی کوتاه‌مدت، در طی ۱۰ روز کاری پس از عرضه محاسبه شده است. آزمون تحلیل داده‌ها بر اساس تحلیل داده‌های مقطعی انجام گرفت. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر اثر مثبت چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران بر بازده عرضه اولیه در کوتاه‌مدت است و کیفیت حسابرسی بیشتر (اندازه مؤسسه حسابرسی)، میزان اثر مذکور را تقلیل می‌دهد. همچنین شدت این اثر در شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد کمتری نسبت به میانگین دارند کمتر از شرکت‌هایی است که فرصت‌های رشد بیشتری نسبت به میانگین دارند.

کلیدواژه‌ها: بازده کوتاه‌مدت عرضه اولیه؛ سوگیری رفتاری؛ چولگی؛ کیفیت حسابرسی؛
رشد شرکت.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۰۳/۲۱، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۰/۰۹/۰۶.

* کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران.

** استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران (نویسنده مسئول).

E-Mail: a.a.daryaei@soc.ikiu.ac.ir

۱. مقدمه

سهام شرکت‌هایی که برای اولین بار در بازار سرمایه عرضه می‌شود در روزهای آغازین و حتی در طول چند هفته اول نسبت به بازار بازدهی بیشتری کسب می‌کنند، علی‌رغم بازدهی بالای سهام این شرکت‌ها در روزهای ابتدایی، در بلندمدت بازدهی سهام این شرکت‌ها عملکرد ضعیف‌تری نسبت به شرکت‌های مشابه در بازار دارند [۲۷، ۱]. که این امر ممکن است ناشی از کاهش خوشبینی سهامداران و بازیگران بازار، نسبت به چشم انداز این شرکت‌ها در بلندمدت باشد. به عبارت دیگر این احتمال وجود دارد که سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران سبب کاهش بازدهی عرضه‌های اولیه در بلندمدت باشد. بنابراین انتظار بر آن است که سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران نقش مهمی در بازده عرضه اولیه ایفا کند [۶].

در عصر حاضر، نقش اساسی اطلاعات در توسعه و پیشبرد اهداف جوامع برکسی پوشیده نیست. بازار سرمایه هم به عنوان یک نهاد مالی بر محور اطلاعات متمرکز است؛ تأمین اطلاعات قابل اتکا، شفاف و با کیفیت یکی از نیازهای اصلی فعالان بازار و سرمایه‌گذاران جهت تصمیم‌گیری اقتصادی آگاهانه مناسب است و یکی از عواملی که می‌تواند بر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد صورت‌های مالی قابل اتکا و با کیفیت است [۹]. حساب‌رسان مستقل به سبب داشتن تعامل با مدیریت و هیأت مدیره شرکت‌ها و اظهارنظر پیرامون صورت‌های مالی شرکت‌ها بر قابلیت اتکا و کیفیت صورت‌های مالی اثر می‌گذارند. حساب‌رسان مستقلی که دارای صلاحیت و تخصص کافی و تجربه حرفه‌ای هستند، مشتریان خود را وادار به تهیه صورت‌های مالی با کیفیت می‌کنند [۳۳]. در واقع کیفیت حسابرسی می‌تواند بر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد و اثر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر بازده عرضه‌های اولیه را تعدیل کند.

یکی از عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان فرصت‌های رشد شرکت است؛ رشد شرکت نشان دهنده توانایی بالقوه مدیریت آن در استفاده از دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری مناسب و سودآوری است [۳۶]. به عبارت دیگر فرصت‌های رشد شرکت نمایانگر چشم‌انداز آتی آن است و تمایلات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار داده و به تبع آن در سرمایه‌گذاری‌های آنان اثرگذار است. بنابراین که اثر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر بازده عرضه‌های اولیه عمومی در شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد بالایی برخوردارند، متفاوت است با شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد پایینی دارند [۲۹].

با وجود این که پژوهش‌های متعددی در زمینه سوگیری‌های رفتار سرمایه‌گذاران انجام شده، اما پژوهش‌های اندکی به بررسی اثر این پدیده بر بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه عمومی پرداخته‌اند، در این پژوهش به دنبال بررسی اثر سوگیری‌های رفتار سرمایه‌گذاران بر بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه عمومی هستیم؛ اهمیت و نوآوری پژوهش حاضر بررسی این مهم

است که آیا اثر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر بازده کوتاه‌مدت عرضه اولیه عمومی تحت تأثیر کیفیت حسابرسی (اندازه مؤسسه حسابرسی) ارائه شده قبل از عرضه قرار می‌گیرد و کیفیت اطلاعات حسابرسی شده توسط مؤسسات بزرگ منجر به کاهش سوگیری رفتاری خواهد شد. همچنین در پژوهش حاضر این موضوع بررسی خواهد شد که آیا رابطه بین سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه اولیه عمومی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا و پایین تفاوت معناداری دارد؟

به منظور انعکاس چارچوب این پژوهش، در ادامه ابتدا در بخش دوم پژوهش تحت عنوان مبانی نظری و پیشینه پژوهش: به صورت مفصل و مفید نگاهی به مبانی نظری پشتوانه پژوهش حاضر شده و پژوهش‌های پیشین مشابه بررسی خواهد شد. همچنین اهمیت متغیرهای استفاده شده در این پژوهش بررسی و به صورت نظری هر یک از آن‌ها و روابط میان آن‌ها تشریح شده‌است و در نهایت پیشینه مختصری از پژوهش‌های پیشین مشابه داخلی و بین‌المللی بیان می‌شود. پس از آن در بخش سوم تحت عنوان روش‌شناسی پژوهش: روش تحقیقی که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته شده است تبیین می‌شود و فرضیه‌های پژوهش به صورت مجزا بیان می‌شود. تعریف عملیاتی متغیرها، جامعه آماری، روش پردازش داده‌ها، مدل مورد استفاده و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها هر کدام توضیح داده می‌شود. سپس در بخش چهارم تحت عنوان تجزیه و تحلیل داده‌ها: یافته‌ها و اطلاعات حاصل از آزمون آماری داده‌ها تجزیه و تحلیل شده و در دو بخش آمار توصیفی و استنباط آماری، ابتدا نگاهی به آماره‌های پراکندگی داده‌های جمع‌آوری شده و سپس مدل‌های مختلف تجزیه و تحلیل داده‌ها ارائه و نتایج آزمون‌های آماری بیان می‌شود. همچنین در بخش پنجم تحت عنوان بحث و نتیجه‌گیری: به ارزیابی و تشریح نتایج به دست آمده از طریق آزمون‌های آماری پرداخته می‌شود، سپس این نتایج با نتایج پژوهش‌های پیشین و مرتبط انجام شده مقایسه گردید. در نهایت در بخش ششم تحت عنوان پیشنهادها و محدودیت‌ها: محدودیت‌های احتمالی برای تعمیم نتایج ارائه شده و یکسری پیشنهادها برای انجام پژوهش در این حیطه توسط پژوهشگران دیگر ارائه شده است.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نتایج بسیاری از پژوهش‌های گذشته نشان می‌دهد که عرضه‌های اولیه عمومی در روزهای آغازین، بازده بیشتری نسبت به بقیه بازار کسب می‌کنند [۵،۲۷]. با این حال در بلندمدت بازده سهام جدید کمتر از بازده بازار است که از آن تحت عنوان «معمای عملکرد کمتر سهام جدید» نام برده شده است [۱]. در واقع شرکت‌هایی که عرضه عمومی اولیه دارند، عموماً در طول یک دوره سه ساله با افت قیمت سهام روبرو هستند این افت قیمت در بلندمدت، بیانگر خوش بینی متوسط عموم سرمایه‌گذاران، نسبت به آینده این شرکت هاست [۱۹]. ارزش سهام در اولین عرضه عمومی غالباً توسط سرمایه‌گذاران خوش‌بین تعیین می‌شود اما پس از گذشت مدتی و با

قرار گرفتن اطلاعات بیشتر در اختیار عموم، انتظارات افراد واقعی‌تر شده و مقدار بازده بلندمدت کوچکتر می‌گردد [۲۸]. تاکنون پژوهشگران در توضیح عوامل مؤثر بر بازده عرضه‌های اولیه عمومی، دلایل متعددی را ارائه کرده‌اند که اغلب آن‌ها بر عدم تقارن اطلاعاتی بین ناشران اوراق و سرمایه‌گذاران متمرکز است. عدم تقارن اطلاعاتی، زمانی وجود دارد که اطلاعات به صورت اشکال متنوع و همچنین در زمان‌های مختلف، در بازار توزیع می‌شود و اطلاعات یک گروه (مانند مدیران) بیشتر از سایر گروه‌ها (مانند سرمایه‌گذاران) باشد. که همه این‌ها زمینه کسب سودهای غیرمجاز و رانتی توسط اشخاص ثالث را فراهم می‌نماید. بر اساس تئوری نمایندگی، تضاد منافع موجود میان مدیران و سرمایه‌گذاران باعث می‌شود که مدیران شرکت به دلیل نیل به منافع بیشتر، از افشای برخی اطلاعات درباره جنبه‌های آتی شرکت خودداری کنند. در نتیجه عدم افشای اطلاعات با اهمیت در خصوص جنبه‌های آتی شرکت، در نهایت ممکن است سبب ایجاد بازده غیرعادی برای سهام شرکت شود. در حقیقت عدم افشای کافی اطلاعات، مسبب به اشتباه افتادن سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی جریان سودهای آتی می‌شود و در نهایت منجر به ارزش‌گذاری نادرست سهام می‌گردد [۸]. برای سال‌های متمادی، تئوری مطلوبیت مورد انتظار، مبنای پژوهش‌های مالی بود. بر اساس این تئوری، سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی دارند یعنی در هنگام تصمیم‌گیری عواطف و احساسات خود را دخیل نمی‌کنند و براساس عقلانیت عمل می‌کنند و با عینیت اقدام به تصمیم‌گیری می‌کنند در واقع انسان عقلایی فردی است که در نظر دارد با تحمل کمترین هزینه به هدف خاص خود برسد اما پژوهش‌های اخیر، بیشتر به تأثیر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران توجه کرده‌اند [۲۳].

در طول دهه‌های اخیر، حوزه مالی وارد دوران فکری جدیدی شده است، مالی رفتاری به عنوان حوزه تازه‌ای از پژوهش‌های مالی به کنکاش در عوامل روان‌شناسانه‌ی مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌پردازد. به عقیده اندیشمندان علوم رفتاری و تصمیم‌گیری، قضاوت‌های افراد تحت تأثیر شرایط خاص دچار خطاهای ذهنی می‌شود که این موضوع می‌تواند به انتظارات نادرست و نامعقول سهامداران و به تبع آن قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار و سرانجام منجر به تصمیم‌گیری‌های نادرست و نامعقول شود. رویکرد حاضر بر اشتباهات روزمره ناشی از تفکرات سرمایه‌گذاران متمرکز است [۴]. ارائه تئوری چشم‌انداز^۱ توسط کاهنمن و تورسکی^۲ (۱۹۷۹)، مبنای معرفی انواع سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را پایه‌گذاری نمود. این تئوری حاکی از آن است که در امر تصمیم‌گیری، رفتار تصمیم‌گیرنده همواره عقلایی نیست و تصمیم‌گیرنده قبل از اینکه بخواهد انتخاب کند یا به عبارتی تصمیمی را اتخاذ کند، شروع می‌کند به پالایش اطلاعات در دسترس و در ادامه راه حل‌های احتمالی را به تدریج کاهش

^۱ Prospect Theory

^۲ Kahneman and Tversky

می‌دهد [۲۲]. یکی دیگر از تئوری‌های رفتاری مطرح شده آنان پیرامون قیمت گذاری اوراق بهادار تئوری چشم‌انداز تجمعی است. این تئوری بر این دلالت دارد که ریسک پذیر بودن و ریسک‌گریز بودن انسان‌ها یک امر مطلق و همیشگی نیست و در واقع یک امر نسبی است که بر اساس یک نقطه مرجع تعیین می‌گردد، بر اساس این تئوری، سرمایه‌گذاران حقیقی به شرط بندی بر روی سهام علاقه‌مندند، به گونه‌ای که در مواجهه با سودهایی با احتمال دستیابی پایین یا زیان‌هایی با احتمال دستیابی بالا ریسک پذیرند و در مقابل، در مواجهه با سودهایی با احتمال دستیابی بالا یا زیان‌هایی با احتمال دستیابی پایین ریسک‌گریزند. در واقع سرمایه‌گذاران به بخت‌آزمایی روی سهام دارای بازده‌های بسیار بزرگ با احتمال اندک علاقه‌مندند و رفتاری غیر قابل انتظار و غیر منطقی را از خود بروز می‌دهند. در پژوهش حاضر به بررسی این مهم می‌پردازیم که آیا سوگیری‌های رفتاری ناشی از علاقه به شرط بندی، قیمت گذاری عرضه‌های اولیه عمومی را تحت تأثیر قرار می‌دهد [۲۲، ۱۱]. ژو و نیو^۱ (۲۰۱۶) دریافتند که، سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران می‌تواند باعث تغییر در رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع شود و در نهایت بر قیمت سهام اثر می‌گذارد. با اینحال این اثرگذاری، در دوره بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران با هم متفاوت است.

حسابرسی به دلیل داشتن نقش اعتباردهندگی همواره مورد توجه سرمایه‌گذاران بوده و در تصمیم‌گیری آنان اثرگذار است [۲۱]. حسابرسان مستقل با کیفیت، به سبب برخورداری از دانش و مهارت کافی، صاحبکاران خود را به ارائه صورت‌های مالی با کیفیت‌تر و قابل اتکاتر وادار می‌کنند. یکی از راه‌های افزایش رفاه عمومی و بهبود اقتصادی جذب سرمایه‌گذاران است و سرمایه‌گذاران مذکور نیز خواهان اطلاعات و گزارش‌های تأیید شده به وسیله حسابرسان مستقل می‌باشند. به منظور اعتبار بخشیدن به صورت‌های مالی، حسابرسان جهت انجام وظیفه خود باید معیار های کیفیت حسابرسی را به کار گیرند [۱۷]. نظریه اندازه مؤسسه حسابرسی اولین بار توسط دی انجلو^۲ (۱۹۸۱) مطرح شد و او اندازه مؤسسه حسابرسی نماینده‌ای از کیفیت حسابرسی می‌داند؛ به عقیده او کیفیت حسابرسی غیر قابل ملموس و ارزیابی آن هزینه بردار است. از این رو یک راه حل ساده برای صاحبکاران این است که به متغیرهایی اتکا کنند که در عین این که با کیفیت حسابرسی مرتبط هستند ارزیابی آن‌ها هزینه بالایی را در پی نداشته باشد. مؤسسه‌های حسابرسی بزرگ‌تر برای حفظ و افزایش شهرت خود در جامعه و همچنین حفظ مشتریان خود، انگیزه بیشتری برای ارائه خدمات حسابرسی با کیفیت بالاتر دارند؛ زیرا زیان اقتصادی ناشی از کوتاهی در کشف و گزارش تحریفات با اهمیت برای آن‌ها قابل ملاحظه است. از اینگونه مؤسسات به سبب در اختیار داشتن منابع و امکانات بیشتر جهت آموزش حسابرسان خود و انجام

^۱ Zhu and Niu

^۲ De Angelo

آزمون‌های مختلف، انتظار می‌رود خدمات حسابرسی را با کیفیت بالاتری ارائه کنند [۱۳]. بهارمقدم و جوکار (۱۳۹۷) نشان دادند، که گزارش‌های حسابرس سبب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابداری شده و بر سوگیری احساسی سرمایه‌گذاران در قیمت گذاری سهام تأثیر گذار است؛ در حالی که اندازه مؤسسه حسابرسی دارای اثر تعدیل‌کنندگی نمی‌باشد و اثری بر سوگیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ندارد.

بر اساس تئوری جایگزین کارایی و بازده شرکت‌هایی سهم بیشتری از بازار را در اختیار دارند، از درآمد و فروش بیشتر نیز بهره‌مند می‌باشند و در نتیجه از فرصت‌های رشد زیادی برخوردار هستند، این گونه شرکت‌ها به تبع نیاز بیشتری نیز به جذب سرمایه دارند و مایل به تأمین مالی از طریق انتشار سهام و اهرم‌های مالی می‌باشند [۳۶]. رشد شرکت نیازمند تدوین برنامه و انجام کار به صورت هدفمند و بکارگیری تصمیمات استراتژیک است. مجموعه استراتژی‌های اتخاذ شده شرکت مانند رشد فروش، رشد دارایی و رشد اقتصادی سبب بهبود عملکرد شرکت در کوتاه‌مدت و بلندمدت می‌شود و در ادامه بهبود عملکرد شرکت نیز منجر به استقبال سرمایه‌گذاران از سهام شرکت و در نهایت افزایش بازدهی آن می‌شود [۲۹]. بنابراین، متغیر رشد می‌تواند نقش چشمگیری در جذب سرمایه‌گذاران از سهام شرکت بازی کند. همچنین ممکن است احساسات سرمایه‌گذاران، تحت تأثیر فروش و سودآوری بعضی از شرکت‌ها قرار گرفته و در همین راستا آنان را به خرید بیشتر سهام یک گروه از شرکت‌ها ترغیب شوند [۱۱].

با وجود پژوهش‌های متعدد انجام شده در باب سوگیری‌های رفتار سرمایه‌گذاران، اما پژوهش‌های اندکی به بررسی اثر این مقوله بر بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه عمومی پرداخته‌اند، پژوهش حاضر با نوآوری در این زمینه بر آن است تا به بررسی این مهم بپردازد. در این پژوهش به دنبال بررسی اثر سوگیری‌های رفتار سرمایه‌گذاران بر بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه عمومی هستیم؛ همچنین اثر اندازه مؤسسه حسابرسی به عنوان بدیل کیفیت حسابرسی و رشد شرکت به عنوان تعدیلگر بر رابطه مذکور بررسی خواهد شد. پرسش اصلی این است که افزایش یا کاهش کیفیت حسابرسی و رشد شرکت تا چه اندازه رابطه بین سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه عمومی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با توجه به مبانی ارائه شده، فرضیه‌های پژوهش حاضر به شرح ذیل تدوین شده است:

فرضیه اول: سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه اولیه عمومی، اثر مثبت و معنادار دارد.

فرضیه دوم: اندازه مؤسسه حسابرسی رابطه بین سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه اولیه عمومی را تعدیل می‌کند.

فرضیه سوم: رابطه بین سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه اولیه عمومی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا و پایین تفاوت معناداری دارد.

جدول ۱. خلاصه پیشینه پژوهش‌های داخلی

ردیف	سال	پژوهشگر	موضوع	نتایج پژوهش
۱	۱۳۹۱	صمدی و همکاران	شناسایی سوگیری‌های رفتاری تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سهام‌داران فردی در خرید و فروش سهام در تالار بورس منطقه ای همدان	یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهام‌داران فردی در خرید و فروش سهام تأثیرگذار است. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سهام‌داران در تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام خود به ترتیب دچار سوگیری‌های نمایندگی، لنگر انداختن، واکنش بیش از حد، اعتماد بیش از اندازه، دنباله روی از جمع، توجه بیش از حد به شایعات، واکنش کمتر از حد شده اند.
۲	۱۳۹۲	حیدرپور و همکاران	تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام	نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی است
۳	۱۳۹۴	عسگری و همکاران	بررسی تأثیر رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران بر جریان نقد آزاد، اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	نتیجه آنست که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد
۴	۱۳۹۵	نیکبخت و همکاران	بررسی رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام	نتایج تجربی پژوهش حاضر نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می‌دهد و سپس بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد. هرچند رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین، تقابل اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، قیمت سهام را در نوسانات بالای عایدات توضیح

می‌دهد. لازم به ذکر است، اطلاعات حسابداری هنگامی که عایدات با ثبات‌تر باشد اثرگذاری بیشتری بر قیمت‌های سهام دارد؛ در حالی که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران هنگامی که عدم اطمینان اطلاعاتی بیشتری وجود دارد بر روی قیمت سهام تأثیر بیشتری می‌گذارد.				
۵	۱۳۹۶	کرمی و حسنی	بررسی اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازده عرضه اولیه عمومی و نقش کیفیت سود در کاهش این اثر	نتایج، حاکی از تأثیر مثبت علاقه به بخت‌آزمایی سرمایه‌گذاران بر بازده کوتاه مدت عرضه‌های اولیه و تقلیل اثر سوگیری یاد شده به وسیله کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری پیش از عرضه است.
۶	۱۳۹۸	اصولیان و بازچی	سوگیری‌های رفتاری، حجم غیرنرمال معاملات و بازده غیرعادی سهام	نتایج نشان می‌دهد توجهات سرمایه‌گذاران و اثر تمایلاتی موجب ایجاد حجم غیرنرمال و بازده غیرعادی می‌گردد.
۷	۱۳۹۹	دهقان بنارکی و همکاران	نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام سازمان بورس و اوراق بهادار تهران	تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران اثرات نامطلوبی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی آن دارد. یافته‌ها حاکی از افزایش توضیح‌دهندگی الگوی قیمت سهام با افزودن شاخص‌های احساسات است و تحت تأثیر حاکمیت شرکتی اثر تصمیمات احساسی کاهش می‌یابد.

جدول ۲. خلاصه پیشینه پژوهش‌های خارجی

ردیف	سال	پژوهشگر	موضوع	نتایج پژوهش
۱	۱۹۹۵	لافران ^۱ و همکاران	معمای مسئله جدید	نتایج پژوهش نشان داد که عرضه‌های اولیه در روزهای نخست خود بازدهی بیشتری نسبت به سایر اوراق حاضر در بازار کسب می‌کنند.
۲	۲۰۱۰	بون ^۲ و همکاران	آیا ۴ مؤسسه بزرگ حسابرسی و گروه دوم حسابرسان کیفیت مشابه را ارائه می‌دهند؟	نتایج پژوهش نشان داد که مؤسسات حسابرسی بزرگتر، دارای سطح انگیزه بیشتری برای حفظ استقلال حسابرس هستند؛ بنابراین سرمایه‌گذاران در

^۱ Loughran

^۲ Boone

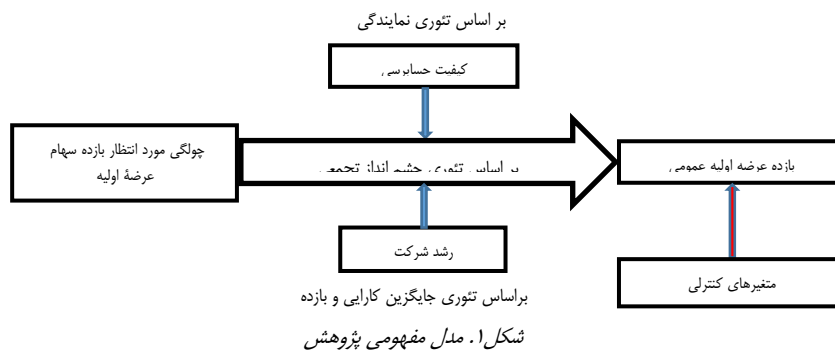
<p>تصمیم‌های خود اندازه موسسه حسابرسی را به عنوان یکی از عوامل کیفیت خدمات حسابرسی در نظر می‌گیرند و در بازار به آن واکنش نشان می‌دهند.</p>			
<p>نتایج پژوهش نشان داد که بسته به جدید بودن اطلاعات موجود در اظهارنظر حسابرسی، نوع گزارش‌های حسابرسی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در مورد قیمت سهام اثرگذار است به این صورت که اظهارنظرهای مشروط حسابرسی دارای یک اثر منفی و اظهارنظرهای مقبول با تاکید بر مطلب خاص ناشی از تدوام فعالیت دارای یک اثر مثبت بر قیمت سهام است.</p>	<p>واکنش بازار سهام به اظهارنظر حسابرسی در مورد شواهد و مدارک ایتالیایی</p>	<p>ایانیو و کالوپو^۱</p>	<p>۲۰۱۵ ۳</p>
<p>نتایج تجربی نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذاران، اطلاعات حسابداری و قیمت سهام رشد سود مورد انتظار و هم نرخ بازده مورد نیاز را تغییر دهد، بنابراین بر قیمت سهام اثر می‌گذارد. با این حال، اثر احساسات در دوره بدبینی آشکارا با اثر آن در احساسات نسبتاً بالا، به شکل ویژه‌ای برای نرخ بازده مورد نیاز متفاوت است. علاوه بر این، اطلاعات حسابداری و احساسات سرمایه‌گذاران هر دو می‌توانند قیمت سهام را توضیح دهند. با این حال، اطلاعات حسابداری برای سهام با سود پایدار، قابل اطمینان‌تر است، در حالی که احساسات سرمایه‌گذاران اثر نامتقارن آشکاری بر قیمت سهام دارد و آن‌ها می‌باید بر سهام با عدم اطمینان بالای اطلاعاتی تمرکز بیشتری داشته باشند.</p>	<p>احساسات سرمایه‌گذاران، اطلاعات حسابداری و قیمت سهام</p>	<p>ژو و نیو</p>	<p>۲۰۱۶ ۴</p>
<p>یافته‌های ما نشان می‌دهد که قیمت نادرست مربوط به احساسات در واقع در زیرمجموعه شرکت‌های دارای اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا کاهش یافته است. هنگامی که</p>	<p>اطلاعات حسابداری، احساس سرمایه‌گذار و قیمت گذاری بازار</p>	<p>کرنل و همکاران</p>	<p>۲۰۱۷ ۵</p>

^۱ Ianniello and Galloppo

احساسات زیاد است، تحلیلگران توصیه‌های مطلوب‌تری را برای شرکت‌هایی ارائه می‌دهند که ارزیابی آن‌ها دشوارتر است، حتی اگر چنان به نظر برسد این شرکت‌ها بیش از حد قیمت دارند و بازده غیرعادی سهام منفی متعاقب آن را نشان دهد. با این حال، این رفتار در زیرمجموعه شرکت‌های دارای ارزش پر از اشکال با اطلاعات حسابداری کم کیفیت متمرکز شده است.

۶	۲۰۱۸	نیراو ^۱ و همکاران	سوگیری رفتاری در بازار عرضه اولیه عمومی	نتایج نشان داد که سوگیری‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری آنان اثر مثبت دارد و به طور کلی سرمایه‌گذاران به ترتیب دارای سوگیری‌های زیان‌گریزی، داستان‌های واقعی، تأخر و اعتماد بیش از حد هستند.
۷	۲۰۲۰	هیرشلیفر ^۲	سوگیری‌های رفتاری و تحلیلگران و سرمایه‌گذاران	یافته‌ها نشان داد تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران بازار سهام به طور یکسان در معرض سوگیری‌های رفتاری هستند و این موضوع تصمیمات آنان را تحت تأثیر قرار می‌دهد. پیش‌بینی‌های تحلیلگران بی‌طرف می‌تواند به طور بالقوه به تصحیح اشتباهات سرمایه‌گذاران کمک کند.

مدل مفهومی پژوهش



^۱ Nirav

^۲ Hirshleifer

۳. روش‌شناسی پژوهش

در پژوهش حاضر به جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل تحلیل داده‌ها خطی چند متغیره و برای تحلیل آماری داده‌ها از نرم‌افزارهای Excel 2016 و Eviews 10 استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر، شامل تمامی شرکت‌های جدیدالورود به بورس که سهام آن‌ها پس از پذیرش و درج در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس عرضه شده در سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ است؛ اطلاعات شرکت‌های نمونه از صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش‌های سالانه هیأت مدیره و از طریق سامانه کدال، تارنمای شرکت مدیریت فناوری بورس تهران و همچنین نرم‌افزار رهاورد نوین جمع‌آوری گردید که با اعمال شرایطی شامل انقطاع زمانی مشخص برای اجرای آزمون و استخراج قیمت‌ها، محدود شده‌اند. به عبارت دیگر، نمونه آماری شامل جامعه آماری با شرایط زیر است:

۱. داده‌های اصلی پژوهش حاضر داده‌های صورت‌های مالی و بازار شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس تهران و فرابورس از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۹ تشکیل می‌دهد. به‌منظور جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیرهای تعدیلگر (کیفیت حسابرسی و رشد شرکت) از اطلاعات صورت‌های مالی و گزارش‌های حسابرسی سال قبل از عرضه جمع‌آوری شده است.
۲. در زمان عرضه اولیه سهم، حداقل دو شرکت هم صنعت به منظور تشکیل توزیع بازده و محاسبه چولگی مورد انتظار وجود داشته باشد.
۳. داده‌های مورد نظر شرکت‌های مذکور در دسترس باشد.

با اعمال شروط بالا، تعداد ۱۶۹ شرکت انتخاب و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از داده‌های آن‌ها استفاده شد.

مدل و متغیرهای پژوهش

به جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش مدل فرضیه‌های شماره اول تا سوم به شرح زیر است:

رابطه (۱)

$$IPO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Skw_{i,t} + \beta_2 Age_{i,t} + \beta_3 MR_{i,t-1} + \beta_4 Hang_{i,t} + \beta_5 Proceed_{i,t} + \beta_6 IndVolat_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t-1} + \beta_8 LEV_{i,t-1} + \beta_9 TANG_{i,t} + \beta_{10} CFO_{i,t} + \beta_{11} SLACK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۲)

$$IPO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Skw_{i,t} + \beta_2 AS_{i,t} + \beta_3 Skw_{i,t} * AS_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 MR_{i,t-1} + \beta_6 Hang_{i,t} + \beta_7 Proceed_{i,t} + \beta_8 IndVolat_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t-1} + \beta_{10} LEV_{i,t-1} + \beta_{11} TANG_{i,t} + \beta_{12} CFO_{i,t} + \beta_{13} SLACK_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۳)

$$IPO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Skw_{i,t} + \beta_2 SG_{i,t} + \beta_3 Skw_{i,t} * SG_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 MR_{i,t-1} + \beta_6 Hang_{i,t} + \beta_7 Proceed_{i,t} + \beta_8 Ind Volat_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t-1} + \beta_{10} LEV_{i,t-1} + \beta_{11} TANG_{i,t} + \beta_{12} CFO_{i,t} + \beta_{13} SLACK_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

تعاریف عملیاتی و نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. تعاریف عملیاتی و نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	نام متغیر	نماد متغیر	نحوه محاسبه
وابسته	بازده کوتاه مدت عرضه اولیه عمومی	$IPO_{i,t}$	تفاوت قیمت پایانی ۱۰ روز بعد از عرضه نسبت به قیمت پایانی روز نخست عرضه
مستقل	چولگی مورد انتظار بازده سهام عرضه اولیه عمومی	$Skw_{i,t}$	چولگی مورد انتظار درصد توزیع بازده هفتگی صنعت مرتبط با سهم عرضه شده، طی شش ماه (۲۵ هفته) قبل از هفته عرضه اولیه است.
تعدیل گر	اندازه مؤسسه حسابرسی	$AS_{i,t}$	بر اساس دستورالعمل طبقه بندی مؤسسات حسابرسی و اشخاص موضوع ماده ۱۰ دستورالعمل مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار اگر مؤسسه حسابرسی در طبقه یک باشد از متغیر مصنوعی یک و در غیر این صورت از متغیر مصنوعی صفر استفاده خواهد شد.
	فرصت های رشد شرکت	$SG_{i,t}$	تقسیم تفاضل فروش سال جاری و گذشته بر فروش سال گذشته شرکت هایی که رشد آنها از میانگین بالاتر باشد از متغیر مصنوعی یک و در غیر این صورت از متغیر مصنوعی صفر استفاده

کنترلی	عمر شرکت	$Age_{i,t}$	لگاریتم طبیعی عمر شرکت در زمان عرضه اولیه
	بازده بازار در ماه قبل	$MR_{i,t}$	بازده شاخص در ماه پیش از عرضه
	سهام باقی مانده	$Hang_{i,t}$	لگاریتم طبیعی (+۱ نسبت سهام باقی مانده به سهام عرضه شده)؛
	لگاریتم عایدات	$Proceed_{i,t}$	لگاریتم طبیعی عایدات ریالی حاصل از عرضه
	نوسان صنعت	$Ind Volat_{i,t-1}$	میانگین انحراف معیار بازده روزانه هریک از سهام موجود در صنعت مرتبط با عرضه اولیه در ماه پیش از عرضه
	بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t-1}$	نسبت سود و زیان خالص به کل دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$ است
	اهرم مالی	$LEV_{i,t-1}$	نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$ است
	مشهود بودن	$TANG_{i,t}$	تقسیم دارایی‌های ثابت بر کل دارایی‌ها
	جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی	$CFO_{i,t}$	تقسیم جریان نقد عملیاتی بر دارایی‌های ابتدای سال
	کساد مالی	$SLACK_{i,t}$	تقسیم وجه نقد بر دارایی‌های ثابت

۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
IPO₁₀	۰/۲۵۰	۰/۲۴۳	۰/۷۱۸	-۰/۱۸۳	۰/۲۰۰
SKW	۰/۲۵۳	۰/۲۳۴	۰/۹۸۷	-۰/۰۳۹	۰/۱۹۸
AGE	۲/۹۸۲	۲/۸۴۰	۴/۱۷	۰/۰۰۰	۰/۷۸۱
MR	۱/۶۳۶	۱/۸۸۴	۷/۶۹۸	-۴/۹۴۵	۲/۷۵۲
HANG	۱/۷۱۳	۱/۶۹۱	۲/۹۹۵	۱/۲۵۸	۰/۱۰۵
Proceed	۱۲/۸۶۳	۱۳/۳۴۲	۲۳/۵۹۵	۴/۰۰۶	۲/۸۴۹
Ind Volat	۰/۱۴۲	۰/۱۳۱	۰/۳۶۰	۰/۱۰۷	۰/۰۲۹
ROA	۰/۲۴۳	۰/۱۶۷	۳/۰۹۳	-۰/۱۹۰	۰/۲۹۹

۰/۲۰۱	۰/۰۳۴	۰/۹۴۲	۰/۵۲۱	۰/۵۰۸	LEV
۰/۲۴۲	۰/۰۰۰	۰/۹۷۹	۰/۲۴۳	۰/۳۰۲	TANG
۰/۳۳۷	-۰/۱۶۱	۲/۴۸۱	۰/۱۲۷	۰/۲۸۶	CFO
۳/۲۲۴	-۳/۰۷۰	۸۶/۱۸۷	۰/۱۳۸	۰/۷۵۹	SLACK
۰/۴۸۳	۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۵۱۲	AS
۰/۷۲۷	-۰/۱۸۰۴	۴/۳۷۳	۰/۲۴۹	۰/۳۹۹	SG

با توجه ب جدول (۴) میزان میانگین بازده عرضه اولیه عمومی در کوتاه مدت حاکی از این امر است که اغلب عرضه‌های اولیه در ده روز ابتدایی از معاملات بازده مثبتی دارند. با این حال هرچه از روز نخست عرضه اولیه می‌گذرد بازده آن نسبت به روزهای ابتدایی کاهش یافته است. میانگین چولگی مورد انتظار سرمایه گذاران تفاوت اندکی با توزیع نرمال دارد همچنین بررسی مشاهدات در این موضوع نشان دهنده افزایش بازده صنعت مرتبط با عرضه اولیه در شش هفته قبل از عرضه است. مقدار بیشینه عمر شرکت مربوط به شرکت دارویی پخش هجرت و کمینه آن مربوط به شرکت فولاد هرمزگان جنوب است. مقدار بیشینه کساد مالی مربوط به شرکت توزیع داروپخش است و کمینه آن مربوط به شرکت پتروشیمی گلستان است. مقدار بیشینه مشهود بودن مربوط به شرکت ماداکتو استیل کرد و کمینه آن مربوط به شرکت گروه پتروشیمی سرمایه‌گذاری ایرانیان جنوب است. مقدار بیشینه جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی مربوط به شرکت کشاورزی مکانیزه اصفهان کشت و کمینه آن مربوط به شرکت شیر پاستوریزه پگاه گیلان است. مقدار بیشینه اهرم مالی مربوط به شرکت پالایش نفت لاوان و کمینه آن مربوط به شرکت توسعه بازرگانی آهن و فولاد میلاد است. مقدار بیشینه بازده دارایی‌ها مربوط به شرکت پتروشیمی پارس و کمینه آن مربوط به شرکت سهامی ذوب آهن اصفهان است.

ثابت بودن واریانس جزء خطا

یکی از فرض‌های رگرسیون خطی ثابت بودن واریانس جزء خطا می‌باشد بدین معنی که، تمام جملات باقیمانده می‌بایست دارای واریانس برابر باشند؛ البته در عمل امکان دارد که این فرض چندان صادق نباشد و به سبب یکسری دلایل گوناگون از جمله: شکل نادرست تابع مدل پژوهش، وجود نقاط پرت در داده‌های گردآوری شده، شکست ساختاری در جامعه آماری پژوهش و ... با این پدیده مواجه شویم. به جهت بررسی و همچنین رفع این مشکل آزمون‌های گوناگونی توسط اقتصاددانان ابداع شده است. در پژوهش پیش رو فرض همسانی واریانس جملات باقیمانده به وسیله آزمون وایت^۱ مورد بررسی قرار گرفته شده است. نتایج حاصل از آزمون وایت

^۱ White

در جدول (۵) نشان داده شده است. از این رو در این مدل‌ها برای رفع مشکل ناهمسانی از گزینه نوی وست^۱ به منظور برطرف کردن آن استفاده شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	مقدار آماره آزمون	سطح معناداری آزمون	نتیجه
مدل اول	۱/۵۶۷	۰/۰۳۷	ناهمسانی واریانس
مدل دوم	۱/۳۸۹	۰/۱۳۵	عدم وجود ناهمسانی واریانس
مدل سوم	۱/۱۴۸	۰/۳۱۹	عدم وجود ناهمسانی واریانس

آزمون هم خطی

در آمار، شدت هم خطی چندگانه به وسیله عامل تورم واریانس^۲ ارزیابی می‌گردد. در واقع این شاخص بیان می‌دارد که چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده به سبب هم خطی افزایش یافته است. هم خطی منجر می‌شود که با وجود عدم معناداری ضرایب در مدل، ضریب تعیین مقدار بالایی داشته باشد. نتایج ارائه شده در جدول‌های زیر فرض عدم وجود همبستگی خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش را تأیید می‌کند؛ بنابراین استفاده از رگرسیون بلا مانع می‌باشد. به طور معمول چنانچه مقدار VIF کمتر از ۱۰ باشد، فرض عدم وجود هم خطی پذیرفته می‌شود.

جدول ۶. آزمون هم خطی مدل اول

نماد متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)	تلورانس (1/VIF)	نتیجه
SKW	۱/۱۸۷	۰/۸۴۲	عدم وجود هم خطی
AGE	۱/۲۰۲	۰/۸۳۱	عدم وجود هم خطی
HANG	۱/۱۵۹	۰/۸۶۲	عدم وجود هم خطی
Proceed	۱/۲۵۷	۰/۷۹۵	عدم وجود هم خطی
ROA	۱/۰۹۳	۰/۹۱۴	عدم وجود هم خطی
LEV	۱/۲۳۱	۰/۸۱۲	عدم وجود هم خطی
TANG	۱/۱۱۲	۰/۸۹۹	عدم وجود هم خطی
CFO	۱/۲۰۳	۰/۸۳۱	عدم وجود هم خطی
SLACK	۱/۱۳۰	۰/۸۸۴	عدم وجود هم خطی
MR	۱/۱۸۴	۰/۸۴۴	عدم وجود هم خطی
Ind Volat	۱/۰۷۷	۰/۹۲۸	عدم وجود هم خطی

^۱ Newey-west

^۲ variance inflation factor=VIF

جدول ۷.۷. آزمون هم خطی مدل دوم

نماد متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)	تولرانس (1/VIF)	نتیجه
SKW	۱/۴۷۷	۰/۶۷۷	عدم وجود هم خطی
AS	۳/۲۲۰	۰/۳۱۰	عدم وجود هم خطی
SKW*AS	۳/۶۲۸	۰/۲۷۵	عدم وجود هم خطی
AGE	۱/۲۲۳	۰/۸۱۷	عدم وجود هم خطی
HANG	۱/۱۶۰	۰/۸۶۲	عدم وجود هم خطی
Proceed	۱/۳۱۲	۰/۷۶۲	عدم وجود هم خطی
ROA	۱/۲۰۸	۰/۸۲۷	عدم وجود هم خطی
LEV	۱/۲۴۳	۰/۸۰۴	عدم وجود هم خطی
TANG	۱/۱۲۸	۰/۸۸۶	عدم وجود هم خطی
CFO	۱/۲۲۶	۰/۸۱۵	عدم وجود هم خطی
SLACK	۱/۱۴۵	۰/۸۷۳	عدم وجود هم خطی
MR	۱/۲۱۴	۰/۸۲۳	عدم وجود هم خطی
Ind Volat	۱/۱۴۹	۰/۸۷۰	عدم وجود هم خطی

جدول ۸.۱. آزمون هم خطی مدل سوم

نماد متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)	تولرانس (1/VIF)	نتیجه
SKW	۱/۴۰۶	۰/۷۱۱	عدم وجود هم خطی
SG	۲/۷۵۸	۰/۳۶۲	عدم وجود هم خطی
SKW*SG	۳/۱۰۰	۰/۳۲۲	عدم وجود هم خطی
AGE	۱/۲۰۶	۰/۸۲۹	عدم وجود هم خطی
HANG	۱/۱۷۱	۰/۸۵۳	عدم وجود هم خطی
Proceed	۱/۲۹۹	۰/۷۶۹	عدم وجود هم خطی
ROA	۱/۰۹۳	۰/۹۱۴	عدم وجود هم خطی
LEV	۱/۲۴۳	۰/۸۰۴	عدم وجود هم خطی
TANG	۱/۱۲۱	۰/۸۹۲	عدم وجود هم خطی
CFO	۱/۲۲۴	۰/۸۱۶	عدم وجود هم خطی
SLACK	۱/۱۳۴	۰/۸۸۱	عدم وجود هم خطی
MR	۱/۲۲۶	۰/۸۱۵	عدم وجود هم خطی
Ind Volat	۱/۱۴۰	۰/۸۷۷	عدم وجود هم خطی

تخمین مدل و تجزیه و تحلیل نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش:

الف) اثر سوگیری رفتاری سرمایه گذاران بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه اولیه عمومی

جدول ۹. نتایج برآورد ضرایب آزمون فرضیه اول

نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
SKW	۰/۴۹	۰/۱۱	۴/۵۴	۰/۰۰
AGE	۰/۰۲	۰/۰۳	۰/۶۹	۰/۱۸
HANG	-۰/۲۷	۰/۳۱	-۰/۸۷	۰/۵۱
Proceed	۰/۰۴	۰/۲۱	۰/۱۹	۰/۰۰
ROA	-۰/۰۳	۰/۰۵	-۰/۷۱	۰/۴۸
LEV	۰/۰۳	۰/۰۶	۰/۵۴	۰/۳۲
TANG	-۰/۰۲	۰/۰۸	-۰/۲۳	۰/۹۰
CFO	-۰/۰۱	۰/۰۱	-۱/۸۳	۰/۰۰
SLACK	۰/۰۲	۰/۰۴	۰/۶۸	۰/۵۶
MR	-۰/۰۰	۰/۰۰	-۰/۱۲	۰/۹۲
Ind Volat	۰/۳۹	۰/۶۹	۰/۵۶	۰/۳۳
C	۰/۴۴	۰/۳۳	۱/۳۳	۰/۷۹
ضریب تعیین	۰/۳۴	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۶
آمار دوربین واتسون	۱/۹۸	آماره فیشر	۴/۵۰	(۰/۰۰)

نتایج حاصل از فرضیه اول، حاکی از آن است که ضریب چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران (۰/۴۹)، عایدات (۰/۰۴) و جریان نقد عملیاتی (۰/۰۱-) در سطح ۱٪ معنادارند. معناداری آماره فیشر (۴/۵۰) در سطح خطا ۹۹٪ نشان می‌دهد که مدل کلی فرضیه معنادار است. ضریب برآوردی متغیر مستقل چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران نمایانگر وجود یک رابطه معنادار میان چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام در سطح خطای ۱٪ است. و این امر بدین دلیل است که میزان احتمال برای ضریب این متغیر مستقل، از ۰/۰۱ کمتر است (۰/۰۰). مقدار ضریب تعیین تعدیل شده بیان دارد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود (۰/۲۶) درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کند. از این رو می‌توان بیان کرد که بین متغیر چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام در سطح ۹۹٪ رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به این شواهد فرضیه اول رد نمی‌شود. با توجه به این نکته که در ایران عرضه اولیه عمومی به روش ثبت سفارش انجام می‌شود و در این روش به جهت برآورد تقاضای خرید و تعیین قیمت پیشنهادی برای سهام آماده عرضه به بازار، مؤسسات تأمین سرمایه مشاوره لازم را به سرمایه‌گذاران نهادی ارائه می‌دهند. پس از آن و در نخستین روز معاملاتی، عرضه اولیه عمومی به جهت فروش به سهامداران خرد، آماده معامله است و با توجه به این نکته که سرمایه‌گذاران نهادی به تشکیل سبد سهام متنوع سازی شده گرایش دارند کمتر از سرمایه‌گذاران خرد تحت تأثیر سوگیری‌های رفتاری قرار می‌گیرند [۷]. در واقع سرمایه‌گذاران خرد در تصمیم‌گیری‌های خود رفتار عقلایی از خود بروز نمی‌دهند و تمایل دارند که به سودهای بسیار بزرگ اما با احتمال

تحقق کم، احتمال وزنی بیش از اندازه واقعی اختصاص دهند [۱۶]؛ این امر در سرمایه‌گذاری منجر به تمایل افراد به شرطبندی روی سهام عرضه اولیه عمومی خواهد شد، به عبارت دیگر افراد در تابع احتمال ذهنی خود، وزن بیشتری را به پیامدهایی اختصاص می‌دهند که بر خلاف اندازه بسیار بزرگی که دارند از احتمال عینی کمی برخوردارند (مشابه با رفتار افراد در باشگاه‌های شرطبندی) [۲۴]. در نهایت این رفتار از سوی آنان سبب می‌شود سهامی که دارای توزیع بازدهی با چولگی راست شدید هستند، بیش از واقع قیمت شوند. در کوتاه‌مدت سبب ایجاد بازده غیرعادی در سهام عرضه اولیه خواهد شد.

(ب) اثر تعدیلی اندازه مؤسسه حسابرسی بر رابطه بین سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه اولیه عمومی

جدول ۱۰. نتایج برآورد ضرایب آزمون فرضیه دوم

نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
SKW	۰/۶۰	۰/۱۸	۳/۲۸	۰/۰۰
AS	۰/۱۳	۰/۰۶	۲/۲۱	۰/۰۱
SKW*AS	-۰/۲۴	۰/۱۲	-۲/۰۸	۰/۰۳
AGE	۰/۰۲	۰/۰۱	۱/۲۶	۰/۰۹
HANG	-۰/۴۱	۰/۴۲	-۰/۹۸	۰/۵۹
Proceed	۰/۰۱	۰/۰۰	۴/۳۵	۰/۰۰
ROA	-۰/۰۳	۰/۰۶	-۰/۵۲	۰/۴۷
LEV	۰/۰۲	۰/۰۳	۰/۶۳	۰/۶۳
TANG	-۰/۰۱	۰/۰۶	-۰/۱۳	۰/۹۸
CFO	-۰/۰۰	-۰/۰۰	-۲/۸۳	۰/۰۰
SLACK	۰/۰۲	۰/۰۴	۰/۶۷	۰/۴۲
MR	-۰/۰۰	۰/۰۰	-۰/۱۸	۰/۸۸
Ind Volat	۰/۵۷	۰/۶۳	۰/۹۱	۰/۲۶
C	۰/۱۴	۰/۴۵	۰/۳۱	۰/۷۵
ضریب تعیین	۰/۳۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۱
آمار دوربین واتسون	۱/۹۴		آماره فیشر	۴/۳۹ (۰/۰۰)

نتایج حاصل از فرضیه دوم حاکی از آن است که ضریب متغیر چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران (۰/۶۰)، اندازه مؤسسه حسابرسی (۰/۱۳)، عایدات (۰/۰۱) و جریان نقد عملیاتی (۰/۰۰) در سطح ۱٪، متغیر تعاملی چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و اندازه مؤسسه حسابرسی (۰/۲۴) در سطح ۵٪، ضریب متغیر عمر شرکت (۰/۰۲) در سطح ۱۰٪ معنادارند. معناداری آماره فیشر (۴/۳۹) در سطح خطا ۹۹٪ نشان می‌دهد که مدل کلی فرضیه معنادار است. ضریب

برآوردی متغیر مستقل تعاملی چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و اندازه حسابرس نشان دهنده اثر منفی و معنادار آن بر روی رابطه بین چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام است و این امر بدین دلیل است که میزان احتمال برای ضریب متغیر تعاملی مستقل، از ۰/۰۵ کمتر است (۰/۰۳). با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده، می‌توان این ادعا را مطرح کرد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود (۰/۲۱) درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. از این رو می‌توان بیان کرد که متغیر تعاملی چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و اندازه حسابرس و رابطه بین چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام را تعدیل می‌کند با توجه به این شواهد فرضیه دوم رد نمی‌شود. سرمایه‌گذاران در برابر اطلاعاتی که از کیفیت پایینی برخوردارند و از درجه اعتبار و قابلیت اتکای پایینی دارند انتظار بازده اضافی دارند. مؤسسه‌های حسابرسی بزرگ‌تر برای حفظ و افزایش شهرت خود در جامعه و همچنین حفظ مشتریان خود، انگیزه بیشتری برای ارائه خدمات حسابرسی با کیفیت بالاتر دارند؛ زیرا زیان اقتصادی ناشی از کوتاهی در کشف و گزارش تحریفات با اهمیت برای آن‌ها قابل ملاحظه است [۱۵]. همچنین مؤسسات حسابرسی بزرگ در مقایسه با سایر مؤسسه‌های حسابرسی، مشتریان بزرگ‌تری دارند، بنابراین توقع بازار برای کشف تحریفات با اهمیت موجود در صورت‌های مالی که توسط آن‌ها حسابرسی می‌شود، بالاتر است [۱۴، ۱۲]. صورت‌های مالی حسابرسی شده توسط شرکت‌های بزرگ‌تر از طریق کاهش ابهام و عدم اطمینان، به سرمایه‌گذاران در امر تصمیم‌گیری و انتخاب سهام مناسب برای سرمایه‌گذاری مناسب کمک می‌کند [۲۱]. بنابراین، هرچه کیفیت حسابرسی و در نتیجه اعتبار و قابلیت اتکای صورت‌های مالی بالاتر باشد، ابهام و عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در برآورد ارزش سهم عرضه شده اولیه کاهش یافته و در نهایت سوگیری‌های رفتاری آنان در عرضه‌های اولیه کاهش می‌یابد.

ج) اثر تعدیلی رشد شرکت بر رابطه بین سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه اولیه عمومی

جدول ۱۱. نتایج برآورد ضرایب آزمون فرضیه سوم

نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معناداری
SKW	۰/۳۶	۰/۰۹	۴/۱۱	۰/۰۱
SG	۰/۰۵	۰/۰۹	۰/۵۸	۰/۰۲
SKW* Growth	-۰/۱۲	۰/۰۴	-۲/۸۳	۰/۰۰
AGE	۰/۰۷	۰/۰۹	۰/۸۰	۰/۳۴
HANG	-۰/۰۶	۰/۱۷	-۰/۳۶	۰/۷۲
Proceed	۰/۰۱	۰/۰۰	۴/۷۳	۰/۰۰
ROA	-۰/۱۰	۰/۲۹	-۰/۳۷	۰/۱۷
LEV	۰/۰۵	۰/۰۷	۰/۶۶	۰/۴۳

۰/۷۴	-۰/۳۳	۰/۳۳	-۰/۱۰	TANG
۰/۰۲	-۰/۴۴۲	۰/۰۰	-۰/۰۰	CFO
۰/۶۶	۱/۴۴	۰/۰۰	۰/۰۰	SLACK
۰/۹۱	۰/۵۴	۰/۰۳	۰/۰۲	MR
۰/۳۶	۰/۴۸	۰/۵۰	۰/۲۴	Ind Volat
۰/۵۵	۰/۶۰	۰/۵۰	۰/۳۰	C
۰/۲۹	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۲	ضریب تعیین
(۰/۰۰) ۵/۰۰	آماره فیشر		۲/۰۳	آمار دوربین واتسون

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم حاکی از آن است که ضریب متغیر چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران (۰/۳۶)، ضریب متغیر تعاملی چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و رشد شرکت (۰/۱۲) و عایدات (۰/۰۱) در سطح ۱٪، رشد شرکت (۰/۰۵) و جریان نقد عملیاتی (۰/۰۰-) در سطح ۵٪ معنادارند. معناداری آماره فیشر (۵/۰۰) در سطح خطا ۹۹٪ نشان می‌دهد که مدل کلی فرضیه معنادار است. ضریب برآوردی متغیر مستقل تعاملی چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و رشد شرکت نشان دهنده اثر منفی و معنادار آن بر روی رابطه بین چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام است و این امر بدین دلیل است که میزان احتمال برای ضریب متغیر تعاملی مستقل، از ۰/۰۵ کمتر است (۰/۰۰). با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده، می‌توان این ادعا را مطرح کرد که متغیرهای مستقل و کنترلی حدود (۰/۲۹) درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. از این رو می‌توان بیان کرد که متغیر تعاملی چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و رشد شرکت و رابطه بین چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام را تعدیل می‌کند با توجه به این شواهد فرضیه سوم رد نمی‌شود. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت رابطه بین سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه اولیه عمومی در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا و پایین تفاوت معناداری دارند. بر اساس تئوری جایگزین کارایی و بازده، منافع موجود در سهم بازار در نتیجه کارایی و نوآوری شرکت است که این خود می‌تواند در نهایت به سود اقتصادی منجر شود. اگر سهم بیشتر بازار، هدف مطلوب باشد، انتظار بر آن است که شرکت‌هایی که سهم بیشتری از بازار را در اختیار دارند، به همان میزان فروش آن‌ها افزایش یافته، درآمدهای بیشتری در آینده کسب کرده و در نتیجه فرصت‌های رشد بیشتری را نیز در اختیار خواهند داشت [۳۷]. صورت‌های مالی شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد کمتری برخوردارند، بیان‌کننده این واقعیت هستند که فروش شرکت نسبت به دوره مالی قبل کاهش داشته و شرکت در فروش محصولات تولیدی یا ارائه خدمات به مشتریان دچار مشکل شده است در مقابل صورت‌های مالی شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد بیشتری برخوردارند، حاکی از این مهم هستند که فروش شرکت نسبت به دوره مالی قبل افزایش داشته و شرکت در فروش محصولات تولیدی یا ارائه خدمات به مشتریان خود تواناتر شده و

سهام بیشتری از بازار را در اختیار گرفته است. در واقع این گونه از شرکت‌ها چشم‌انداز بهتری از آینده خود نشان می‌دهند؛ بنابراین با بررسی فرصت‌های رشد، سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری قادر به ارزش‌گذاری سهام این شرکت‌ها خواهند بود و به عبارتی توانایی آن‌ها در برآورد ارزش سهمی که برای نخستین بار عرضه شده بهبود می‌یابد [۳۶]. سرمایه‌گذاران در خرید عرضه اولیه عمومی شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد کمتری برخوردارند با احتیاط بیشتری عمل می‌کنند.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

در طی سالیان متمادی بررسی پدیده بازده غیرعادی سهام عرضه اولیه در کوتاه‌مدت، یکی از موضوعات جذاب برای پژوهشگران بوده است. گروهی از پژوهشگران مانند ولچ^۱ (۱۹۸۹) رود^۲ (۱۹۸۹)، آلن و فالهابر^۳ (۱۹۸۹) به بررسی این پدیده از منظر عدم تقارن اطلاعاتی میان بازیگران مختلف بازار عرضه اولیه پرداختند. با این حال در سال‌های اخیر و ظهور مالی رفتاری و ارائه تئوری چشم‌انداز تجمعی توسط کاهنمن و تورسکی (۱۹۹۴) گروهی دیگر از پژوهشگران مانند به بررسی و مطالعه این پدیده از منظر سوگیری‌های رفتاری پرداختند. دیدگاه مالی رفتاری بی‌اگر این امر است که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ‌گونه برهان بنیادینی نداشته و سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نقش بسزایی را در تعیین قیمت‌ها ایفا می‌کند [۲۵]. بر اساس مطالعات انجام شده توسط هوانگ و گرین که در آن به تحلیل رفتار افراد در شرط بندی پرداختند، یکی از این سوگیری‌ها که در شرایط ابهام و عدم اطمینان رخ می‌دهد. علاقه سرمایه‌گذاران به شرط بندی روی سهام است که به صورت ترجیح توزیع‌هایی با چولگی راست شدید اندازه‌گیری می‌شود [۴۰]. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول حاکی از آن بود که سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران (ترجیح چولگی)، اثر مثبتی بر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه عمومی دارد. نتیجه این پژوهش با پژوهش‌های [۱۶،۲۳،۳۱،۲۴] مطابقت دارد.

صورت‌های مالی حسابرسی نشده، همواره از درجه اعتبار و قابلیت اتکای کمتری نزد سرمایه‌گذاران برخوردار است زیرا در برخی مواقع ممکن است اطلاعات حسابداری موجود در آن‌ها دارای ابهام و یا تحریف باشد که این خود رابطه بین ارقام حسابداری و واقعیت‌های حسابداری را مخدوش کرده و در نهایت منجر به افزایش ناقصی اطلاعات می‌شود [۹]. مؤسسات حسابرسی بزرگ به جهت حفظ و افزایش موقعیت و شهرت خود در بازار و همچنین به سبب برخورداری از کادری مجرب، انگیزه و توان بیشتری برای کشف تحریفات و ارائه خدمات با کیفیت‌تر دارند. افزایش کیفیت حسابرسی سبب افزایش توان صورت‌های مالی در انتقال اطلاعات شرکت می‌شود و نااطمینانی و ابهامات پیرامون وضعیت شرکت را کاهش می‌دهد [۱۴].

^۱ Welch

^۲ Ruud

^۳ Allen and Faulhaber

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم همین ادعا را تأیید می‌کند. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که کیفیت حسابرسی (اندازه مؤسسه حسابرسی)، موجب ایجاد تفاوت در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌شود و در نتیجه کاهش سوگیری‌های رفتاری آنان را در پی دارد. به بیان دیگر نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم که حاکی از آن بود که اندازه مؤسسه حسابرسی بر رفتار سرمایه‌گذاران اثرگذار است، رد نشد. نتیجه این پژوهش در تضاد با پژوهش [۶] است.

بررسی‌های سوابق تجربی حاکی از آن است که شرکت‌هایی که از فرصت‌های رشد پایین برخوردارند در تأمین مالی دچار مشکل می‌شوند. اکثر شرکت‌های منحل شده به دلیل از دست دادن سهم از بازار و کاهش فروش و به تبع آن کاهش سودآوری به مرحله انحلال کشیده شده اند [۳۷]. یافته‌های آزمون فرضیه سوم نشان داد که اثر سوگیری‌های رفتاری بر بازده کوتاه‌مدت عرضه اولیه عمومی در شرکت‌های دارای رشد بالا از اثر آن در شرکت‌های دارای رشد پایین بیشتر است. در واقع هنگامی که سرمایه‌گذاران به بررسی فرصت‌های رشد شرکتی می‌پردازند که قرار است سهام آن برای نخستین بار در بازار بورس عرضه شود، چشم‌انداز و انتظارات خود نسبت به شرکت را اصلاح نموده و انتظارات پیشین خود را اصلاح می‌نمایند [۲۶] و در نتیجه سوگیری‌های رفتاری خود را کاهش داده و با دید بازتر اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. نتیجه این پژوهش در مطابقت با پژوهش [۱۱] است.

۶. پیشنهادها و محدودیت‌ها

نتایج پژوهش حاضر نشان داد که کیفیت حسابرسی و همچنین فرصت‌های رشد شرکت‌ها می‌توانند نقش مهمی را در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ایفا کنند. بر اساس یافته‌های این پژوهش به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی مخصوصاً سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که با توجه به نقش صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش حسابرس مستقل مربوطه در اتخاذ تصمیم‌های مبتنی بر قضاوت‌های ذهنی و منطقی سرمایه‌گذاران و در نهایت اهمیت آن در بازده کوتاه‌مدت عرضه اولیه عمومی، احتمالات ذهنی پیشین خود را اصلاح کنند و قبل از اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری در عرضه‌های اولیه، به معیارهای کیفیت حسابرسی و رشد شرکت توجه بیشتری را مبذول کنند. تا در نهایت با آگاهی بیشتر و با استدلال اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند. پژوهشگران آتی می‌توانند، برخی از موضوعات و مواردی را که در ادامه پیشنهاد می‌شود را در پژوهش‌های مرتبط آتی مدنظر قرار دهند:

- در پژوهش حاضر از معیار علاقه به شرط‌بندی (یا بخت‌آزمایی) برای بررسی متغیر سوگیری‌های رفتاری استفاده شد. برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود از سایر سوگیری‌های رفتاری مطرح شده استفاده شود.

- در پژوهش حاضر برای بررسی بازده کوتاه‌مدت عرضه اولیه از بازه ۱۰ روز کاری استفاده شد. برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود که بازده عرضه اولیه در سطح بلندمدت با توجه به سایر سوگیری‌های رفتاری مورد بررسی قرار گیرد.
- در پژوهش‌های آتی می‌توان با استفاده از معیار علاقه به شرط‌بندی، اثر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران را در ایجاد حباب‌های قیمتی سهام و بحرآن‌های مالی بررسی کرد. گام نهادن در هر مسیری برای حل یک موضوع و نیل به یک هدف همواره با محدودیت‌هایی همراه است که سبب می‌شود نیل به هدف مدنظر به کندی صورت گیرد، پژوهش حاضر نیز از این امر مستثنی نیست بنابراین هدف از ارائه محدودیت‌های پژوهش، این امر است که به خواننده این پیام داده شود به گونه‌ای که قادر باشد نتایج پژوهش را با آگاهی بیشتری تعمیم دهد و پیرامون فرآیند انجام پژوهش قضاوت عادلانه‌ای داشته باشد. از این رو محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر است:
- با توجه به وضعیت بورس در سال‌های ۱۳۹۸ و ۱۳۹۹ و افزایش قیمت سهام اغلب شرکت‌ها و به دنبال آن افزایش بازده کوتاه‌مدت سهام، نتایج ممکن است متأثر از تغییر در شرایط اقتصادی باشد.
- برای تعیین اینکه در هر سال چه شرکت‌هایی عرضه شده‌اند از لیست منتشر شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار استفاده شد در برخی از موارد، تاریخ زمان عرضه سهام با تاریخ لیست منتشر سازمان، تطابق نداشت، در این حالت، تاریخ اولین معامله صورت گرفته در بورس به عنوان زمان عرضه انتخاب شده است.

منابع

1. Abdoh Tabrizi, H., & Demory, D. (2003). Identifying The Factors Affecting the Long-term Return of Initial Public Offerings on The Tehran Stock Exchange. *University of Tehran: Financial Research*, 5 (15), 50-23. (In Persian)
2. Allen, F., & Faulhaber, G. R. (1989). Signalling by Underpricing in The IPO Market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303-323.
3. Asgari, M., Haji Hasan Memar, E., & Matin Motlagh, M. (2015). Investigating The Effect of Investors' Emotional Tendencies on Free Cash Flow, Optional Accruals and Stock Returns in Companies Listed on The Tehran Stock Exchange in 2009-2013. *International Conference on Modern Research's in Management, Economics and Accounting 2015*. (In Persian)
4. Babajani Mohammadi, S., Mortazavi, S., Maharati, Y., Tehrani, R. (2017). Identifying the main Biases of Investors in The Capital Market of Iran: A Meta-Analysis Study. *Iranian Journal of Management Sciences*, 12(46), 61-80. (In Persian)
5. Bagherzadeh, S. (2011). The Initial Public Offerings Underpricing and Its Determinants in Tehran Stock Exchange. *Human Sciences Modares*, 15(1), 77-107. (In Persian)
6. Baharmoghaddam, M., Jokar, H., shamsaldini, K., & Hamza Nejad, S. (2020). Audit Quality Moderating Effects on The Relation Between Accounting Information Quality and Investment Efficiency. *Empirical Research in Accounting*, 9(4), 271-298. (In Persian)
7. Battalio, R. H., & Mendenhall, R. R. (2005). Earnings Expectations, Investor Trade Size, and Anomalous Returns Around Earnings Announcements. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 289-319.
8. Boone, J. P., Khurana, I. K., & Raman, K. K. (2010). Do the Big 4 and The Second-Tier Firms Provide Audits of Similar Quality? *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(4), 330-352.
9. Bushman, R. M., and Smith, A. J. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 237-333.
10. Chi, J. D., and Gupta, M. (2009). Overvaluation and Earnings Management. *Journal of Banking and Finance*, 33(9), 1652-1663.
11. Cornell, B., Landsman, W. R., and Stubben, S. (2017). Accounting Information, Investor Sentiment, and Market Pricing. *Journal of Law, Finance, and Accounting (JLFA), Forthcoming*, 2(2), 325-345.
12. Daryaei, A.A., Ya. Fattahi, R. Hasani, & H. Sadeqi. (2020). Value of Cash and Accounting Conservatism: The Role of Audit Quality and Firm Growth. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1-23.
13. Davidson, R. A., & Neu, D. (1993). A Note on The Association Between Audit Firm Size and Audit Quality. *Contemporary Accounting Research*, 9(2), 479-488.
14. DeAngelo, L. E. (1981). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183-199.
15. Deltas, G., & Doogar, R. (2003). Product and Cost differentiation by Large Audit Firms. In *2005 ASSA Conference-Expanding the Frontiers of Economics-Oligopoly Markets and Antitrust, Philadelphia. Economic*, 77(2), 289-319.
16. Green, T. C., & Hwang, B. H. (2012). Initial Public Offerings as Lotteries: Skewness Preference and First-Day Returns. *Management Science*, 58(2), 432-444.

17. Gul, F. A., Kim, J. B., & Qiu, A. A. (2010). Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 425-442.
18. Haydarpoor, F., Tariverdi, Y., & Mehrabi, M. (2013). The Effect of Investors' Emotional Behaviors on Stock Returns. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6(17). 1-13. (In Persian)
19. Hejazi, R., Salehi, M., & Haghbin, Z. (2010). A Study of The Anomalies of Initial Public Offerings on The Tehran Stock Exchange. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 2(3), 46-60. (In Persian)
20. Hirshleifer, D. (2020). Behavioral biases of analysts and investors. *NBER Reporter*, (2), 6-9.
21. Ianniello, G., & Galloppo, G. (2015). Stock Market Reaction to Auditor Opinions—Italian Evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(6/7), 610-632.
22. Ittonen, K. (2012). Market Reactions to Qualified Audit Reports: Research Approaches. *Accounting Research Journal*. 25(1), 8-24.
23. Kahneman, D., & Tversky, A. (1992). Advances in Prospect Theory, Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297-323.
24. Karami, G., & Hasani, A. (2017). Reviewing The Effect of Investors' Behavioral Bias on IPO Return and The Roll of Earning Quality in Reducing this Effect. *Financial Research Journal*, 19(4), 595-614. (In Persian)
25. Khajavi, S., Alifaal, A. (2016). The Role of Information Release on Skewness Relation and Future Stock Return. *Financial Research Journal*, 18(1), 129-148. (In Persian)
26. Kim, T., & Ha, A. (2010). Investor Sentiment and Market Anomalies. *In 23rd Australasian Finance and Banking Conference*.
27. Linck, J. S., Netter, J., & Shu, T. (2010). Can Earnings Management Ease Financial Constraints? Evidence from Earnings Management Prior to Investment. *SSRN eLibrary*.
28. Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*. 50(1), 23-51.
29. Miller, E. M. (1977). Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *The Journal of Finance*. 32(4), 1151-1168.
30. Mohammadzadeh Salteh, H. (2016). The Effect of Investment Opportunities, Growth and Capital Productivity on Firm Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *The Journal of Productivity Management*, 10(1(36)), 141-162. (In Persian)
31. Nikbakht, M., Hossein Pour, A., & Eslami Mofidabadi, H. (2017). The Effect of Investors Sentiment and Accounting Information on Stock Price. *Empirical Research in Accounting*, 6(4), 219-255. (In Persian)
32. Nirav, M., Prashant, J., & Kant, D., K. (2018). Behavioural Bias in IPO Market. *International Journal of Multidisciplinary*, 03(09), 427-433.
33. Osoolian, M., Bazchi, M. (2019). Behavioral Bias, Abnormal Volume, and Abnormal Return. *Journal of Asset Management and Financing*, 7(4), 81-96. (In Persian)
34. Osoolian, M., & Safari, M. (2015). Investor Trading Activity: Behavioral Aspect and Empirical Results. *Journal of Financial Management Perspective*, 5 (11), 27-52. (In Persian)
33. Ruud, J. S. (1993). Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle. *Journal of Financial Economics*, 34(2), 135-151.

34. Samadi, A., Sohrabi, R., & Moin Khazaiy, M. (2013). Identification of Behavioral Biases Affecting the Decisions of Individual Investors Dealing the Shares in Hamadan Stock Exchange. *Journal of Industrial Strategic Management (Pajouheshgar)*, 9(28), 85-100. (In Persian)
35. Dehghan Banaraki, S., Amini sabegh, Z., Sadeh, E. (2020). The role of emotional management in price fluctuations of Tehran Securities and Exchnage Organization. *Journal of Business Management*, 12(45), 53-73. (In Persian)
36. Sinaiee, H., & Rezaeian, A. (2009). Investigating the Impact of Company Features on Capital Structure (Financial Leverage). *Research Journal of Macroeconomics*, 5(19), 123-143. (In Persian)
37. Sinaiee, H., Solgi, M., Mohamadi, K. (2012). The Effect of Growth Opportunities on Relationship between Capital Structure, Dividend and Ownership Structure with Firm Value. *Journal of Financial Accounting Research*, 3(4), 87-102. (In Persian)
38. Swirsky, S. (2004). Implications of Market Share Changes on the Market's Pricing of Earnings.
39. Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and The Underpricing of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421-449.
40. Zahedi Tehrani, P., & Delshad, A. (2016). A Study on The Effect of Audit Quality on Improvement of Stock Turnover Ratio or Mid-term Financial Information Quality of Listed Companies on Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Management Perspective*, 6(15), 111-131. (In Persian)
41. Zhang, Y. (2006). Individual Skewness and The Cross-Section of Average Stock Returns. *Working paper, Yale University, New Haven, CT*.
42. Zhu, B., & Niu, F. (2016). Investor Sentiment, Accounting Information and Stock Price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125-134.