

بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی سهام شرکت‌های تازه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی سعیدی*، موسی حسین‌زاده**

چکیده

در این پژوهش بازدهی سهام شرکت‌هایی که برای اولین بار در بورس عرضه شده‌اند برای دوره‌های زمانی مختلف محاسبه شده و عوامل مؤثر بر این بازدهی در ماه‌های اول پس از عرضه نیز گزارش شده‌اند. عواملی چون اندازه شرکت، سن شرکت، نسبت قیمت به درآمد، نسبت اهرمی، درصد عرضه اولیه سهام، بازده بازار و حجم معاملات بازار در دوره بررسی بازدهی، مورد ارزیابی قرار گرفتند. این عوامل براساس مطالعات داخلی و بین‌المللی استخراج شده است. بازدهی تمامی سهامی که در طول سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ برای اولین بار عرضه شده‌اند، یعنی ۱۱۴ شرکت، برای دوره‌های زمانی ۱ ماهه اول، ۲ ماهه اول، ۳ ماهه اول، ۴ ماهه اول، ۶ ماهه اول و ۹ ماهه اول محاسبه شده و تأثیر متغیرهای مستقل نیز در طول این دوره‌ها بررسی شده است. در طول دوره مورد بررسی بازدهی در حال کاهش بوده و نشان می‌دهد بیشترین بازدهی مربوط به ماه اول است. ساختار اطلاعات از نوع مقطعی و با استفاده از نرم‌افزار Eviews 6 تجزیه و تحلیل انجام گرفته است. نتایج به دست آمده حاصل از بررسی ۷ متغیر نشان می‌دهد که نسبت اهرمی و درصد عرضه اولیه سهام در طی ۶ دوره مورد بررسی، هیچ ارتباطی با بازدهی ندارند و ضمناً در دوره‌های زمانی مختلف عوامل مؤثر بر بازدهی، در حال تغییراند.

کلیدواژه‌ها: عرضه عمومی اولیه؛ نسبت قیمت به درآمد؛ نسبت اهرمی؛ درصد عرضه عمومی اولیه.

تاریخ دریافت مقاله: ۹۰/۰۸/۳۰، تاریخ پذیرش مقاله: ۹۰/۱۲/۲۰.

*استادیار، دانشگاه آزاد واحد تهران شمال (نویسنده مسئول).

Email: Ali_saeedi@yahoo.com

**کارشناس ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.

۱. مقدمه

صدها شرکت با انتشار سهام برای اولین بار وارد بازار سهام می‌شوند. انگیزه اصلی این شرکت‌ها برای ورود به بورس سهام، دسترسی به منابع عمومی است، البته اهداف دیگری شامل استفاده از معافیت‌های مالیاتی، امکان معاملات ثانویه توسط سهامداران، ایجاد شهرت و مواردی از این دست باعث حضور شرکت‌ها در بازار سهام می‌شود. از طرفی برای خریداران سهام در زمان عرضه این شرکت‌ها، بازدهی موضوع مهمی است و برای سهامداران قبلی نیز این موضوع مهم است که بازار سهام به شرکت آنها خوش‌آمد گفته و بتوانند در فاصله زمانی کوتاهی، مقدار زیادی سهام به سرمایه‌گذاران بازار سهام بفروشند و همزمان سرمایه‌گذاران از این سرمایه‌گذاری خشنود باشند.

موضوع عرضه عمومی اولیه و بازدهی بالای این سهام در مقایسه با سایر سهام، مطالعات و تحقیقات متعددی در سطح جهان و در بازارهای سهام را به خود اختصاص داده است. مطالعات انجام‌گرفته در کشورهای مختلف حاکی از این است که بازده کوتاه‌مدت سهام جدید بالاتر از بازار و بازده بلندمدت سهام جدید کمتر از بازده بازار است که از آن تحت عنوان معمای عملکرد سهام جدید نام برده شده است. موضوع مهم این است که عوامل مؤثر بر این بازدهی غیرعادی چیست و در ماه‌های اول چگونه این عوامل در حال تغییراند. در حقیقت واکنش سرمایه‌گذاران به سهام عرضه اولیه چگونه است و این رفتار در گذر زمان و در همان ماه‌های اول چگونه است. در تحقیق حاضر ابتدا این موضوع بررسی شده که آیا واقعاً سهام عرضه اولیه دارای بازدهی بیشتری در مقایسه با بازار است؟ در ادامه، عوامل مؤثر بر این بازدهی در طول دوره‌های زمانی بعد از عرضه اولیه مطالعه شده است. لازم به توضیح است که در ایران عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار با مفهوم رایج در سطح بین‌المللی متفاوت است. زیرا در کشورهای دیگر منظور از عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار سهام جدیدی است که برای اولین بار به‌عموم عرضه شده است، ممکن است این شرکت سال‌ها به‌صورت خصوصی (سهامی خاص) فعالیت کرده باشد. اما در ایران شرکت‌های سهامی عام نیز وجود دارند که سهام آنها در هیچ بورسی معامله نمی‌شود و پس از سال‌ها ممکن است در بورس پذیرفته شوند. بنابراین سهامی که اولین بار در بورس پذیرفته شده‌اند، لزوماً برای اولین بار عرضه عمومی نشده‌اند، بلکه ممکن است از قبل نیز سهامی عام بوده باشند. به هر حال صرف‌نظر از این موضوع، سهامی که برای اولین بار در بورس عرضه شده و قیمت بازار سهام آن مشخص شده موضوع بحث شده و از این حیث عرضه عمومی اولیه بین‌المللی با عرضه اولیه‌های بورس اوراق بهادار تهران متناظر است.

۲. مبانی نظری تحقیق و پیشینه تحقیق

در نتیجه تحقیقات و بحث‌های طولانی در خصوص علل ایجاد بازدهی اولیه غیرعادی عرضه اولیه در کوتاه‌مدت و بازدهی کمتر آن در بلندمدت فرضیه‌های مختلفی ارائه شده است. به هر حال در کنار علل مختلفی که برای این موضوع مطرح شده، موضوع عدم اطمینان و نبود تجربه تحلیل در سطح عموم مشارکت‌کنندگان، جایگاه خاصی دارد. فرضیه‌های مختلفی از جمله: فرضیه نفرین برندگان، فرضیه گواهی، فرضیه علامت‌دهی، فرضیه بازخورد بازار، فرضیه پرهیز از دادخواهی و فرضیه مد روز، سعی در توجیه این پدیده دارند.

هریک از این فرضیه‌ها به علل وجود بازدهی غیرعادی سهام عرضه اولیه می‌پردازند که البته برای هر یک ادله نقض‌کننده نیز وجود دارد. چارچوب مفهومی تمامی این فرضیه‌ها که به منظور توجیه این پدیده فرمول‌بندی شده مبتنی بر عدم اطمینانی است که در فرایند عرضه اولیه سهام وجود دارد.

چارچوب مفهومی بر این اصل متمرکز شده که برای جبران این عدم اطمینان، نوعی زیر قیمت عرضه کردن به طور داوطلبانه اتفاق می‌افتد. از طرفی براساس فرضیه بازار کارا، نیروهای بازار باید زیر قیمت عرضه کردن داوطلبانه را برای رسیدن به قیمت تعادلی تصحیح کنند و البته در بلندمدت بازدهی این سهام از بازدهی بازار عقب افتاده و قیمت سهم برای رسیدن به تعادل نهایی خود را آماده می‌کند. بنابراین می‌توان گفت هر یک از این فرضیه‌ها موضوع منحصر به فردی را در بر ندارند و اگر مشترکات این فرضیه‌ها را در نظر بگیریم، تمامی این فرضیه‌ها باید در هم تلفیق شده و یک فرضیه اصلی در این حوزه حاصل شود. با نگاه از دریچه مالی رفتاری به موضوع، پدیده عدم اطمینان در سهام عرضه اولیه باعث می‌شود واکنش سرمایه‌گذاران به این گونه سهام از تفکر عقلایی به احساسی نزدیک شود.

آنچه سهامداران در بازار سهام تجربه کرده‌اند، بازدهی بالای سهام عرضه اولیه است، بنابراین شهود نمایندگی سهامداران را به این سو می‌کشد، سهامی که جدیداً عرضه شده و از آن اطلاعات چندان کامل و شفاف در دست نیست در همان طبقه سهام عرضه اولیه قرار دارد و باید بازدهی بالایی داشته باشد.

این موضوع در کنار تمایل عرضه‌کنندگان به عرضه زیر قیمت باعث ایجاد بازدهی غیرعادی کوتاه‌مدت می‌شود. بیش‌واکنش به خبر عرضه اولیه سهام و شهود نمایندگی دو علتی هستند که می‌توان برای چنین پدیده‌ای مطرح کرد. در زیر خلاصه‌ای از هر یک از این فرضیه‌ها ارائه شده است:

فرضیه نفرین برندگان. بیتی و ریتر [۷] و راک [۳۳] اساس توضیح خود را بر اطلاعات نامتقارن بین سرمایه‌گذاران گذاردند. سرمایه‌گذارانی که اطلاعات دارند، با خرید زیر قیمت به بازدهی دست می‌یابند. محققینی از جمله باری و جنینگ [۸] آگاروال [۳] و هانگ [۲۲] این فرضیه را به ترتیب با ارائه مدارکی از بازارهای تایوان و آمریکای لاتین تأیید کردند.

افلک-گراوز [۵] برتن و پراساد [۱۱]، شافر [۳۴] الزامات شرایط پذیرش شرکت‌ها در بورس‌ها را دلیلی بر زیر قیمت عرضه کردن سهام دانستند که مؤید فرضیه نفرین برندگان است. در تقابل مطالب ارائه شده بالا، لام و یاپ [۲۶] و لیم وان جی [۲۹] فرضیه تأثیر شرایط پذیرش شرکت‌ها بر زیر قیمت عرضه شدن سهام را با شواهدی از بازار سنگاپور رد کردند.

فرضیه گواهی. بر طبق یافته‌های بوت و اسمیت [۱۰]، بیتی [۹] گال و استیگلتز [۱۸] کارتر و مانستر [۱۲] بانک‌های سرمایه‌گذاری (تأمین سرمایه) و حساب‌رسان از طریق ایجاد عدم اطمینان در گزارش‌های خود، در زیر قیمت عرضه شدن سهام مؤثرند. سایر محققین از جمله جرالد [۲۵] لین [۳۰]، چپستی [۱۳]، و هامو [۲۱] فرضیه صدور گواهی را تأیید کردند. البته در مقابل، رایش [۳۱]، و تامسیزک [۳۹] مدارکی که فرضیه صدور گواهی را رد می‌کند، ارائه دادند.

فرضیه علامت‌دهی. گرینبلت و هوانگ [۱۹]، ولج [۴۰]، آلن و فولهاپر [۴] دلیل عرضه عمومی زیر قیمت سهام را به‌عنوان ابزاری برای نشان دادن کیفیت بالا توسط شرکت‌ها مطرح کردند. شرکت‌ها از این طریق نشان می‌دهند سهامشان با کیفیت است تا بتوانند سهام دیگرشان را با موفقیت عرضه عمومی کنند.

سو و فلشر [۳۶] و حامد و لیم [۲۰] این فرضیه‌ها را با شواهدی از بازارهای چین و سنگاپور تأیید کردند. در عین حال تحقیقاتی که در رد این فرضیه ارائه شده بیش از تحقیقات مؤید این فرضیه‌اند. از جمله تالر و دی بونت [۱۴]، گارفینگل [۱۷]، مازوکا و لیلوا [۲۷]، اسپنلاب و تونکس [۱۶] این فرضیه را رد کردند.

فرضیه بازخورد بازار. جیگادش [۲۴] شواهدی ارائه داد که عرضه مجدد سهام، رابطه‌ای با زیر قیمت عرضه کردن سهام اول ندارد، بلکه اطلاعات منتشرشده درخصوص عرضه مجدد عاملی مؤثر است. در عین حال اسپنلاب و تونکس [۱۶] شواهدی که این فرضیه را تأیید نمی‌کرد ارائه دادند.

فرضیه اجتناب از طرح دعاوی. تینیک [۳۸] بیان می‌کند که شرکت‌ها سهام عرضه اولیه را زیر قیمت عرضه می‌کنند تا احتمال طرح دعاوی بوسیله سرمایه‌گذاران را کاهش دهند. به عبارت دیگر از عرضه زیر قیمت به‌عنوان بیمه‌ای در مقابل مسئولیت‌های قانونی استفاده می‌شود. از طرف دیگر دراک و وتسوی پنس [۱۵] موضوع فرضیه اجتناب از طرح دعاوی را رد کردند.

فرضیه مُدها. آگاروال و ریولی [۳]، ریتز [۳۲] علت پایین بودن بازدهی بلندمدت سهام عرضه اولیه در مقایسه با بازدهی بازار را به علت اشتباه سیستماتیک در قیمت‌گذاری نمی‌دانند، بلکه اشکال را در واکنش سرمایه‌گذاران و ارزش‌گذاری بیش از حد در مورد این شرکت‌ها می‌دانند. بنابراین براساس فرضیه بازار کارا، قیمت سهام عرضه عمومی اولیه باید به قیمت تعادلی برسد که این اتفاق در بلندمدت می‌رسد. به بیان دیگر پایین آمدن قیمت سهام در بلندمدت، نشان از ارزش‌گذاری بیش از حد در کوتاه‌مدت دارد.

شیلر [۳۵]، تان و کلو [۳۷] مطرح می‌کند که سرمایه‌گذاران این موضوع را مُدی در بازارهای سهام می‌دانند که سهام عرضه اولیه باید دارای بازدهی بالایی باشد. جاکوب و لوی [۲۳]، ولیوایز [۲۸] به ترتیب مدارک بین‌المللی از بازارهای آمریکای لاتین و انگلیس ارائه دادند که فرضیه مُدهای بازار سهام را تأیید می‌کند.

در عین حال لوکس و موزیکا [۲۷]، آلن و همکاران [۴] و هوانگ [۲۲] این ادعا را براساس داده‌هایی از بازار عرضه عمومی اولیه اروپا، تایلند، تایوان، رد کردند. با مطالعه تحقیقات پیرامون موضوع سهام عرضه اولیه، نتایج زیر به‌دست می‌آید:

- عرضه زیر قیمت سهام عرضه عمومی اولیه ممکن است به‌علت اطلاعات نامتقارن بین سرمایه‌گذاران باشد و باعث می‌شود گروهی از سرمایه‌گذاران منتفع شوند؛

- بازده غیرعادی اولیه سهام عرضه عمومی اولیه ممکن است به‌علت ارزش‌گذاری بیش از اندازه سهام عرضه عمومی اولیه به‌وسیله سرمایه‌گذاران ایجاد شود. بنابراین این عدم کارایی عمده با یک حرکت عکس سهام در بلندمدت اصلاح می‌شود؛

- فاکتورهایی که در حذف عدم اطمینان نقش دارند، عوامل مؤثر در بازدهی بالای سهام عرضه عمومی اولیه هستند.

در زمینه عوامل مؤثر بر بازدهی شرکت‌های تازه پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، تحقیقات متعددی انجام گرفته است که در زیر به‌طور مختصر به بعضی از آن‌ها اشاره می‌گردد. عبده تبریزی و دموری [۲] با مطالعه ۱۰۴ شرکت که طی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند، به بررسی عوامل مؤثر بر میزان بازده بلندمدت این سهام پرداختند. متغیرهای تحقیق مزبور، اندازه شرکت، حجم معاملات سالانه سهام، نوع صنعت، بازده کوتاه‌مدت حاصل از خریدوفروش سهام شرکت‌های تازه وارد است. برای اندازه‌گیری بازدهی به‌عنوان متغیر وابسته از روش بازده غیرعادی تجمعی استفاده شده است. نتیجه این تحقیق این‌که بیشترین بازده کوتاه‌مدت مربوط به سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۰ است. سایر نتایج این تحقیق به شرح زیر است:

۱. محققان، با طبقه‌بندی بازده بلندمدت بر مبنای عرضه اولیه تعدیل شده سهام جدید، به این نتیجه رسیدند که بازده اولیه، شاخص خوبی برای پیش‌بینی بازده‌های بلندمدت نیست؛

۲. شرکت‌های خیلی کوچک و شرکت‌های خیلی بزرگ نسبت به سایر شرکت‌ها، در بلندمدت عملکرد بهتری دارند؛

۳. بین بازده بلندمدت و حجم معامله سهام جدید رابطه‌ای وجود ندارد؛

۴. بازده بلندمدت سهام جدید صنایع بزرگ بیشتر از بازده بلندمدت سهام جدید صنایع کوچک است. یعنی بین بازده بلندمدت و نوع صنعت رابطه مثبت وجود دارد.

به‌طور کلی نتیجه تحقیق نشان داد که بازده کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های تازه پذیرفته‌شده در بازار شاخص بازار و بلندمدت آن کمتر از شاخص کل بازار بورس تهران است.

کردلر و حسنی آذر داریانی [۱] نیز به‌واسطه انجام تحقیقی بر روی ۳۰ شرکت عرضه‌کننده سهام برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ 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 آن دشوار است، 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 اعم از نهادها، سازمان‌های وابسته به دولت و بانک‌ها، در بازار می‌دانند.

باسو [۶] با استفاده از یک نمونه ۴۵۰۰ تایی دریافتند که شرکت‌های کوچک پر مخاطره بیشتر اقدام به قیمت‌گذاری زیر ارزش واقعی می‌کنند و شرکت‌های بزرگ‌تر و کم مخاطره، کمتر این موضوع را دنبال می‌کنند. نتیجه این ارزش‌گذاری غیرواقعی این است که سرمایه‌گذارانی که در روز اول عرضه سهام مبادرت به خرید سهام می‌کنند، بازده غیرعادی به دست می‌آورند. نتایج تحقیقات لیوایز [۲۸] در مورد عملکرد بلندمدت سهام جدید نشان می‌دهد که بازده بلندمدت سهام جدید کمتر از بازار است. همچنین بین اندازه سهام جدید با عملکرد بلندمدت رابطه مثبت وجود دارد. ضمناً بین حجم انتشار سالانه سهام جدید با عملکرد بلندمدت آن رابطه‌ای وجود ندارد.

نتایج تحقیقات بیٹی و ریتر [۷] در مورد رابطه اندازه شرکت و عرضه اولیه سهام نشان می‌دهد که بین اندازه شرکت و عرضه اولیه سهام زیرقیمت سهام جدید رابطه منفی وجود دارد. تحقیقات بری و جنینگز [۸] در مورد تأثیر اندازه بر بازدهی بلندمدت سهام جدید نشان می‌دهد که بین اندازه شرکت و بازده بلندمدت آن رابطه مثبت وجود دارد. آن‌ها دلیل چنین ارتباطی را میزان اطمینان کمتر سرمایه‌گذاران به شرکت‌های کوچک اعلام می‌کنند. چون شرکت‌های بزرگ دارای حسن شهرت و اعتبارند، بازده آنها نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر است.

۳. توسعه فرضیه‌ها و مدل مفهومی

مسئله تحقیق و تعریف متغیرها. مسئله اصلی در این تحقیق، بررسی و شناسایی عوامل مؤثر بر بازدهی سهام شرکت‌های عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران است. بر این اساس فرضیه‌های تحقیق عبارتند از:

فرضیه اول. بین اندازه شرکت در زمان پذیرش در بورس و بازدهی سهام عرضه اولیه رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم. بین مدت زمان فعالیت شرکت (عمر شرکت) در زمان پذیرش در بورس و بازدهی سهام عرضه اولیه رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم. بین میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت در زمان پذیرش در بورس و بازدهی سهام عرضه اولیه آن رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم. بین نسبت قیمت به سود هر سهم شرکت در زمان پذیرش در بورس و بازدهی سهام عرضه اولیه رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم. بین درصد عرضه اولیه سهام در زمان پذیرش در بورس و بازدهی سهام عرضه اولیه رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ششم. بین بازده بازار در زمان پذیرش در بورس و بازدهی سهام عرضه اولیه رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه هفتم. بین حجم معاملات بازار در زمان پذیرش در بورس و بازدهی سهام عرضه اولیه رابطه معناداری وجود دارد.

متغیر وابسته تحقیق در این پژوهش نرخ بازدهی سهام عرضه اولیه است. متغیری که تلاش می‌شود تغییرات آن توسط هفت متغیر مستقل که اشاره شد بررسی شود. متغیرهای مستقل در این تحقیق عبارت‌اند از: اندازه شرکت (size)، مدت زمان فعالیت شرکت (عمر شرکت) (age)، میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه (DE)، نسبت قیمت به سود هر سهم (PE)، درصد عرضه اولیه (OP)، بازده بازار (RM)، حجم معاملات بازار (VT). برای محاسبه بازدهی کل سهام، با توجه به اینکه محاسبه بازدهی قبل یا بعد از افزایش سرمایه صورت گرفته باشد، به صورت زیر محاسبه شده است:

۱. افزایش سرمایه بعد از تقسیم سود نقدی صورت گیرد:

$$r = \frac{(1 + \alpha + \beta) P_2 + Div - (P_1 + c\alpha)}{P_1 + c\alpha} \times 100 \quad \text{رابطه (۱)}$$

۲. افزایش سرمایه قبل از تقسیم سود نقدی صورت گیرد:

$$r = \frac{(1 + \alpha + \beta)(P_2 + Div) - (P_1 + c\alpha)}{P_1 + c\alpha} \times 100 \quad \text{رابطه (۲)}$$

که α درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، β درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و c مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه‌گذاران بابت افزایش سرمایه از محل

آورده نقدی و مطالبات می‌باشد. متغیرهای مستقل که در این تحقیق سعی در بررسی ارتباط آنها با بازدهی کوتاه‌مدت سهام عرضه اولیه است به صورت زیر تعریف شده‌اند. در انتخاب این متغیرها از پیشینه تحقیق استفاده شده است.

۱. اندازه شرکت (size). برای اندازه‌گیری اندازه شرکت، حجم فروش در نظر گرفته شده که البته برای یکنواخت‌سازی آن با سایر متغیرهای مستقل، از لگاریتم آن استفاده شده است.

۲. نسبت قیمت به سود هر سهم (PE). برای محاسبه این نسبت، از قیمت سهم در روز عرضه اولیه و سود هر سهم پیش‌بینی شده در صورت‌های مالی پیش‌بینی شده همان سال عرضه استفاده شده است. از آنجایی که سهامداران برای تصمیم‌گیری خود از این نسبت استفاده می‌کنند، لذا به نظر می‌رسد در بازدهی مؤثر باشد.

۳. سن شرکت (age). که عبارت است از فاصله زمانی میان تأسیس شرکت در زمان ورود به بورس. این اطلاعات از صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شده است.

۴. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (DE). که این نسبت تعیین‌کننده میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت را نشان می‌دهد. برای محاسبه این نسبت از صورت‌های مالی پیش‌بینی شده شرکت در زمان عرضه استفاده شده است.

۵. درصد عرضه اولیه (OP). منظور درصد تعداد سهام عرضه شده در روز اول عرضه در بورس به کل تعداد سهام منتشر شده شرکت است.

۶. بازده بازار (RM). بازده بازار با استفاده از محاسبه درصد تغییرات روزانه شاخص بازده نقدی و قیمت (TEDPIX) برای همان دوره‌ای که بازدهی سهام عرضه اولیه محاسبه شده، در نظر گرفته می‌شود.

۷. حجم معاملات بازار (VT). از حجم کلی معاملات بازار در همان دوره‌ای که بازدهی سهام عرضه اولیه محاسبه شده، در نظر گرفته می‌شود.

۴. روش شناسی

جامعه و نمونه. در تحقیق حاضر تمامی اعضای جامعه آماری به عنوان نمونه‌های تحقیق محسوب شده‌اند. در طول سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ معادل ۱۱۴ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند که در جدول ۱ نام آنها آمده است.

جدول ۱. نام شرکت‌هایی که در تحقیق مورد بررسی قرار گرفته‌اند

۱	سالمین	۳۹	سیمان هرمزگان	۷۷	گالوانیزه فجر سپاهان
۲	گلتاش	۴۰	لوله و تجهیزات سدید	۷۸	کارخانجات مخابراتی ایران
۳	داروسازی زهراوی	۴۱	فولاد کاویان	۷۹	سازه پوش
۴	ایران دارو	۴۲	لوله و تجهیزات هپکو	۸۰	مهندسی نصیر ماشین
۵	گروه صنعتی سپاهان	۴۳	گسترش صنایع خدمات کشاورزی	۸۱	حمل و نقل توکا
۶	سایپا آذین	۴۴	موتورسازان تراکتورسازی ایران	۸۲	خدمات دریایی تاید واتر
۷	ساختمان اصفهان	۴۵	ماشین آلات تراکتورسازی ایران	۸۳	لیزینگ ایران
۸	معادن منگنز ایران	۴۶	صنایع جوشکاب یزد	۸۴	سرمایه‌گذاری نیرو
۹	کارخانجات داروپخش	۴۷	نیرو ترانس	۸۵	بانک پارسیان
۱۰	تولید مواد اولیه داروپخش	۴۸	الکترونیک خودرو شرق	۸۶	سرمایه‌گذاری بهمن
۱۱	شیمی دارویی داروپخش	۴۹	رینگ سازی مشهد	۸۷	لیزینگ صنعت معدن
۱۲	دارو سازی سبحان	۵۰	مهر کام پارس	۸۸	سرمایه‌گذاری آتیه دماوند
۱۳	سیمان شاهرود	۵۱	حمل و نقل پتروشیمی	۸۹	سرمایه‌گذاری و توسعه ملی
۱۴	سیمان دورود	۵۲	بانک کارافین	۹۰	مجتمع توریستی آبادگران
۱۵	فرآوری مواد معدنی	۵۳	سرمایه‌گذاری بوعلی	۹۱	نوسازی و ساختمان تهران
۱۶	سرمایه‌گذاری توکا فولاد	۵۴	بانک اقتصاد نوین	۹۲	توسعه ساختمان
۱۷	ماشین‌سازی نیرو محرکه	۵۵	سرمایه‌گذاری صنایع بهشهر	۹۳	سخت آژند
۱۸	پارس سوئیچ	۵۶	عمران و توسعه فارس	۹۴	تکین کو
۱۹	کتورسازی ایران	۵۷	سرمایه‌گذاری مسکن	۹۵	مینا (مدیریت پروژه نیروگاهی)
۲۰	سامان گستر اصفهان	۵۸	سرمایه‌گذاری توسعه آذربایجان	۹۶	سیمان سفید نی ریز
۲۱	خدمات انفورماتیک ایران	۵۹	سرمایه‌گذاری توس گستر	۹۷	تولید محور خودرو
۲۲	ذغال سنگ نگین طیس	۶۰	سنگ آهن گل گهر	۹۸	لیزینگ خودرو غدیر
۲۳	معدنی و صنعتی چادرملو	۶۱	کشت و صنعت پیاذر	۹۹	رایان سایپا
۲۴	یاما	۶۲	شیر پگاه آذربایجان	۱۰۰	سرمایه‌گذاری شاهد
۲۵	شیر پگاه اصفهان	۶۳	شیر پگاه خراسان	۱۰۱	ایران ارقام
۲۶	تجهیز نیروی زنگان	۶۴	لبنیات کالبر	۱۰۲	ملی صنایع مس ایران
۲۷	نیرو کلر	۶۵	پتروشیمی شیراز	۱۰۳	فولاد مبارکه اصفهان
۲۸	دارو سازی روز دارو	۶۶	تولید سموم و علف‌کشها	۱۰۴	گسترش سرمایه‌گذاری ایران
۲۹	ایران پاسا تایرورابر	۶۷	مجتمع صنعتی آرتاویل تایر	۱۰۵	پتروشیمی فن آوران
۳۰	سیمان هگمتان	۶۸	سرامیک صنعتی اردکان	۱۰۶	سیمان دشتستان
۳۱	سیمان بهبهان	۶۹	گرانیت بهسرام	۱۰۷	فولاد خراسان
۳۲	سیمان خاش	۷۰	سایپا شیشه	۱۰۸	فولاد خوزستان
۳۳	سیمان کارون	۷۱	شیشه دارویی رازی	۱۰۹	مدیریت سرمایه گذاری امید
۷۷	کارخانه فارسیست دورود	۷۲	فرآورده های نسوز آذر	۱۱۰	پالایش نفت اصفهان
۳۵	سیمان اصفهان	۷۳	سیمان فارس	۱۱۱	سیمان کردستان
۳۶	سیمان اردبیل	۷۴	سیمان داراب	۱۱۲	کشتیرانی جمهوری اسلامی
۳۷	سیمان ایلام	۷۵	تولید فرمولیبدین	۱۱۳	مخابرات ایران
۳۸	سیمان بجنورد	۷۶	آلومراد	۱۱۴	بانک ملت

۵. تحلیل داده‌ها

داده‌های مورد نیاز این تحقیق از سه منبع استخراج شده است. داده‌های مربوط به اندازه شرکت، نسبت بدهی، نسبت PE و حجم معاملات از نرم‌افزار تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین استخراج شده است و داده‌های مربوط به سن شرکت از صورت‌های مالی شرکت‌ها به‌دست آمده است. بازدهی بازار از سایت شرکت بورس اوراق بهادار تهران، درصد عرضه اولیه از اطلاعات سازمان بورس و اوراق بهادار و نرخ بازدهی شرکت‌ها نیز از اطلاعات شاخص بازده نقدی و قیمت شرکت‌ها از طریق سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار استخراج شده است. برای تحلیل داده‌ها نیز از نرم‌افزار Eviews 6 استفاده شده است. جداول زیر بازدهی شرکت‌های عرضه اولیه را برای سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ نشان می‌دهد.

جدول ۲. بازدهی ۳ ماه اول عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

	ماه سوم	ماه دوم	ماه اول
بازدهی ماهانه	٪۱۶	٪۹	٪۲۰
بازدهی بازار در دوره متناظر	٪۲/۲	٪۳/۳	٪۴/۷

جدول ۳. بازدهی ۶ ماه اول عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

	دو ماهه سوم	دو ماهه دوم	دو ماهه اول
بازدهی دو ماهه	٪۱۰	٪۱۷	٪۲۹
بازدهی بازار در دوره متناظر	٪۵/۳	٪۴/۴	٪۸

جدول ۴. بازدهی ۹ ماه اول عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

	سه ماهه سوم	سه ماهه دوم	سه ماهه اول
بازدهی سه ماهه	٪۹	٪۱۰	٪۴۵
بازدهی بازار در دوره متناظر	٪۷	٪۷/۵	٪۱۰/۲

همان‌طور که از جداول بالا مشخص است به‌طور وضوح بازدهی سهام عرضه اولیه در ماه‌های اول بالا بوده و به‌ترتیب از ماه دوم، روند نزولی به‌نسبت ماه قبل آغاز می‌شود. در جداول فوق همچنین بازدهی بازار در دوره متناظر برای مقایسه بازدهی بازار و بازدهی سهام عرضه اولیه ارائه شده است.

البته در اینجا هدف مقایسه اطلاعات خام بازار و سهام عرضه اولیه است و اگر موضوع اثبات فرض بالاتر بودن بازدهی سهام عرضه اولیه از بازار باشد، باید تعدیلات مربوط به ریسک لحاظ شود. در این جداول موضوعی که قابل پیگیری است و درخصوص آن می‌توان ادعای علمی کرد، روند نزولی نرخ بازدهی از ماه‌های پس از عرضه است.

به‌عنوان مثال متوسط بازدهی سهام عرضه اولیه در دو ماه اول پس از عرضه معادل ۲۹٪ است، درحالی‌که در دو ماه دوم این بازدهی به ۱۷٪ و در دوماه سوم بازدهی به ۱۰٪ می‌رسد. تنها در بررسی اطلاعات ماهانه ۳ ماه اول این موضوع با کمی اختلال همراه است.

در ماه اول بازدهی معادل ۲۰٪، ماه دوم ۹٪ و در ماه سوم معادل ۱۶٪ است. موضوع کاهش بودن روند بازدهی در مطالعه دوره‌های ۳ ماهه نیز مشهود است. در دوره ۳ ماهه اول متوسط بازدهی سهام عرضه معادل ۴۵٪ است، درحالی‌که در ۳ ماهه دوم این عدد به ۱۹٪ و در ۳ ماهه سوم این نرخ به ۹٪ کاهش می‌یابد.

در ادامه به بحث عوامل مؤثر بر بازدهی دوره‌های مختلف زمانی پرداخته شده است. با توجه به این‌که دوره‌های مختلفی برای بررسی بازدهی می‌توان در نظر گرفت، در این تحقیق بازدهی ماه اول، دوم و سوم مطالعه شده است.

در بخش بعد بازدهی ماه دوم، چهارم و ششم بررسی شده و در بخش آخر بازدهی ماه سوم، ششم و نهم آزمون شده است. در واقع ۹ حالت بررسی شده که به‌علت مشترک بودن برخی ماه‌ها، در نهایت ماه اول، دوم، سوم، چهارم، ششم و نهم یعنی ۶ حالت آزمون شده است.

در آزمون هر حالت ابتدا نتایج کلی مطرح شده و نتیجه نهایی پس از خارج کردن ضرایب بی‌معنی، در جداولی با عنوان جدول نهایی ارائه گردیده است. برای بررسی تأثیر متغیرهای مستقل بر بازدهی سهام عرضه اولیه از تحلیل رگرسیون چند متغیره مقطعی استفاده شده است.

برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس پسماندها از "تصحیح وایت" استفاده شده است. برای بررسی نبود همبستگی بین پسماندها از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. با توجه به بالا بودن حجم نمونه مورد بررسی، براساس قضیه حد مرکزی می‌توان توزیع داده‌ها را نرمال فرض کرد.

بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی در ماه اول. نتایج حاصل از آزمون بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی ماه اول به شرح زیر است. پس از حذف متغیرهای بدون معنا، جدول نتایج نهایی به شرح زیر می‌باشد.

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون عوامل مؤثر بر بازدهی ماه ۱ (جدول نهایی)

متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح خطا
c	۰/۶۴	۳/۳۳	۰/۰۰۱
SIZE	-۰/۰۳۵۹	-۲/۳۹	۰/۰۱۸
VT	-۰/۰۰۰۰۰۶	-۲/۳۳	۰/۰۲۱
AR(1)	۰/۲۰۱	۲/۳۳	۰/۰۲۱
Adjusted R-squared	۰/۰۹		
F-statistic	۴/۷۰۳		
Prob (F-statistic)	۰/۰۰۳۹		
Durbin-Watson	۱/۹۶		

نتیجه. بین بازدهی یک‌ماهه سهام اولیه عرضه اولیه با اندازه شرکت، حجم معاملات بازار و ضریب خودرگرسیو مرتبه اول ارتباط معناداری وجود دارد. ضمناً متغیرهای نسبت PE، بازده بازار، درصد عرضه اولیه، نسبت اهرمی و عمر شرکت بر بازدهی یک‌ماهه سهام عرضه اولیه مؤثر نیستند.

بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی در ماه دوم. نتایج حاصل از آزمون بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی ماه دوم به شرح زیر است. پس از حذف متغیرهای بدون معنا، جدول نتایج نهایی به شرح زیر می‌باشد.

جدول ۶. نتایج حاصل از آزمون عوامل مؤثر بر بازدهی ماه ۲ (جدول نهایی)

متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح خطا
c	۰/۷۴۶	۳/۰۰۳	۰/۰۰۳
SIZE	-۰/۰۴۳	-۲/۲۶	۰/۰۲۵
PE	-۰/۰۰۳	-۲/۰۲	۰/۰۴۵
VT	۰/۶۸۹	۱/۷	۰/۰۹
Adjusted R-squared	۰/۰۸۹		
F-statistic	۰/۵۴۵		
Prob (F-statistic)	۰/۰۰۴		
Durbin-Watson	۱/۹۸		

نتیجه. بین بازدهی دوماهه سهام اولیه عرضه اولیه با اندازه شرکت، حجم معاملات و نسبت PE ارتباط معناداری وجود دارد. ضمناً سایر متغیرها از جمله بازده بازار، درصد عرضه اولیه، نسبت اهرمی و عمر شرکت بر بازدهی دوماهه سهام اولیه مؤثر نیستند.

بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی در ماه سوم. نتایج حاصل از آزمون بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی ماه سوم به شرح زیر است.

جدول ۷. نتایج حاصل از آزمون بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی ماه سوم پس از حذف متغیرهای بدون معنا (جدول نهایی)

متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح خطا
c	۱/۱۱	۳/۱۲۷	۰/۰۰۲۳
SIZE	-۰/۱۱	-۴/۱۹	۰/۰۰۰۱
RM	۱/۴۸۴	۲/۸۹	۰/۰۰۴
AGE	۰/۲۱۸	۲/۴۵	۰/۰۱۵
AR(1)	۰/۲۵	۲/۴	۰/۰۱۸
Adjusted R-squared	۰/۱۷		
F-statistic	۶/۳۹		
Prob (F-statistic)	۰/۰۰۰۱		
Durbin-Watson	۱/۹۹		

نتیجه. بین بازدهی سه‌ماهه سهام اولیه عرضه اولیه با اندازه شرکت، بازده بازار، عمر شرکت و ضریب خودرگرسیو مرتبه اول ارتباط معناداری وجود دارد. ضمناً سایر متغیرها از جمله نسبت PE، درصد عرضه اولیه، نسبت اهرمی، حجم معاملات بازار بر بازدهی سه‌ماهه سهام اولیه مؤثر نیستند.

بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی در ماه چهارم

جدول ۸. نتایج حاصل از آزمون عوامل مؤثر بر بازدهی ماه ۴ (جدول نهایی)

متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح خطا
c	۱/۲۶۶	۲/۴۳	۰/۰۱۶
SIZE	-۰/۰۸۹	-۲/۳۸۷	۰/۰۱۸
RM	۱/۱۱	۱/۹۳۵	۰/۰۵۵
VT	۰/۶۸۲	۱/۹۹	۰/۰۴
AR(1)	-۰/۳	۲/۵۱	۰/۰۱۳
Adjusted R-squared	۰/۱۶		
F-statistic	۶/۱۱۹		
Prob (F-statistic)	۰/۰۰۰		
Durbin-Watson	۲/۰۱۸		

نتیجه. بین بازدهی چهارماهه سهام اولیه عرضه اولیه با اندازه شرکت، نسبت PE و بازده بازار و ضریب خودرگرسیو مرتبه اول ارتباط معناداری وجود دارد. ضمناً سایر متغیرها از جمله درصد عرضه اولیه، نسبت اهرمی، حجم معاملات بازار و عمر شرکت بر بازدهی چهارماهه سهام اولیه مؤثر نیستند.

بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی در ماه ششم

پس از حذف متغیرهای بدون معنا، جدول نتایج نهایی به شرح زیر می‌باشد.

جدول ۹. نتایج حاصل از آزمون عوامل مؤثر بر بازدهی ماه ۶ (جدول نهایی)

متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح خطا
c	۰/۲۹۱	۳/۲۹۸	۰/۰۰۱
RM	۰/۷۶۲	۳/۰۸۱	۰/۰۰۲
VT	۰/۴۵۷	۲/۴۱۲	۰/۰۱۷
Adjusted R-squared	۰/۰۵		
F-statistic	۳/۹۱۱		
Prob (F-statistic)	۰/۰۲۲		
Durbin-Watson	۱/۶۸۹		

نتیجه. بین بازدهی شش‌ماهه سهام اولیه عرضه اولیه با بازده بازار و حجم معاملات ارتباط معناداری وجود دارد. ضمناً سایر متغیرها از جمله اندازه شرکت، نسبت PE، درصد عرضه اولیه، نسبت اهرمی، و عمر شرکت بر بازدهی شش‌ماهه سهام اولیه مؤثر نیستند.

بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی در ماه نهم.

جدول ۱۰. نتایج حاصل از آزمون عوامل مؤثر بر بازدهی ماه ۶ (جدول نهایی)

متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح خطا
c	۰/۷۴۶	۵/۴۴	۰/۰۰۰
PE	-۰/۰۱	-۲/۱۸۲	۰/۰۳۱
RM	۰/۴۶۴	۲/۱۷۴	۰/۰۱۳
VT	۰/۶۷۱	۲/۱۰	۰/۰۳۷
Return (-1)	۰/۲۴۹	۱/۶۴	۰/۱۰
Adjusted R-squared	۰/۰۸		
F-statistic	۳/۴۶۷		
Prob (F-statistic)	۰/۰۱۰		
Durbin-Watson	۲/۰۸		

نتیجه. بین بازدهی نه‌ماهه سهام اولیه عرضه اولیه با نسبت PE، بازده بازار، حجم معاملات و بازدهی یک وقفه قبل (البته با اطمینان ۹۰٪) ارتباط معناداری وجود دارد. ضمناً سایر متغیرها از جمله اندازه شرکت، بازده بازار، درصد عرضه اولیه، حجم معاملات، نسبت اهرمی بر بازدهی نه‌ماهه سهام اولیه مؤثر نیستند.

نتایج حاصل از این پژوهش حاکی از این موضوع می‌باشد که بازده یک‌ماهه سهام جدید بیشتر از بازده ماه‌های بعد از آن می‌باشد که دقیقاً توجیه‌کننده مبحث IPO که همان عرضه عمومی اولیه است، می‌باشد. یعنی سرمایه‌گذارانی که در روزهای نخست عرضه اولیه در بورس خریداری می‌کنند و آن را در فاصله زمانی کوتاه (حدوداً یک‌ماهه) در بورس اوراق بهادار به فروش می‌رسانند به‌طور متوسط بازدهی بیشتری نسبت به سایر ماه‌ها به‌دست می‌آورند. همان‌طور که در جدول زیر مشخص است، بازدهی از ماه اول تا ماه نهم با یک شیب نزولی کاهش می‌یابد. با توجه به نتایج به‌دست آمده در صورتی که سهام جدید به‌صورت عادلانه تعیین گردد، سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری در بازار سرمایه اقدام به خرید سهام جدید می‌نمایند، در غیر این صورت قیمت‌گذاری نامناسب سهام جدید می‌تواند تبدیل به یک تجربه ناخوشایند برای سرمایه‌گذاران گردد و در نتیجه موجب دلسردی آنها نسبت به حضور فعال در بازار سرمایه خواهد گردید.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

نتیجه‌گیری کلی از این تحقیق و مقایسه آن با سایر مطالعات نشانگر این است که الگوی رفتار بازده سهام عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران مشابه سایر بورس‌ها است. نتایج مزبور با فرضیه‌های ارائه شده در این حوزه تطبیق دارد. به نظر می‌رسد فرض وجود بازدهی بالای سهام عرضه اولیه در بازار سهام گرایش ذهنی سرمایه‌گذاران است. سرمایه‌گذاران درخصوص سهام عرضه اولیه بیش‌واکنشی از خود نشان می‌دهند. البته موضوع اصلی در این تحقیق این است که عوامل مؤثر بر بازدهی این سهام چیست و در طول زمان چگونه در حال تغییر است. عوامل مؤثر بر بازدهی کوتاه‌مدت سهام عرضه اولیه به شکل خلاصه در جدول زیر ارائه شده است. نکته جالب توجه اینکه در عرضه‌های اولیه بورس اوراق بهادار تهران عوامل مهمی از جمله وضعیت اهرمی (نسبت DE)، نسبت سهام عرضه شده (OP) و عمر شرکت در ایجاد بازدهی کوتاه‌مدت تأثیری ندارند. در این تحقیق برای بررسی دقیق‌تر، دوره کوتاه‌مدت به صورت دوره یک‌ماهه، دوره ۲ماهه، دوره ۳ماهه، دوره ۴ماهه، دوره ۶ماهه و دوره ۹ماهه در نظر گرفته شده است. به بیان دیگر بیش‌واکنشی سرمایه‌گذاران به این سهام و اینکه سرمایه‌گذاران باور کرده‌اند که در بازار سرمایه بازدهی بالای سهام عرضه اولیه متداول است، باعث ایجاد چنین بازدهی بالایی می‌شود. در این مقاله موضوع مهم و نتیجه‌گیری مهم اینکه بازدهی سهام عرضه اولیه در ماه اول بیشترین مقدار را داشته و به تدریج در ماه‌های بعد کاهش می‌یابد. همچنین عوامل مؤثر بر ایجاد این بازدهی، عواملی مبتنی بر فرض رفتار عقلایی سرمایه‌گذاران نیست.

جدول ۱۱. خلاصه عوامل مؤثر بر بازدهی سهام عرضه اولیه در دوره‌های کوتاه‌مدت

دوره مورد بررسی	عوامل مؤثر بر بازدهی
۱ ماهه	اندازه، حجم معاملات، AR(1)
۲ ماهه	اندازه، PE، حجم معاملات
۳ ماهه	اندازه، بازدهی بازار، عمر، AR(1)
۴ ماهه	اندازه، بازدهی بازار، حجم معاملات، AR(1)
۶ ماهه	بازدهی بازار، حجم معاملات
۹ ماهه	بازدهی بازار، حجم معاملات، بازدهی دوره قبل، PE

از جدول فوق بر می‌آید که عمده عوامل مؤثر بر بازدهی کوتاه‌مدت عبارت‌اند از اندازه شرکت و متغیرهای بازاری از جمله بازدهی بازار و حجم معاملات. سایر متغیرها از جمله درصد عرضه اولیه و اهرم شرکت در توضیح بازدهی نقشی ندارند. به بیان دیگر سرمایه‌گذاران در خرید سهام عرضه اولیه به متغیرهای داخلی توجه نکرده و صرفاً براساس متغیرهای کلان بازار (جو بازار) به سرمایه‌گذاری می‌پردازند.

منابع

۱. ابراهیمی کردلر، علی. حسنی‌آذر، الهام (۱۳۸۵). "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های تازه پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره (۴۵)، دانشگاه تهران.
۲. عبده تبریزی، حسین. دموری، داریوش (۱۳۸۲). "شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار" نشریه تحقیقات مالی، شماره (۱۵)، بورس اوراق بهادار تهران.
3. Agarwal, R., & R. Ravioli. (1990). Fads in the Initial Public Offering Market?. *Financial Management*. 19(4), 45-47.
4. Allen, F., & R. Faulhaber. (1989). General Signaling by Under Pricing in the IPO Market. *Journal of Financial Economics*. 3(2), 663-682.
5. Affleck – Graves, J.P.S. Hedge, R. E. Miller & F. K. Reilly. (1993). The Effects of the Trading System on the Under Pricing of Initial Public Offering. *Financial Management*. 22(1),. 99-108.
6. Base, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Markets. *Journal of Financial Economics*. 8(12), 213-311.
7. Beatty, R.P., & Ritter. J.R. (1986). Investment Banking Reputation and the under pricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics* 1(4), 213-232.
8. Barry. C., & Jennings. R.H. (1993). The Opening Price Performance of Initial Public of Fearing of Common Stock. *Financial Management*, 22(1), 54-63.
9. Beatty, R.P. (1989). Auditor Reputation and the pricing of initial public offering. *Accounting Review*. 6 (4), 693-709.
10. Booth, J., & R. smith (1986). Capital Raising: under writing and the Certification Hypothesis. *Journal of Financial Economics*. 1(5), 261-281.
11. Burton, G.D., Prasad. D. (1997). Strategy and IPO Market Selection: Implication for the Entrepreneurial Firm. *Journal of Small Business Management*, 35(4), 1-10.
12. Carter, R., & Man aster, S. (1990). initial public offering and underwriter Reputation. *Journal of Finance*, 4(5), 1045- 1067.
13. Christy, M.R.K., Hassan, I., & smith, S.D. (1996). Atone on Underwriter Competition and Initial Public Offering. *Journal of Business Finance and Accounting*. 23(5-6), 905-914.
14. De Bonds, Werner, F. M. & Thaler. (1985). Richard Does The Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*. 40(3), 793 – 808.
15. Drake, P.D., & Vestuypens. M.R. (1993). IPO under pricing and insurance Against Liability. *Financial Management* 22(1), 64-73.
16. Espenlaub, S., & Tanks, I. (1998). "Post IPO Directors, Sales and Reissuing Activity: An Empirical Test of IPOs Sighliling Models. *Journal of Business Finance and Accounting*. 25(9-10), 1037 – 1054.

17. Gar Fickle, J. (1993). Initial Public Offerings under Pricing, insider selling and subsequent end equity offerings: is under pricing a signal OF quality?. *Financial management*, 23(3), 79-83.
18. Gale, I., & Stieglitz, J. (1989). The information content of initial public offering. *Journal of Finance*, 4(4), 469-477.
19. Grinblatt, M., & Huang, C. Y. (1989). Signaling and the pricing of New Issues. *Journal of Finance*, 4(4), 393-420.
20. Hammed, A., & Lim, G.H. (1998). Under Pricing and Firm Quality in Initial Public Offerings: Evidence Form Singapore. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25(3-4) , 455 -463
21. Hama, Y., Parker, F., & Ritter, J. R. (1998). institutional Affiliation and Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offering in Japan. Federal Reserve Bank of New York staff Reports. *Financial management*, 23(2), 231-235.
22. Huang, Y. (1999). The price behavior of initial public offering on the Taiwan stock exchange. *Applied Financial Economics*, 23(21), 201-208.
23. Jacobs. & Levy. P. (1990). Fads in the Initial Public Offering Market?. *Financial management*, 14(2), 45-54.
24. Jeagdeesh, N., Weinstein, M., & Welch, I. (1993). Initial Public Offering and Subsequent Offering. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 153 – 175.
25. Jerald, (1997). Theory and Practice. 21(4), 111-118.
26. Lam, S., & Yap, W. (1998). Pricing System and the initial public offering market: A case of Singapore. *International Review of Economics and Finance*, 7, (3), 297- 313.
27. Lulea, B. F., & Musky, D. F. (1997). European IPO Markets: the post – issue Performance imperative. *Entrepreneurship: Theory and practice*, 21(4), 111- 118.
28. Levis, M, (1993). The Long-run Performance Of Initial Public Offering. *Financial Management*, 22(1), 28-42.
29. Lim, Kandy E.H. K. NG (1999). of IPO pricing with tender prices. *applied Financial Economist*, 9(23), 433-442.
30. Lin, T.H. (1996). The Certification Role of Large Black Shareholders in initial Public offering: The Case of Venture Capitalists. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35(2), 55-65.
31. Rushed, A.M.A., Dat, D.K., & Chin to, T.R. (1997). Determents of price Premiums: A Study of Initial Public Offering in the Medical Diagnostics and Derive industry. *Journal of small Business Management*, 35(4), 11-23.
32. Ritter, J.R. (2003). Differences between European and American IPO Markets. *European financial management*, 9(4), 421-430.
33. Rock, K. (1986). Why Now Issues Are under Priced. *journal of Financial Economics*, 15(24), 187-212.
34. Shaffer, R.A. (1999). What investment Banks Don't Need Weott Worry about online IPO Yet. *Fortune*, 139(6), 176.

35. Sheller, R. J. (1990). Speculative Price and Popular Models. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 55-65.
36. Su, D. & Flesher, B.M. (1997). An Empirical Investigation of Under pricing in Chinese IPO, *American Economic Association, New Orleans*, 8(5), 55-76.
37. Tan, R.S.K.L.L. Eng & Kholo (1999). The Effects of offering Method and Trading Location on the Pricing of The Pricing of IPO in Singapore, *Applied Financial Economics*, 9(21), 491-499.
38. Tonic, S. (1988). Anatomy of initial public offering of Common Stock, *Journal of Finance*, 4(3), 789-822.
39. Tomczyk, S. (1996). Auditor Reputation and initial public offering by Foreign Companies, *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 5(2), 249-262.
40. Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the under pricing of Initial public offerings, *journal of finance*, 23(2), 421-446