



مقدمه

اولین انتشار عمومی سهام توسط یک شرکت را عرضه عمومی اولیه گویند. ادبیات مالی نشان می دهد وقتی که شرکتها تصمیم می گیرند سهام خود را از طریق بورس به عموم عرضه کنند قیمت گذاری کمتر از ارزش ذاتی (واقعی) باعث می شود خریداران در اولین روز معامله، به بازدههای غیرعادی مثبتی دست یابند. اما در بلندمدت بازده سهام تازه عرضه شده بالاتر از بازده کل بازار نیست. به همین دلیل این مساله به معمای عملکرد عرضه عمومی اولیه مشهور شده است.

زمانی که شرکتی از مالکیت دولتی برخوردار است و یا سهامی خاص است عرضه این سهام به عموم مردم چه از طریق بازار اولیه و یا بازار ثانویه عرضه عمومی اولیه است. این اقدام با اولین پذیره نویسی شرکت متفاوت است. زیرا در این حالت شرکت تازه تأسیس اقدام به پذیره نویسی سهام خود به عموم مردم معمولاً در بازار خارج از بورس می نماید. از سویی دیگر اگر سهامداران عمده شرکت بخشی از سهام خود را معمولاً از طریق بورس به عموم مردم عرضه کنند، به آن عرضه ثانویه اطلاق می شود [۱].

نقش موسسات تضمین و متعهد فروش یا شرکت های تامین سرمایه در قیمت گذاری سهام جدید نیز مهم است. اما در ایران شرکت های تامین سرمایه تاکنون نقش فعالی در بازار عرضه عمومی اولیه نداشتند. زیرا این شرکتها از نیمه سال ۱۳۸۶ مجوز فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت کردند. بنابراین، این شرکتها برخلاف پژوهش های خارجی نقشی در عرضه عمومی اولیه مورد بررسی این پژوهش نداشتند. این مقاله به دنبال آن است تا پدیده بازده های کوتاه مدت و بلند مدت عرضه عمومی اولیه در بورس تهران را آزمون نماید. به علاوه تاثیر برخی از عوامل مهم بر پدیده ارزان قیمت گذاری نیز مورد آزمون قرار می گیرد.

مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش:

بازده اولیه (روز اول عرضه) سهام جدید در آمریکا طی ۳۰ سال گذشته بطور متوسط حدود ۲۰ درصد بود. این نرخ بازده فوق العاده برای یک روز معاملاتی بازده غیرعادی مثبت به حساب می آید و حتی از بازده سالانه برخی از سهام نیز فراتر است. این بازده غیرعادی حاکی از ارزان قیمت گذاری سهام شرکت هایی بود که عرضه اولیه داشتند. یعنی قیمت پذیره نویسی کمتر از ارزش ذاتی (واقعی) تعیین شده بود [۲].

فرضیه های توجیه کننده ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه بشرح زیر است:

(۱) فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی^۱: این فرضیه دو ادعای زیر را بیان می کند.

الف- شرکت ناشر سهام جدید نسبت به سرمایه گذاران از اطلاعات بیشتری برخوردار است. در این حالت سرمایه گذاران بیم آن را دارند که شرکت ناشر، سهامی که دارای کیفیت پایین تر از میانگین صنعت است را

آزمون پدیده ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه سهام و عملکرد بلندمدت آن در بورس تهران

دکتر ابراهیم عباسی^۱، مهدی بلاورد^۲

۱- استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه الزهراء (س)

۲- کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی- (گرایش مالی)

چکیده

هدف از این مقاله آزمون ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه سهام^۱، شناخت عوامل مؤثر بر آن و عملکرد بازده های بلند مدت آن است. این پژوهش ۷۸ مورد عرضه عمومی اولیه انجام شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره ۸۲-۱۳۷۸ مورد بررسی قرار می دهد. نتایج حاصل از بازده های تعدیل شده با شاخص بازار در کوتاه مدت با استفاده از آزمون t تک نمونه ای نشان داد که پدیده ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه در بورس تهران وجود دارد. همچنین عملکرد بازده های بلندمدت عرضه عمومی اولیه سهام بالاتر از شاخص کل بازار است. نتایج رگرسیون چند متغیره نشان می دهد که انحراف معیار بازده های هفتگی طی ۲ ماه بعد از عرضه عمومی اولیه، بازده بازار در دوره قبل از عرضه عمومی اولیه بر ارزان قیمت گذاری و تعداد عرضه های عمومی اولیه تأثیر معنی داری دارند اما حجم عرضه عمومی اولیه تأثیر معنی داری ندارد.

کلمات کلیدی: عرضه عمومی اولیه، ارزان قیمت گذاری، بازده های کوتاه مدت و عملکرد بلندمدت

* نویسنده مسئول
abbasiebrahim2000@yahoo.com

1- Initial Public Offering (IPO)

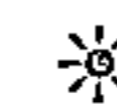
به قیمت میانگین صنعت عرضه کند و سهامی که کیفیتی بالاتر از میانگین صنعت دارد را به قیمتی کمتر از ارزش واقعی عرضه نمایند.

ب- سرمایه‌گذاران در عرضه عمومی اولیه نسبت به شرکت ناشر از اطلاعات بیشتری برخوردار هستند. در این حالت شرکت ناشر اطلاعاتی از قیمت بازار سهام خود ندارد. از این رو برای افزایش احتمال موفقیت در فروش، سهام جدید را ارزان قیمت گذاری می‌کنند. به عنوان مثال ولج ورایتر [۳] ادعا کردند که همه سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات یکسان از شرکت هستند و تقاضای خرید سهام را وقتی می‌دهند که قیمت پذیره‌نویسی کمتر از قیمت مورد نظر آنان باشد.

۲) **فرضیه ریسک آتی**^۱: طبق این فرضیه همواره نوعی ریسک یا عدم اطمینان بر قیمت‌های آتی بازار حاکم است. عدم اطمینان نسبت به قیمت واقعی سهام تازه عرضه شده به دلیل کمبود اطلاعات در هنگام عرضه عمومی است. از نظر بارون [۴] بین شرکت ناشر سهام جدید و شرکت تامین سرمایه عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. وقتی که شرکت ناشر اطمینانی درباره قیمت تعادلی سهام خود ندارد، آنگاه قیمت گذاری سهام را به شرکت تامین سرمایه که اطلاعات بهتری از بازار دارد واگذار می‌کند. در این صورت شرکت ناشر به شرکت تامین سرمایه اجازه می‌دهد تا قیمت پذیره‌نویسی را ارزان تعیین کند. طبق مدل راک [۵] هر قدر بازار نسبت به قیمت مورد انتظار سهام تازه عرضه شده عدم اطمینان آتی بیشتری داشته باشد، میزان ارزان قیمت گذاری بیشتر است.

۳) **فرضیه علامت‌دهی**^۲: این فرضیه استدلال می‌کند که قیمت اولیه عرضه نشانه‌ای از کیفیت سهام تازه عرضه شده است. عرضه سهام به زیر قیمت واقعی اطلاعات مهمی از کیفیت شرکت به سرمایه‌گذاران علامت می‌دهد. زیرا فقط شرکت‌های خوب اطمینان دارند که ارزان قیمت گذاری بعداً با افزایش قیمت بازار سهام جبران شود [۶].

۴) **فرضیه ادواری بودن بازار**^۳: این فرضیه ادعا می‌کند وقتی که نرخ بازده‌های اولیه در عرضه سهام جدید بالا باشد تعداد موارد عرضه عمومی اولیه نیز در بازار افزایش می‌یابد که به آن دوره «انتشار داغ»^۴ گویند. از نظر رایتر [۷] سهام داغ، سهام جدیدی است که تقاضا برای خرید آن بیش از عرضه است. در نتیجه تعدادی از خریداران موفق به پذیره‌نویسی در عرضه اولیه نمی‌شوند. این افراد تلاش می‌کنند تا سهام مذکور را با قیمت بالاتر از بازار بخرند. در نتیجه قیمت این سهام بطور موقت افزایش می‌یابد.



- 1- Ex-ante Risk
- 2- Signaling
- 3- Market Cyclicity
- 4- Hot Issue

۵) **فرضیه اجتناب از دعاوی قانونی**^۱: این فرضیه توسط تینیک [۸] مطرح شد. طبق قوانین بورس و اوراق بهادار ۱۹۳۳-۱۹۳۴ در آمریکا شرکت‌های پذیره‌نویس همانند اعضای هیئت مدیره مشمول مقررات کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده در خصوص صحت اطلاعات آگهی پذیر نویسی هستند. از این رو سرمایه‌گذاران بابت عرضه عمومی اولیه گران قیمت گذاری شده می‌توانند علیه شرکت تامین سرمایه و اعضای هیئت مدیره شرکت ناشر به دلیل انتشار اطلاعات گمراه کننده یا ناقص در آگهی پذیره نویسی اقامه دعوی کنند. یک شرکت پذیره نویسی ریسک گریز برای اجتناب از اثرات منفی این قانون و حفظ اعتبار و شهرت خود سعی می‌کند با ارزان قیمت گذاری سهام، سرمایه‌گذاران را راضی نگه دارد [۹]. نتایج پژوهش تینیک [۸] نشان داد که قانون ۱۹۳۳ تأثیر مهمی بر ارزان قیمت گذاری سهام جدید داشته است.

۶) **فرضیه ریسک گریزی شرکت تامین سرمایه**^۲: این فرضیه ادعا می‌کند موسسات تضمین و متعهد فروش به منظور کاهش ریسک و هزینه‌های خود سهام جدید را ارزان قیمت گذاری می‌کنند. ارزان قیمت گذاری یک شیوه کاهش احتمال عدم موفقیت در فروش سهام و کاهش زیان‌های ناشی از آن است [۹].

۷) **فرضیه اعتبار و شهرت شرکت تامین سرمایه**^۳: این فرضیه ادعا می‌کند انتخاب یک شرکت تامین سرمایه معتبر به جای یک شرکت بدون شهرت، روی قیمت گذاری سهام جدید اثر می‌گذارد. زیرا شهرت شرکت تامین سرمایه باعث می‌شود اطلاعاتی درباره ارزش واقعی سهم افشا شود. هر قدر اعتبار شرکت تامین سرمایه بالاتر باشد سرمایه‌گذاران اطلاعات مناسب‌تری دریافت کرده و آنگاه سهام جدید را می‌توان به قیمت بالاتری فروخت [۱۰].

همچنین فرضیه‌هایی بازده‌های بلندمدت ضعیف در عرضه عمومی اولیه را توجیه می‌کنند. در ادبیات مالی شواهد محکمی وجود دارد که عرضه‌های عمومی اولیه طی یک یا چند سال بعد از عرضه ضعیف عمل کرده‌اند. عملکرد بلندمدت ضعیف عرضه عمومی اولیه به قیمت گذاری غیرمنطقی آن‌ها در زمان عرضه مربوط می‌شود و بازار این قیمت گذاری نادرست را در طول زمان تشخیص داده و تصحیح می‌کند. بعلاوه عملکرد بلندمدت ضعیف را می‌توان به عملکرد مدیریت شرکت در قبل و بعد از عرضه عمومی اولیه نسبت داد که شرکت بعد از عرضه عمومی اولیه نسبت به قبل از آن کارایی و اثربخشی کمتری می‌تواند داشته باشد [۲].

از نظر میلر [۱۱] شرکت‌هایی که عرضه عمومی اولیه را در دوره‌های رونق بازار انجام می‌دهند در بلندمدت با کاهش بازده مواجه می‌شوند. اما شرکت‌هایی که عرضه عمومی اولیه را در دوره‌های رکود انجام می‌دهند



- 1 Lawsuit Avoidance
- 2 Risk-Averse-Underwriter
- 3 Underwriter Reputation



در بلند مدت عملکرد ضعیفی از خود نشان نخواهند داد. فرضیه های زیر دلایل عملکرد ضعیف بازده ها در بلند مدت را نشان می دهد:

۱- **فرضیه علایق زودگذر:** طبق این فرضیه سرمایه گذاران نسبت به عرضه عمومی اولیه بیش از حد خوش بین هستند. لذا قیمت سهام جدید موقتاً افزایش می یابد ولی پس از آگاهی سرمایه گذاران از نادرستی این خوش بینی قیمت در بلندمدت کاهش می یابد و به ارزش واقعی نزدیک می شود. آگاروال وریولی [۱۲] معتقدند علایق زودگذر وقتی ایجاد می شوند که پیش بینی ارزش ذاتی شرکت مشکل باشد.

لوفران و رایتر [۱۳] بحث معمای سهام جدید را مطرح کردند که در آن عملکرد کوتاه مدت سهام تازه عرضه شده بالاتر از شاخص بازار و عملکرد بلندمدت سهام تازه عرضه شده کمتر از شاخص بازار است. آن ها این پدیده را به ناکارآمدی اطلاعاتی بازار و خوش بینی بیش از حد سرمایه گذاران و علایق زودگذر نسبت دادند.

۲) **فرضیه اختلاف عقاید:** سرمایه گذاران خوش بین سهام جدید را بالاتر از سرمایه گذاران بدبین قیمت گذاری می کنند. در نتیجه بازده های کوتاه مدت سهام جدید افزایش می یابد. بعد از مدتی وقتی که اطلاعات کاملی در دسترس همگان قرار می گیرد اختلاف عقاید بین سرمایه گذاران خوش بین و بدبین کاهش یافته و قیمت سهام کاهش می یابد [۱۴].

پژوهش لوگ [۱۵] نشان داد که بازده های غیرعادی به دلیل ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه وجود دارد. وی دلیل این بازده ها را به اعتبار و شهرت شرکت تامین سرمایه و شرکت های حسابرسی نسبت داد. پژوهش ایبوتسن و جف [۱۶] وجود پدیده ارزان قیمت گذاری در عرضه عمومی اولیه را تایید کرد. وی دلیل این پدیده را به دوره های خاصی از بازار نسبت داد که در یک دوره خاص تقاضا برای خرید سهام بیش از عرضه آن شده و وجود بازار داغ باعث بازده های کوتاه مدت می شود. پژوهش بارون [۴] نشان داد که بازده کوتاه مدت سهام جدید بیش از شاخص بازار است. وی دلیل این پدیده را وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران مطلع و غیرمطلع می داند. پژوهش رایتر [۷] وجود بازده های غیرعادی کوتاه مدت در عرضه عمومی اولیه را تایید کرد. وی قدرت انحصاری شرکت های تامین سرمایه در تضمین و تعهد فروش سهام شرکت های کوچک و تازه تاسیس را دلیل این پدیده دانست. پژوهش تینیک [۸] وجود بازده های غیرعادی در عرضه عمومی اولیه را تایید کرد. وی دلیل این پدیده را به فرضیه اجتناب از دعاوی حقوقی و قانونی نسبت داد. ولج [۱۷] وجود بازده های غیرعادی در عرضه عمومی اولیه را به علامت دهی کیفیت توسط شرکت های تازه وارد به بورس نسبت داد. زیرا این شرکت ها می خواهند همزمان با ورود خود به بورس با ایجاد بازده های غیرعادی سابقه ذهنی خوبی در سرمایه گذاران ایجاد کنند. پژوهش آلن و فالهبر [۱۸] نشان داد که هزینه های عرضه عمومی اولیه کمتر از منافع آن است. در این حالت شرکت سهام جدید را به کمتر از

- 1- Fads
- 2- Divergence of Opinion



قیمت واقعی پذیره نویسی می کند. آگاروال وریولی [۱۲] پدیده بازده های غیرعادی عرضه عمومی اولیه را به علایق زودگذر سرمایه گذاران نسبت می دهند. زیرا سرمایه گذاران بطور نامعقول نسبت به سهام تازه عرضه شده به بورس بیش از حد خوش بین هستند. این پدیده باعث می شود قیمت سهام موقتاً افزایش یابد ولی با افزایش آگاهی سرمایه گذاران در آینده قیمت سهام در بلندمدت کاهش یافته و به ارزش واقعی نزدیک می شود. رایتر [۱۹] در پژوهش خود به ازاء ۱۵۲۶ عرضه عمومی اولیه از گروه آزمایش شرکت هایی با تعداد، اندازه و صنعت مشابه به عنوان گروه کنترل انتخاب کرد. نتایج وی نشان داد که عملکرد ۳ ساله گروه آزمایش کمتر از گروه کنترل است. بعلاوه عملکرد بلندمدت از سالی به سال دیگر و بر حسب صنایع مختلف متفاوت بود. نتایج او نشان داد وقتی که حجم عرضه سهام جدید زیاد است عملکرد بلندمدت ضعیف است و بالعکس.

پژوهش لیواس [۲۰] نشان داد که بازده های ۳۶ ماهه (عملکرد بلندمدت) بعد از عرضه عمومی اولیه پایین است. اما اگر بازده اولین روز عرضه را در نظر بگیریم آنگاه بازده های ۳۶ ماهه مثبت است. نتایج او نشان داد که سهام جدید با بالاترین بازده اولیه کمترین عملکرد بلندمدت را دارد. پژوهش بتی و رایتر [۲۱] نشان داد که هر قدر عدم اطمینان قبلی درباره ارزش آتی عرضه عمومی اولیه بالا باشد احتمال ارزان قیمت گذاری بالا می رود.

نتایج پژوهش لوفران و رایتر [۱۳] نشان داد که بازده بلندمدت ۵ سال بعد در شرکت های ناشر سهام تازه عرضه شده کمتر از شرکت های گروه کنترل است. چن و کیوئی [۲۲] عملکرد کوتاه مدت و بلندمدت عرضه عمومی اولیه را در بورس تایوان بررسی کردند. نتایج نشان داد که عملکرد کوتاه مدت سهام جدید بسیار بالاتر از شاخص بازار است. اما عملکرد بلندمدت سهام جدید پایین تر از بازار بود. نتیجه پژوهش چی و پاگت [۲۳] در بورس های کشور چین نشان داد که هر قدر بازده اولیه سهام جدید بالاتر باشد عملکرد بلندمدت آن بدتر است.

پژوهش درابتز و همکاران [۶] در بورس سوئیس نشان داد که در اغلب عرضه های عمومی اولیه سهام شرکت ها ارزان قیمت گذاری می شوند. نتایج آنها فرضیه های ریسک آتی، علامت دهی و تا حدی فرضیه ادواری بودن بازار را در توجیه پدیده ارزان قیمت گذاری سهام جدید تایید کرد. عملکرد بلندمدت برای دوره ۳۶ ماهه بعد از عرضه عمومی اولیه پایین و برای دوره ۴۸ ماهه بعد از عرضه عمومی ضعیف بود.

پژوهش دنوزویک و همکارانش [۲۴] در بورس هلند نشان داد که متوسط ارزان قیمت گذاری در دوره ۱۹۹۷-۲۰۰۱ حدود ۱۷/۶ درصد بود. اما بین عملکرد بلندمدت سهام جدید و متوسط عملکرد بازار تفاوت معنی داری مشاهده نشد. این نتایج نشان داد که ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه در بازار هلند در دوره داغ بازار بالاتر از دوره سرد بازار است.

نتیجه پژوهش دموری [۲۵] نشان داد که بازده کوتاه مدت سهام جدید بیش از بازده شاخص بازار است. اما بازده بلندمدت آن کمتر از شاخص بازار است. در این پژوهش عوامل مؤثر بر عملکرد بلندمدت سهام جدید



شناسایی شده اند. یافته‌های پژوهش ظریف‌فرد [۲۶] نشان داد نرخ بازده حاصل از معاملات سهام تازه عرضه شده به بورس در کوتاه مدت افزایشی است اما بازده بلند مدت آنها کمتر از بازده بلند مدت بازار است. در پژوهش وی تأثیر درصد سهام عرضه شده، نوع صنعت، زمان عرضه، میزان تملک سرمایه و شهرت مؤسسه حسابرسی در اختلاف بین قیمت سهام در عرضه اولیه با قیمت های بعدی بررسی شده است. اما مهمترین نقش این مقاله آزمون پدیده ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه و شناسایی عوامل مؤثر بر آن است.

اهداف پژوهش:

- ۱- جمع آوری شواهدی از بازده های کوتاه مدت (ارزان قیمت گذاری) سهام شرکت هایی که اولین بار از طریق بورس عرضه عمومی می شوند.
- ۲- جمع آوری شواهدی از بازده های بلند مدت سهام شرکت هایی که اولین بار از طریق بورس عرضه عمومی می شوند.
- ۳- ارزیابی ضریب تأثیر عوامل مؤثر بر پدیده ارزان قیمت گذاری عرضه های عمومی اولیه

فرضیه های پژوهش:

- ۱- بازده کوتاه مدت عرضه های عمومی اولیه بیش از بازده کوتاه مدت شاخص کل بازار است.
- ۲- انحراف معیار بازده های کوتاه مدت عرضه های عمومی اولیه در میزان ارزان قیمت گذاری موثر است.
- ۳- بازده کل بازار در دوره کوتاه مدت قبل از عرضه عمومی اولیه بر میزان ارزان قیمت گذاری موثر است.
- ۴- تعداد عرضه های عمومی اولیه متوالی در دوره کوتاه مدت قبل از هر عرضه جدید بر میزان ارزان قیمت گذاری موثر است.
- ۵- حجم عرضه عمومی اولیه بر میزان ارزان قیمت گذاری موثر است.
- ۶- بازده بلند مدت عرضه های عمومی اولیه کمتر از بازده بلند مدت شاخص کل بازار است.

جامعه آماری:

جامعه آماری این پژوهش سهام همه شرکت هایی است که برای اولین بار طی فروردین ۱۳۷۸ تا اسفند ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران عرضه عمومی شده اند و تا پایان ۱۳۸۵ سهام آن ها مورد معامله قرار گرفته است. طی سال های ۱۳۸۲-۱۳۷۸ سهام ۹۷ شرکت جدید وارد بورس شدند. از این تعداد ۱۱ شرکت به دلیل معاملات اندک و ۸ شرکت به دلیل فقدان اطلاعات در نرم افزارهای بورس ویا آمارهای غیر قابل اتکا از جامعه



مزبور حذف شدند. در نتیجه تعداد شرکت های مورد بررسی این پژوهش به ۷۸ سهم تازه عرضه شده، رسید.

روش پژوهش:

اطلاعات لازم برای آزمون فرضیه های این پژوهش از اسناد و مدارک موجود در نرم افزار پارس پرتفولیو و پایگاه اطلاعات و آمار بورس و نیز صورت های مالی و گزارشهای روزانه، ماهانه و سالانه منتشر شده توسط سازمان بورس جمع آوری شده است.

در این پژوهش بازده های کوتاه مدت به دلیل حجم کم معاملات در روزهای اولیه بعد از عرضه عمومی برای دوره ۲ ماهه بر اساس تغییرات قیمت سهام بعد از عرضه عمومی اولیه محاسبه شد. این بازده ها با بازده های کوتاه مدت شاخص کل بازار برای دوره ۲ ماهه مشابه مقایسه و تعدیل شدند. از آنجایی که طی دوره کوتاه مدت، یعنی ۲ ماه بعد از عرضه عمومی اولیه شرکت های مورد مطالعه سود نقدی و یا افزایش سرمایه ای نداشته اند از این رو نرخ بازده کوتاه مدت بر اساس افزایش قیمت سهام طی این مدت محاسبه شده است. بازده کوتاه مدت عرضه عمومی اولیه سهام بصورت زیر حساب شده است:

$$STR_i = \frac{(P_{it+2} - P_{i0})}{P_{i0}}$$

STR_i = نرخ بازده کوتاه مدت سهم i که عرضه عمومی شده است

P_{it+2} = قیمت سهم i در ۲ ماه بعد از عرضه عمومی

P_{i0} = اولین قیمت سهم i در عرضه عمومی

بازده کوتاه مدت شاخص کل بازار از رابطه زیر به دست می آید:

$$STR_m = \frac{(I_{mt+2} - I_{m0})}{I_{m0}}$$

STR_m = نرخ بازده کوتاه مدت شاخص کل بازار

I_{mt+2} = شاخص کل بازار در ۲ ماه بعد از هر عرضه عمومی اولیه

I_{m0} = شاخص کل بازار در زمان هر عرضه عمومی اولیه

میزان ارزان قیمت گذاری سهام جدید از طریق تفاضل نرخ بازده کوتاه مدت شاخص کل بازار از نرخ بازده کوتاه مدت هر سهم عرضه عمومی اولیه به صورت زیر حساب شده است:

$$ASTR_i = STR_i - STR_m$$

$ASTR_i$ = نرخ بازده های کوتاه مدت تعدیل شده با شاخص بازار (ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه) اگر $ASTR_i > 0$ باشد حاکی از تحقق پدیده ارزان قیمت گذاری است.

آزمون فرضیه اول:

فرضیه اول این بود که بازده کوتاه مدت عرضه های عمومی اولیه بیش از بازده کوتاه مدت شاخص کل بازار است.

$$H_0 : ASTR_i \leq 0$$

$$H_1 : ASTR_i > 0$$

با استفاده از آزمون t تک نمونه ای تفاوت نرخ بازده کوتاه مدت سهام جدید و نرخ بازده بازار محاسبه شد. میانگین نرخ بازده کوتاه مدت ۲ ماهه سهام جدید ۲۷/۴۸ درصد و انحراف معیار ۰/۴۲ و در دوره مشابه برای شاخص کل بازار، میانگین ۱۰/۰۴ درصد و انحراف معیار ۰/۱۱ به دست آمد. با توجه به سطح معنی داری (Sig = ۰/۰۰۱) با اطمینان بیش از ۹۵ درصد فرضیه H_1 تایید می شود. این بدان معنی است که نرخ بازده ۲ ماهه عرضه های عمومی اولیه به طور متوسط ۱۷/۴۴ درصد بیش از نرخ بازده شاخص بازار است. جدول ۱ نتایج این آزمون را نشان می دهد:

جدول ۱: آزمون ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه

آماره t	درجه آزادی	سطح معنی داری	اختلاف میانگین	
			حد پایین	حد بالا
۳/۴۹۸	۷۷	۰/۰۰۱	۰/۱۷۴۴	۰/۲۷۳۷

آزمون فرضیه دوم

این فرضیه تاثیر تغییر پذیری بازده های هفتگی دوره کوتاه مدت بعد از عرضه عمومی اولیه بر میزان ارزان قیمت گذاری را آزمون می کند. این فرضیه ادعا می کند ارزان قیمت گذاری تحت تاثیر متوسط انحراف معیار بازده های هفتگی ۲ ماهه بعد از عرضه عمومی اولیه است برای این منظور ابتدا انحراف معیار هفتگی بازده ها محاسبه شده و سپس متوسط انحراف معیار محاسبه و فرضیه زیر بررسی شده است:

$$H_0 : \beta = 0$$

$$H_1 : \beta \neq 0$$

برای آزمون این فرضیه از داده های مقطعی استفاده شده است، یعنی بر اساس هریک از ۷۸ سهام جدید یک رقم ارزان قیمت گذاری شده (تفاوت بازده هر شرکت از بازده بازار) طی ۲ ماه با متوسط انحراف معیار بازده های هفتگی در آن مدت رگرسیون اجرا شده است. متوسط انحراف معیار بازده های هفتگی به عنوان متغیر مستقل و میزان ارزان قیمت گذاری طی ۲ ماه به عنوان متغیر وابسته وارد تحلیل رگرسیون یک متغیره شده است. با توجه به اینکه نتیجه آزمون فیشر (f=52/24, sig = 0/0001) مناسب بودن رگرسیون خطی را برای پردازش مدل نشان داد. از این رو برآزش رگرسیون خطی برای محاسبه تاثیر تغییر پذیری بازده های هفتگی کوتاه مدت بر ارزان قیمت گذاری سهام جدید مناسب است. طبق جدول ۲ ضرایب رگرسیون خطی برای عرض از مبدا و انحراف معیار بازده ها معنا دار است. بنابراین فرض H_1 مبنی بر معنی دار بودن ضریب معادله رگرسیون تایید می شود.

جدول ۲: آزمون تأثیر انحراف معیار بازده بر ارزان قیمت گذاری عرضه های عمومی اولیه

متغیر	ضرایب استاندارد نشده		آماره t	سطح معنی داری
	B	انحراف معیار		
عرض از مبدا	-۰,۱۱۷	۰/۰۵۶	-۲/۰۸۹	۰/۰۴۰
انحراف معیار هفتگی بازده ها	۴/۹۵۳	۰/۱۶۸۵	۷/۲۲۸	۰/۰۰۰۱

بنابراین رابطه بین ارزان قیمت گذاری و انحراف معیار بازده های هفتگی به صورت زیر است:

$$ASTR_i = - 0/117 + 4/953 \delta_i \quad (R^2 = 0/4074)$$

در توجیه این رابطه باید گفت که هر چه بازار نسبت به ارزش بازار سهام دارای عدم اطمینان آتی بیشتری باشد، میزان تخفیفی که شرکت باید در نظر بگیرد تا سرمایه گذاران نامطلع قیمت خرید پیشنهاد دهند، بیشتر می شود. در رویه به کار رفته توسط درایتز و همکاران [۶] تغییر پذیری بالاتر بازده ها به عنوان شاخصی برای نامتقارن بودن اطلاعات در نظر گرفته شد. در واقع آن ها فرض کردند که عدم اطمینان آتی بالاتر و وجود عدم تقارن اطلاعاتی منجر به تغییر پذیری بالاتر بازده ها می شود و از لحاظ نظری رابطه مثبت بین میزان ارزان قیمت گذاری و تغییر پذیری بازده ها وجود دارد.

آزمون فرضیه سوم:

طبق این فرضیه نرخ بازده شاخص کل بازار (I_{t-1}) در دوره کوتاه مدت قبل از عرضه عمومی اولیه بر میزان



ارزان قیمت گذاری موثر است. این فرضیه ادعا می کند که بین ارزان قیمت گذاری در عرضه عمومی اولیه و عملکرد بازار در دوره کوتاه مدت قبل از عرضه عمومی اولیه رابطه ای وجود دارد. برای آزمون این فرضیه داده های مقطعی به صورت بازده شاخص کل بازاری ۲ ماه قبل از عرضه به عنوان متغیر مستقل و میزان ارزان قیمت گذاری به عنوان متغیر وابسته وارد تحلیل رگرسیون یک متغیره شد. با توجه به اینکه نتیجه آزمون فیشر ($F=1/79, Sig=0/185$) حاکی از نامناسب بودن برازش رگرسیون خطی بین این دو است. بنابراین متغیر نرخ بازده شاخص کل بازار را نمی توان به تنهایی وارد تحلیل رگرسیون کرد. از آن جایی که ضرایب رگرسیون نیز معنی دار نبود لذا فرض H_0 تایید می شود. این بدان معنی است که نرخ بازده شاخص کل بازار قبل از عرضه عمومی اولیه به تنهایی تاثیر معنی داری روی ارزان قیمت گذاری ندارد. جدول ۳ نتایج این آزمون را نشان می دهد.

جدول ۳: آزمون تأثیر نرخ بازده کل بازار در دوره قبل از عرضه عمومی اولیه بر ارزان قیمت گذاری

متغیر	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده		سطح معنی داری
	β	انحراف معیار	Beta	آماره t	
عرض از مبدا	0/232	0/066		3/532	0/001
بازده بازار در دوره قبل از عرضه سهام	-0/607	0/454	-0/152	-1/338	0/185

$$ASTR_i = 0/232 - 0/607 I_m \quad (R^2=0/023)$$

آزمون فرضیه چهارم:

طبق این فرضیه تعداد عرضه های عمومی متوالی (N_i) در دوره کوتاه مدت قبل از هر عرضه جدید بر میزان ارزان قیمت گذاری موثر است. در این فرضیه منظور از تعداد عرضه های عمومی اولیه متوالی تعداد شرکت هایی است که در دوره ۲ ماهه قبل از هر عرضه عمومی اولیه اقدام به عرضه عمومی اولیه سهام خود کرده اند. برای بررسی این فرضیه تعداد عرضه های عمومی اولیه طی ۲ ماه قبل از هر عرضه جدید با میزان ارزان قیمت گذاری به صورت داده های مقطعی وارد تحلیل رگرسیون یک متغیره شدند. با توجه به این که نتیجه آزمون فیشر ($F=5/571, Sig=0/021$) حاکی از مناسب بودن برازش رگرسیون خطی بین این دو متغیر است. بنابراین برازش رگرسیون خطی برای محاسبه تاثیر تعداد عرضه های عمومی اولیه قبل از هر عرضه جدید بر میزان ارزان قیمت گذاری مناسب است.

در جدول ۴ ضرایب و آماره های آزمون معنی داری تاثیر تعداد عرضه های عمومی اولیه قبل از هر عرضه



جدید بر ارزان قیمت گذاری آمده است:

جدول ۴: آزمون تأثیر تعداد عرضه های عمومی اولیه قبل از هر عرضه جدید بر ارزان قیمت گذاری

متغیر	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده		سطح معنی داری
	B	انحراف معیار	Beta	آماره t	
عرض از مبدا	0/036	0/076		0/469	0/641
متغیر تعداد IPO های متوالی	0/031	0/013	0/261	2/260	0/021

رابطه بین ارزان قیمت گذاری و تعداد عرضه های عمومی اولیه قبل از هر عرضه جدید به صورت زیر است. از آنجایی که ضریب این متغیر معنی دار است بنابراین فرضیه تاثیر تعداد عرضه های عمومی اولیه قبل از هر عرضه جدید بر میزان ارزان قیمت گذاری تایید می شود.

$$ASTR_i = 0/036 + 0/031 N_i \quad (R^2=0/068)$$

طبق تئوری سیکل بازار رابطه مثبت بین میزان ارزان قیمت گذاری و عملکرد مثبت بازار در کوتاه مدت قبل از عرضه عمومی اولیه وجود دارد. این رابطه ریشه در مشاهدات متعددی است که نشان می دهد در زمانی که بازده های اولیه سهام تازه عرضه شده بالاست تعداد موارد عرضه عمومی اولیه در بازار افزایش می یابد که اصطلاحاً به آن بازار انتشار سهام جدید داغ می گویند [۶].

آزمون فرضیه پنجم:

طبق این فرضیه حجم عرضه سهام توسط شرکت هایی که عرضه عمومی اولیه داشته اند (V_i) در میزان ارزان قیمت گذاری موثر است. در این فرضیه نسبت تعداد سهام عرضه شده به کل سهام شرکت به عنوان حجم عرضه عمومی اولیه تعریف شده است. داده های مقطعی ۷۸ مورد عرضه عمومی اولیه به صورت حجم عرضه و میزان ارزان قیمت گذاری وارد تحلیل رگرسیون شدند. از آن جایی که نتیجه آزمون فیشر ($F=0/417, sig=0/520$) حاکی از نامناسب بودن برازش رگرسیون خطی بین این دو متغیر است. بنابراین برازش رگرسیون خطی برای محاسبه تاثیر حجم عرضه به تنهایی بر میزان ارزان قیمت گذاری مناسب نیست. بعلاوه ضریب این متغیر نیز طبق رابطه زیر معنی دار نیست. بنابراین فرضیه H_0 تایید می شود.

جدول ۵: آزمون تأثیر حجم عرضه عمومی اولیه بر ارزان قیمت گذاری

متغیر	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	سطح معنی داری
	B	انحراف معیار		
عرض از مبدأ	۰,۱۶۹	۰,۰۵۱		۰,۰۰۱
حجم عرضه IPO	۰,۰۳۲	۰,۰۵۰	۰,۰۷۴	۰,۵۲۰

پس از اجرای رگرسیون تک متغیره برای چهار فرضیه ۲ تا ۵ همه چهار متغیر مستقل به روش Enter وارد تحلیل رگرسیون چند متغیره شدند.

در جدول ۶ ضرایب و آماره های آزمون معنی داری تأثیر چهار متغیر مستقل بر ارزان قیمت گذاری آمده است.

جدول ۶: آزمون تأثیر متغیرهای مستقل بر ارزان قیمت گذاری

متغیر	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	سطح معنی داری
	B	انحراف معیار		
ثابت	-۰,۱۲۸	۰,۰۷۱		۰,۰۷۵
انحراف معیار بازده ها	۴,۸۷۴	۰,۶۹۰	۰,۶۲۸	۰,۰۰۰
بازده بازار در دوره قبل از IPO	-۰,۸۴۲	۰,۳۵۱	-۰,۲۱۰	۰,۰۱۹
تعداد IPO های متوالی	۰,۰۲۳	۰,۰۱۱	۰,۱۹۲	۰,۰۲۳
حجم عرضه IPO	-۰,۰۴۰	۰,۰۳۸	-۰,۰۹۲	۰,۳۰۲

وقتی که همه چهار متغیر مستقل وارد مدل رگرسیون شدند ضرایب متغیرهای انحراف معیار بازده های هفتگی، بازده بازار در دوره قبل از عرضه عمومی اولیه و تعداد عرضه های عمومی اولیه متوالی معنی دار شدند. اما حجم عرضه به دلیل معنی دار نبودن از مدل حذف شد. بنابراین مدل رگرسیون چند متغیره به صورت زیر است:

$$ASTR_i = -0/128 + 4/874 \delta_i - 0/842 I_m + 0/023 N_i$$

$$(R^2=0/476)$$

رگرسیون خطی دارای مفروضاتی به شرح زیر است، تنها در صورتی می توان از رگرسیون خطی استفاده کرد که شرایط زیر برقرار باشند:

۱- میانگین (امید ریاضی) خطاها صفر باشد. به عبارت دیگر $E(e_i)=0$

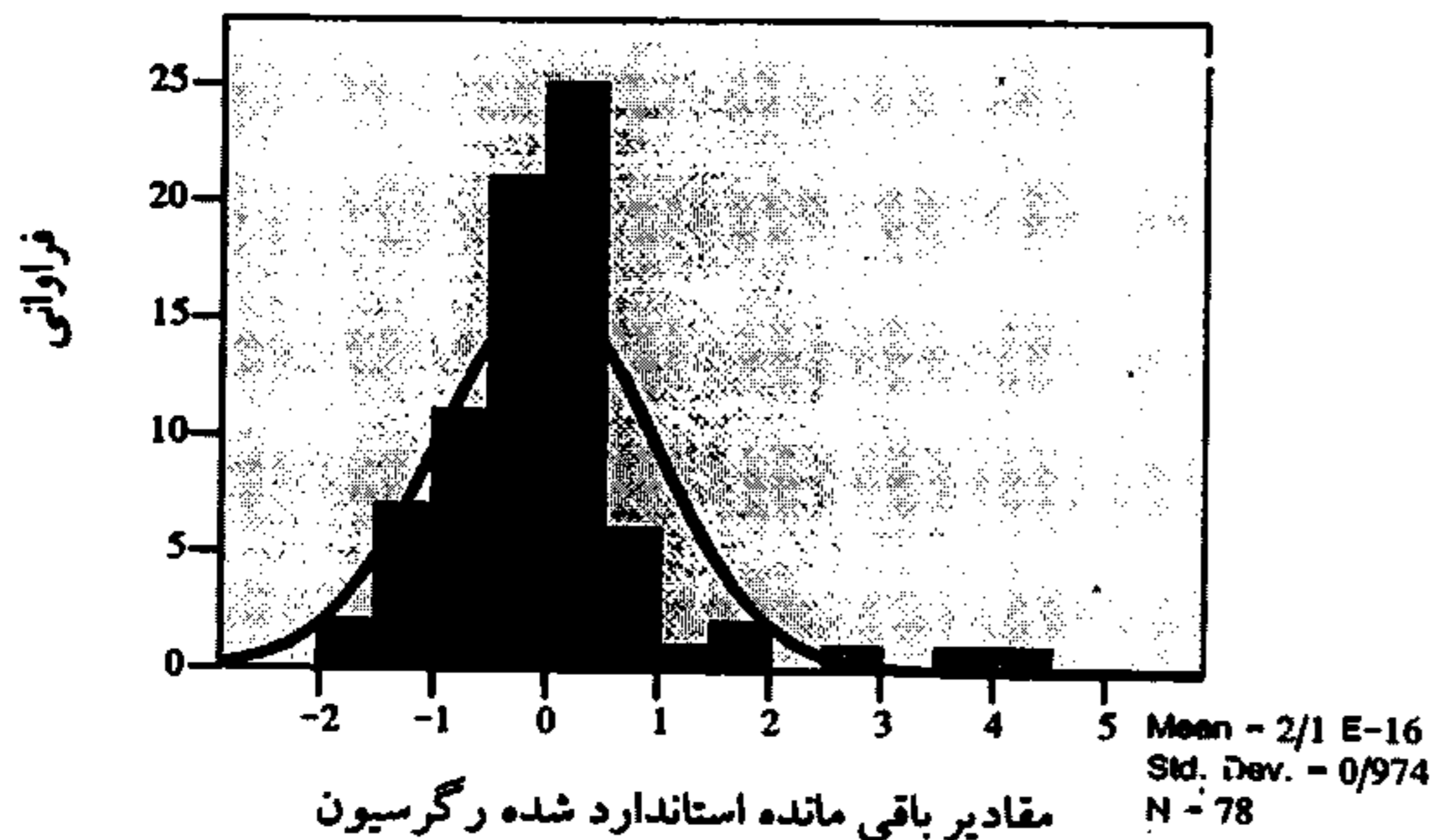
۲- واریانس خطاها ثابت باشد. به عبارت دیگر $V(e_i)=\sigma^2$

$$(D.W=1/906)$$

مفروضات ۱ و ۲ بدین معنی است که توزیع خطاها باید دارای توزیع نرمال باشد. برای بررسی نرمال

بودن خطاهای معادله، منحنی توزیع خطاها در مدل رگرسیون رسم شد. طبق نمودار ۱ میانگین توزیع خطاها بسیار کوچک (نزدیک به صفر) و انحراف معیار آن نزدیک به یک است، در نتیجه توزیع خطاهای مدل رگرسیون نرمال است.

نمودار ۱- منحنی توزیع خطاها در مدل رگرسیون



۳- بین مقادیر خطاها پدیده خود همبستگی وجود نداشته باشد. اگر آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد، می توان فرض عدم وجود همبستگی بین مقادیر خطا را پذیرفت [۲۷]. آماره دوربین واتسون ۱/۰۶ است که در بازه قابل قبول قرار گرفته است. بنابراین فرض استقلال مقادیر خطاها در مدل رگرسیون مورد تأیید است.

۴- معادله رگرسیون برازش شده در کل معنادار باشد. برای آزمون معناداری کلی مدل از آماره F در سطح ۹۵٪ استفاده شده است. سطح معنی داری بدست آمده برای آماره F در جدول ۷ نشان دهنده مناسب بودن برازش رگرسیون خطی متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته و معنی دار بودن رگرسیون است.

مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره فیشر F	سطح معنی داری
۷,۱۱۲	۴	۱,۷۷۸	۱۶,۵۸۵	۰,۰۰۰
۷,۸۲۶	۷۳	۰,۱۰۷		
۱۴,۹۳۸	۷۷			

آزمون فرضیه ششم :

طبق این فرضیه بازده بلند مدت عرضه های عمومی اولیه کمتر از بازده بلند مدت شاخص کل بازار است. این فرضیه ادعا می کند که عملکرد بلند مدت سهام جدید پایین تر از عملکرد شاخص بازار است. برای آزمون این فرضیه ابتدا تغییرات قیمت ماهانه هر یک از هفتاد و هشت عرضه عمومی اولیه از تاریخ اولین عرضه به مدت ۳۶ ماه بعد از آن از نرم افزار اطلاعاتی بورس تهران استخراج شد و نرخ بازده ماهانه محاسبه شد. همچنین بازده شاخص کل بازار برای هر دوره مشابه نیز محاسبه شد. تفاضل بازده ماهانه بازار از بازده ماهانه هر عرضه عمومی اولیه نرخ بازده تعدیل شده ماهانه هر سهم جدید را نشان می دهد. سپس بازده های تعدیل شده برای دوره ۳۶ ماهه به صورت تجمعی حساب شدند. میانگین بازده تعدیل شده تجمعی ۷۸ مورد عرضه عمومی اولیه طبق روابط زیر آزمون شدند.

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D}{P_t}$$

R_{it} = بازده عرضه عمومی اولیه سهم t در ماه

P_t = قیمت سهم در پایان ماه

P_{t-1} = قیمت سهم در ابتدای ماه

D = هر گونه مزایای توزیع سود نقدی، حق تقدم و سود سهمی

$$R_{mt} = \frac{(I_t - I_{t-1})}{I_t}$$

R_{mt} = بازده شاخص کل بازار در ماه t

I_t = شاخص کل بازار در پایان ماه

I_{t-1} = شاخص کل بازار در ابتدای ماه

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$$CAR_{(t=1, \dots, 36)} = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^{36} AR_{it}$$

AR_{it} = بازده تعدیل شده با بازده بازار سهم t در ماه

R_{it} = بازده سهم t در ماه

R_{mt} = بازده شاخص کل بازار در ماه t

N = تعداد ۷۸ مورد عرضه عمومی اولیه

$T=36-1$ ماه

CAR = بازده تعدیل شده تجمعی عرضه های عمومی اولیه

$$H_0 : CAR_{(t=1, \dots, 36)} \leq 0$$

$$H_1 : CAR_{(t=1, \dots, 36)} > 0$$

آزمون آتک نمونه ای نشان می دهد که با توجه به اینکه $sig = 0.0001$ است. از این رو فرضیه صفر رد می شود. به عبارت دیگر بازده های تعدیل شده تجمعی ۳۶ ماهه ۷۸ مورد عرضه عمومی اولیه طی سال های ۱۳۷۸-۱۳۸۲ در بورس تهران مثبت بوده است. بنابراین فرضیه ششم مبنی بر کمتر یا مساوی بودن نرخ بازده بلند مدت عرضه عمومی اولیه سهام از بازده بلند مدت بازار با اطمینان بیش از ۹۵٪ تایید نمی شود. در نتیجه دلیلی بر تأیید عملکرد پایین بلند مدت عرضه های عمومی اولیه در بورس تهران دیده نمی شود. جدول ۷ آماره های این آزمون را نشان می دهد:

جدول ۷: آزمون عملکرد بلند مدت عرضه عمومی اولیه

متغیر	تعداد داده ها	درجه آزادی	میانگین داده ها	انحراف معیار داده ها	t	سطح معنی داری	اختلاف میانگین داده ها با اطمینان ۹۵ درصد	
							حد پایین	حد بالا
بازده های تعدیل شده تجمعی ۳۶ ماهه	۷۸	۷۷	۰/۰۱۹۹۳۱	۰/۰۲۱۳۱	۵/۶۱۱	۰/۰۰۰	۰/۰۱۲۷	۰/۰۲۷۱

نتایج پژوهش :

۱- بازده کوتاه مدت عرضه عمومی اولیه سهام بیش از بازده کوتاه مدت شاخص کل بازار است. بنابراین پدیده ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه در بورس تهران طی سال های ۱۳۷۸-۱۳۸۲ تحقق یافته است. این بدان معنی است که خرید عرضه های عمومی اولیه در کوتاه مدت برای سرمایه گذاران بازده فوق العاده ای (بیش از متوسط بازار) به ارمغان داشته است. این نتایج یافته های دموری [۲۵]، لوگ [۱۵]، ایبوتسن و جف [۱۶]، بارون [۴]، رایتر [۷]، تینیک [۸]، ولج [۱۷]، آگاروال و ریولی [۱۲] و درابتز و همکاران [۶] را تأیید می کند.

۲- متغیرهای انحراف معیار بازده های هفتگی طی دو ماه بعد از عرضه عمومی اولیه، بازده بازار در دوره قبل از

عرضه عمومی اولیه و تعداد عرضه های عمومی اولیه متوالی قبل از هر عرضه جدید روی ارزان قیمت گذاری تاثیر معنی داری دارند. اما حجم عرضه عمومی اولیه تاثیر معنی داری بر پدیده ارزان قیمت گذاری ندارد. ضریب مثبت انحراف معیار بازده ها بدان معنی است که هر قدر عدم تقارن اطلاعاتی بین تحلیل گران بازار و شرکت هایی که سهامشان عرضه عمومی اولیه می شوند درباره اوضاع شرکت بیشتر باشد، ریسک سرمایه گذاران افزایش می یابد و شرکت برای جبران این ریسک، سهام را ارزان قیمت گذاری می کند. این نتایج فرضیه ریسک آتی بارون [۴] و مدل راک [۵] را تأیید می کند. ضریب منفی بازده های بازار در دوره کوتاه مدت قبل از عرضه عمومی اولیه نشان می دهد که هر قدر شاخص بازار قبل از عرضه روند افزایشی داشته باشد، ارزان قیمت گذاری کاهش می یابد. ضریب مثبت تعداد عرضه های عمومی متوالی قبل از هر عرضه جدید نشان می دهد که هر قدر تعداد موارد عرضه عمومی طی ۲ ماه قبل از هر عرضه جدید بالا باشد، ارزان قیمت گذاری افزایش می یابد. این نتیجه فرضیه ادواری بودن بازار رایتر [۷] را تأیید می کند.

۳- عملکرد بلندمدت عرضه عمومی اولیه سهام بالاتر از عملکرد بلند مدت شاخص کل بازار است. این بدان معنی است که اگر خریداران عرضه های عمومی اولیه سهام خط مشی خرید و نگه داری این گونه سهام را طی مدت ۳ سال بعد از عرضه اولیه اتخاذ کنند به بازده های فوق العاده ای (بیش از متوسط بازار) دست می یابند. این نتایج با یافته های پژوهش لیواس [۲۰]، چن و کیوئی [۲۲] و درابتز و همکارانش [۶] متفاوت است.

پیشنهادها

- ۱- خط مشی خرید و نگهداری کوتاه مدت و بلند مدت عرضه های عمومی اولیه سهام به دلیل وجود بازده های فوق العاده برای سرمایه گذاران در بورس تهران توصیه می شود.
- ۲- افشاء اطلاعات از شرکت هایی که سهامشان عرضه عمومی اولیه می گردد باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می شود. در نتیجه انحراف معیار بازده ها کاهش می یابد. بنابراین خرید سهامی که انحراف معیار بازده های آن پایین است ریسک سرمایه گذاران را کاهش می دهد.
- ۳- سرمایه گذاران زمانی از عرضه های عمومی اولیه استقبال کنند که روند شاخص بازار قبل از عرضه افزایشی نیست.
- ۴- توصیه می شود سرمایه گذاران زمانی اقدام به خرید عرضه های عمومی اولیه کنند که تعداد موارد عرضه

عمومی قبل از هر عرضه جدید افزایش داشته است.

منابع

۱- عباسی، ابراهیم. (۱۳۸۳). *روش ها و نظریه های انتشار سهام و قیمت بازار*، تهران، انتشارات علمی و فرهنگی.

2-Madura, jeff.(2006)."Financial Institution and market, 7 edition", Thomson south-western.

3-Welch, Ivo and Jay Ritter. (2002)."A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", *Yale ICF Working Paper*, No 02-01.

4-Baron, David P.(1982)" A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues", *The Journal of Finance*, Vol. 37, No. 4. pp: 955-976.

5-Rock, k. (1986) "Why New issues Are Underpriced". *Journal of Financial Economics*, 15, pp: 187-212.

6-Drobtz, Wolfgang and Matthias Kammermann and Urs Walchli. (2003), "Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland" *WWZ/Department of Finance*, Working Paper No. 3/03.

7-Ritter, Jay. (1984)." The Hot Issue Market of 1980" *The Journal of Business*, Vol. 57, No. 2., pp: 215-240.

8-Tinic, Seha M. (1988). "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *The Journal of Finance*, Vol. 43, No.4, pp: 789-822.

9-Saunders, Anthony. (1990) "Why are so many new stock issues underpriced?" *Business Review*, Mar/Apr90, pp: 3-10

10-Brealy Richard and Myers Stewart. (1996). *Principles of corporate Finance*. McGraw – Hill international Book company.

11-Miller, Edward M. (1977), "Risk, uncertainty, and divergence of opinion", *Journal of Finance* 32, pp: 1151-1168.

within main sectors and during hot and cold issue periods" Erasmus University Rotterdam.

۲۵- دموری، داریوش. (۱۳۸۱). شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تحلیل روابط متقابل این عوامل. رساله دکتری مدیریت مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

۲۶- ظریف فرد، احمد. (۱۳۸۳). «بررسی عملکرد قیمت گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مطالعات حسابداری. انتشارات دانشگاه علامه طباطبائی. شماره ۸ زمستان ۸۳، ص ۲۷-۱.

۲۷ مؤمنی، منصور. (۱۳۸۶). تحلیل های آماری با استفاده از SPSS، تهران، انتشارات کتاب نو.

سایت رسمی انجمن حسابداری ایران

www.iranianaa.com

سایت جدید انجمن حسابداری ایران

WWW.ANSWERIAA.COM

تلفن:

۸۸۰۵۱۳۴۱ و ۸۸۰۳۸۴۱۸

12-Aggarwal, R. and Rivoli, P.(1990) "Fads in the Initial Public Offering market?" Financial management, VOL. 19, No. 4, pp:45-57.

13-Loughran, Tim, Jay Ritter. (1995). "The New Issues Puzzle" The Journal of Finance, Vol. 50, No. 1, pp: 23-5.

14-Ritter Jay R.,(1998) "Initial Public Offering ", Warren Gorham & Lamont Hand book of Modern Financial, Vol. 2, No.1

15-Logue, Dennis E. (1973), "On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969", Journal of Financial and Quantitative Analysis 8, pp: 91-103.

16-Ibbotson, Roger G. and Jaffe, Jeffrey. (1975) "Hot Issue market", Journal of Finance, VOL, XXX, NO. 4, pp: 1027- 1042.

17-Welch, I. (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings", Journal of Finance, 44, pp: 421-450.

18-Allen, F and Faulhaber,G. (1989) "Sifnaling by Underpricing in the IPO Market", Journal of Financial Economics, 23, pp: 303-323.

19-Ritter. Jay .(1991)" The long – run performance of initial public offerings", Journal of Finance, Vol.46, No.1. pp: 3-27.

20-Levis, Mario.(1993) "The Long – run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980- 1988" Financial Management, VOL. 22, NO. 1, pp: 28-41.

21-Beatty, R.P and Ritter, J. (1986) "Investment Banking, Reputation and Underpricing of Initial Public Offering" Journal of Financial Economics, VOL. 15, pp: 213-232.

22-Chen,Anlin and Kuei-ling pan. (2002)."An Answer to the Long-run Performance Puzzle of IPOs in Taiwan: An Application of the Fama-French Model", Journal of finance, pp:1-22

23-Chi Jina , Padgett Carol. (2002)" The performance and Long-run Charactristic of theChines IPO Market", ISMA Center Working Paper.

24-Doeswijk Ronald Q, Hemmo S. K. Hemmes, Roland Venekamp, (2005). " 25 years of Dutch IPOs,An examination of frequently cited IPO anomalies