

## عوامل موثر بر بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

صابر خداپرستی\*، غلامرضا زمانیان\*\*، علی سنگینیان\*\*\*

تاریخ دریافت: ۹۲/۰۵/۱۰

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۹/۲۰

### چکیده

تحقیق حاضر به بررسی بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل موثر بر آن در سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۰ پرداخته است. بدین منظور شرکت‌های نمونه با استفاده از روش نمونه‌گیری سرشماری از میان شرکت‌های واگذار شده دولتی مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی و شرکت‌های غیر دولتی انتخاب شده‌اند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد متوسط بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های واگذار شده دولتی در این دوره ۱۹.۵٪ (تعدیل شده با بازده بازار) و برای شرکت‌های خصوصی فقط ۸ درصد بوده است. هم‌چنین بازده بلندمدت عرضه‌های اولیه شرکت‌های دولتی و غیر دولتی در مقایسه با شاخص بازار، به ترتیب ۳۸٪- و ۵۸٪- بود. در شرکت‌های واگذار شده دولتی، اندازه شرکت و در شرکت‌های خصوصی، اندازه و عمر شرکت، نسبت P/E و ارزش ریالی معامله مهم‌ترین متغیرهای تاثیرگذار بر بازده کوتاه‌مدت بودند. به‌علاوه، اندازه شرکت، ارزش ریالی معامله و نسبت P/E مهم‌ترین متغیرهای اثرگذار بر بازده بلندمدت در شرکت‌های دولتی و نسبت P/E در بازده شرکت‌های غیر دولتی شناسایی شده‌اند. یافته‌های تحقیق هم‌چنین پیش‌بینی نظریه‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات را در بازار سرمایه ایران مورد تایید قرار می‌دهد.

**واژه‌های کلیدی:** سهام عرضه اولیه، بازده، شرکت‌های واگذار شده دولتی و خصوصی

طبقه بندی موضوعی: G32

\* کارشناسی ارشد مدیریت دانشگاه سیستان و بلوچستان (نویسنده مسئول) (saberkhodaparasti@yahoo.com)

\*\* استادیار گروه اقتصاد دانشگاه سیستان و بلوچستان (zamanian@eco.usb.ac.ir)

\*\*\* مدیر عامل شرکت تامین سرمایه امین (sanganian@gmail.com)

### مقدمه

امروزه شرکت‌هایی که به وسیله دولت‌ها کنترل می‌شوند و مالکیت دولتی دارند، اغلب به‌عنوان موضوعی سیاسی در نظر گرفته می‌شوند و بنابراین برای سرمایه‌گذاران به‌عنوان رویدادی مطلوب برای سرمایه‌گذاری در نظر گرفته نمی‌شوند (مارستی و سابرامانیا، ۲۰۱۰). بیاس و پروتی (۲۰۰۲) استدلال کردند که دولت‌ها ممکن است تعمداً سهام عرضه‌های اولیه خود را از طریق برنامه‌های خصوصی‌سازی کم‌تر از ارزش ذاتی قیمت‌گذاری کنند تا محبوبیت بیش‌تری را کسب نمایند. در یک بررسی دقیق‌تر، دوتتر و مالاستا (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع<sup>۲</sup> در خصوصی‌سازی دولتی، بیش‌تر مشهود است. در ادبیات مالی، شکل‌گیری بازده‌های سهام عرضه‌های اولیه به قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع این سهام نسبت داده می‌شود. پدیده قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع سهام عرضه‌های اولیه پدیده‌ای جهان‌شمول بوده و در بورس اوراق بهادار اکثر کشورها مستند شده است (لاگران و ریتز، ۱۹۹۴). برخلاف ماهیت جهان‌شمول پدیده قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع و به تبع آن بازده کوتاه‌مدت مثبت، پدیده عملکرد منفی بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه در همه بازارهای سرمایه تایید نشده و شواهد ضد و نقیضی گزارش شده است (آگاتی و همکاران، ۲۰۱۲).

از آن جایی که در تحقیق‌های انجام گرفته بازده‌های عرضه‌های اولیه سهام کلیه شرکت‌ها اعم از شرکت‌های بخش خصوصی و شرکت‌های مشمول واگذاری در جریان خصوصی‌سازی به صورت کلی و یک‌جا مورد مطالعه قرار گرفته است، لذا این پرسش که آیا رابطه معنی‌داری بین بازدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه در شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ و شرکت‌های بخش خصوصی وجود دارد و در این صورت چه عواملی بر بازدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌های فوق اثرگذار است، یکی از موضوعات پژوهشی حائز اهمیت در این زمینه است. لذا محقق در این راستا درصدد پاسخ‌گویی به آن است.

### مبانی نظری پژوهش

محققان دلایل متعددی را برای بازده‌های سهام عرضه‌های اولیه ارائه کرده‌اند. این دلایل در قالب نظریه‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات، نظریه‌های مبتنی بر ملاحظات کنترل و ساختار مالکیت، نظریه‌های مبتنی بر علل نهادی و نظریه‌های رفتاری، شکل گرفته‌اند. در این تحقیق با

در نظر گرفتن محیط اقتصادی و شرایط خاص حاکم بر بازار سرمایه در ایران، تنها به تشریح و آزمون بازتاب‌های تجربی نظریه‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات پرداخته شده است که عمومیت بیش‌تری دارند. شناخته شده‌ترین فرضیه‌هایی که بر محور نظریه عدم تقارن اطلاعات شکل گرفته‌اند، به شرح ذیل است:

### فرضیه نفرین برنده<sup>۳</sup>

در این فرضیه، بازده‌های غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه پاداشی جهت جذب سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای به مشارکت مستمر در بازار عرضه‌های اولیه محسوب می‌شود (سو و فلیشر، ۱۹۹۹). زیرا سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و آگاه در مقایسه با سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای، اطلاعات بیش‌تر و بهتری درباره ارزش ذاتی سهم عرضه شده در اختیار دارند. بر همین اساس سرمایه‌گذاران آگاه می‌توانند عرضه‌های اولیه خوب را از عرضه‌های اولیه بد تشخیص دهند. همین موضوع سبب نفرین سرمایه‌گذاران آگاه به وسیله سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای (نفرین برنده) می‌گردد (چان و همکاران، ۲۰۰۴).

### فرضیه علامت‌دهی<sup>۴</sup>

برطبق این فرضیه قیمت اولیه سهام، نشانه‌ای از کیفیت سهام جدید است. عرضه زیر قیمت سهام جدید، اطلاعات مهمی درباره کیفیت شرکت به سرمایه‌گذاران می‌دهد. بر طبق این فرضیه، مالکان شرکت ارزش واقعی شرکت را می‌دانند، اما سرمایه‌گذاران بالقوه از این ارزش بی‌اطلاع هستند. بنابراین مالکان شرکت برای دستیابی به قیمت بهتر در عرضه‌های بعدی سهام اقدام به علامت‌دهی ارزش واقعی شرکت از طریق عرضه زیر قیمت سهام جدید می‌کنند (دروبتز و همکاران، ۲۰۰۵).

### فرضیه ابهام آتی<sup>۵</sup>

این فرضیه عامل اصلی قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع سهام عرضه‌های اولیه را به ابهام آتی در خصوص ارزش ذاتی سهام عرضه شده نسبت می‌دهد. طبق این فرضیه، هر قدر ابهام آتی درباره ارزش ذاتی سهم عرضه شده بیش‌تر باشد، مزیت اطلاعاتی سرمایه‌گذاران آگاه نسبت به سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای افزایش می‌یابد. بنابراین با فرض ثابت بودن سایر عوامل، عرضه‌هایی

که بیش تر در معرض عدم تقارن اطلاعات قرار دارند، به میزان بیشتری، کم تر از واقع قیمت گذاری می شوند (ریتر و ولج، ۲۰۰۲).

نظر به این که امکان اندازه گیری مستقیم ابهام آتی وجود ندارد، برای آزمون تجربی این فرضیه ناگزیر از متغیرهایی به عنوان جایگزین ابهام آتی استفاده می شود که متداول ترین آن ها به شرح ذیل است (دروبتزو همکاران، ۲۰۰۵).

### اندازه شرکت

اندازه شرکت عاملی است که بر بازده شرکت تاثیر می گذارد. اندازه شرکت می تواند جایگزین ریسکی شود که نمی توان به وسیله بتا توجیه کرد. هر شرکتی کوچک تر باشد، میزان نقدینگی سهام آن کم تر است. از این رو بازده مورد انتظار سرمایه گذار بیش تر می گردد (ریتر، ۲۰۰۲). به اعتقاد ریتر (۲۰۰۲) و کیماز (۲۰۰۱)، شرکت های کوچک به دلیل ابهامات بیش تری که در مورد ارزش ذاتی و آینده آن ها وجود دارد، در مقایسه با شرکت های بزرگ ریسک بیش تری دارند و بیش تر در معرض اهداف سوداگرانه سرمایه گذاران قرار می گیرند، لذا سطح قیمت گذاری کم تر از واقع مورد انتظار از سهام شرکت های کوچک بیش تر است.

### عمر شرکت

با توجه به این که بازار از شرکت های با قدمت طولانی در مقایسه با شرکت های نوپا و جوان اطلاعات بیش تری در اختیار دارد، انتظار می رود شرکت های با قدمت طولانی از ابهام آتی کم تری برخوردار باشند. بنابراین انتظار می رود هر قدر شرکت عرضه کننده سهم جوان تر باشد، سطح قیمت گذاری کم تر از واقع سهم آن بیش تر باشد. به عبارتی بین بازده و عمر شرکت عرضه کننده اولیه سهم، رابطه معناداری پیش بینی می شود (راک، ۲۰۰۸). این فرضیه توسط محققانی چون (بتی و ریتر، ۱۹۸۶؛ سوو فیلشر، ۱۹۹۹؛ کیماز، ۲۰۰۰؛ چان و همکاران، ۲۰۰۴؛ کایر کولاک، ۲۰۰۸) مورد تایید قرار گرفته است و توسط گونوپولوس (۲۰۰۳) رد شده است.

### حجم ریالی معامله

کم بودن حجم ریالی معامله می تواند بیان گر احتمال عدم قدرت نقدشوندگی سهم در آینده و ابهام بیش تر در مورد چشم انداز آتی شرکت باشد (کیماز، ۲۰۰۰). بنابراین پیش بینی می شود

بین بازده سهام عرضه‌های اولیه و عایدات حاصل از عرضه اولیه سهام (حجم ریالی معامله) رابطه معناداری وجود داشته باشد. این فرضیه توسط محققانی هم‌چون بتی و ریتر (۱۹۸۶)، ایوتسون و همکاران (۱۹۹۴) و کیماز (۲۰۰۰) مورد تایید شده است.

### درصد عرضه اولیه سهم

به نظریلندوپایل (۲۰۰۲) ارزش شرکت با درصد سهام تحت تملک سهام‌داران اولیه شرکت رابطه مثبت دارد. کیسی و شورت (۲۰۰۰) اعتقاد دارند حفظ درصد عمده سهام به وسیله سهام‌داران اولیه می‌تواند ابهام سرمایه‌گذاران را نسبت به ارزش ذاتی سهام عرضه شده کاهش دهد. اگر چه این موضوع، می‌تواند قدرت نقدشوندگی سهم در بازار را نیز کاهش دهد. بنابراین برای آزمون اثر در صد عرضه اولیه سهم بر قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع، رابطه از پیش تعیین شده‌ای برای این متغیر متصور نیست (کیسی و شورت، ۲۰۰۰). نتایج تحقیق کیماز (۲۰۰۰) این فرضیه را تایید کرد و لیوتی (۲۰۰۵) رابطه مثبتی را بین درصد عرضه اولیه سهم و بازده پیش‌بینی نمود.

### نسبت P/E

این نسبت بیان می‌کند شرکت‌هایی که نسبت قیمت به سود هر سهم پایینی دارند، به دلیل بدبینی زیاد سرمایه‌گذاران موقتاً کم‌تر از ارزش واقعی‌شان قیمت‌گذاری می‌شوند و شرکت‌هایی که دارای نسبت بالا قیمت به سود هر سهم هستند، به دلیل خوش‌بینی زیاد سرمایه‌گذاران موقتاً دارای ارزشی بیش‌تر از ارزش واقعی‌شان هستند. دارکان (۲۰۰۲) نتیجه گرفت نسبت P/E بر بازده سهام عرضه‌های اولیه تاثیرگذار است. هم‌چنین لیوتی (۲۰۰۵) نیز به نتیجه‌ای مشابه دست یافت.

مرور پیشینه عرضه‌های عمومی اولیه در سطح بین‌الملل حکایت دارد که پدیده بازده کوتاه‌مدت غیرعادی عرضه‌های اولیه تنها به بازار سرمایه کشور آمریکا منحصر نمی‌شود، این پدیده در بورس اوراق بهادار سایر کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نیز شناسایی و مستند شده است. برخلاف ماهیت جهان‌شمول بودن بازده کوتاه‌مدت غیرعادی که توسط محققان گوناگونی از جمله (وانگ، ۲۰۰۵؛ کیمبرو، ۲۰۰۵؛ ماریستی و سابرامانیا، ۲۰۱۰؛ یو و همکاران، ۲۰۱۰؛ آگاتی و همکاران، ۲۰۱۲؛ علیخانی بوانی و دستگیر، ۱۳۸۷؛ یعقوب‌نژاد و

تاجیک‌نیا، ۱۳۸۹) به اثبات رسیده است، پدیده عملکرد منفی بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در همه بازارهای سرمایه تایید نشده و شواهد ضد و نقیضی گزارش شده است. در این راستا شرمان و بوچدادی (۲۰۱۱) تفاوت معنی‌داری بین بازده‌های بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه بین دو گروه شرکت‌های اسلامی و غیرا سلامی در بورس اوراق بهادار مالزی شناسایی نمودند. نورهافیزا و کاماران (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که عملکرد سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار مالزی در بلندمدت به وقوع می‌پیوندد که این نتیجه در تضاد با نتایج تحقیق وروک و یو (۲۰۰۹)، بارسلی و همکاران (۲۰۰۷) است. نوراتی و همکاران (۲۰۰۷) عملکرد مثبت معناداری را در سهام عرضه‌های اولیه مالزی گزارش نموده‌اند در حالی که کایر کولاک (۲۰۰۸) عملکرد کم‌تر از حد انتظار و منفی سهام عرضه‌های اولیه ژاپن را در بلندمدت مشاهده نمودند. در بورس اوراق بهادار تهران نیز نتایج متناقضی حاصل شده است. علیخانی بوانی و دستگیر (۱۳۸۷) عملکرد ضعیف و منفی را برای سهام عرضه‌های اولیه در بلندمدت را مشاهده نمودند، در حالی که سایر محققان از جمله (عباسی و بالاورد، ۱۳۸۸؛ مدرس و عسگری، ۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند عملکرد مثبت در بلندمدت واقع می‌شود. دلیل این نتایج متناقض در رابطه با عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه، ازدیدگاه محققان مختلف از جمله (آگاتی و همکاران، ۲۰۱۲؛ یو و همکاران، ۲۰۱۰؛ کولی و سورت، ۲۰۰۴؛ گامپرز و لرنر، ۲۰۰۳؛ آکبو و همکاران، ۲۰۰۰) نتیجه روش‌های اقتصادسنجی متفاوت پژوهش‌گران در اندازه‌گیری و تخمین مدل‌های بازده غیرعادی بلندمدت است.

آگاتی و همکاران (۲۰۱۲) در تحقیقی به بررسی قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه و شناسایی عوامل موثر بر آن پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس لندن در حدود ۱۰-۲۰٪ است و دو متغیر ریسک ناشی از عدم اطمینان و شهرت ناشر پذیره‌نویس رابطه مثبت معناداری بر بازده کوتاه مدت دارد در حالی که متغیر قدرت مالی شرکت در مقطع عرضه اولیه با بازده رابطه معکوس دارد. سوویانگاسا (۲۰۱۱) به بررسی اثر شهرت متعهد پذیره نویسی بر بازده‌های اولیه و عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه پرداخت. نتایج تحقیق حاکی از آن بود شهرت متعهد پذیره نویسی بر بازده‌های اولیه تعدیل شده با بازده بازار اثر اندکی دارد در حالی که این متغیر بر عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه به طور قابل ملاحظه‌ای

اثر معنادار و مثبت دارد. نورهافیزا و کاماران (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌های مالزیایی با استفاده از شاخص بازار به عنوان یک رویکرد مقایسه‌ای پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد زمانی که شرکت‌ها اندازه و نسبت‌های بازار مشابهی دارند، در دوره زمانی سه ساله تحت روش هم وزنی، نه عملکرد بالا و نه عملکرد پایینی دارند. با این وجود تفاوت معناداری بین دو روش بازده‌های غیرعادی تجمعی و بازده‌های خرید و نگهداری تحت روش وزن‌های متفاوت وجود داشت. شرمان و بوچدادی (۲۰۱۱) تفاوت عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در شرکت‌های اسلامی و غیراسلامی حاضر در بورس اوراق بهادار جاکارتا را بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان داد زمانی که از بازده‌های تجمعی و بازده‌های خرید و نگهداری استفاده می‌شود، تفاوت آماری قابل ملاحظه‌ای بین شرکت‌های اسلامی و غیراسلامی وجود دارد. یو و همکاران (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی عملکرد قیمت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازارهای ادغامی و پیشرفته آسیایی پرداختند. نتیجه حاکی بود که قیمت‌گذاری کمتر از واقع در سهام عرضه‌های عمومی اولیه وجود دارد که منتهی به بازدهی بیش‌تر از بازده بازار در کوتاه‌مدت می‌شود. هم‌چنین بازدهی بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه به روش اقتصادسنجی مورد استفاده در پژوهش بستگی دارد.

بر اساس مبانی نظری و پیشینه تحقیق، سوال‌های پژوهش حاضر به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

۱. آیا بین بازدهی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ و شرکت‌های خصوصی رابطه معنی‌داری دارد؟
۲. آیا بین بازدهی بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ و شرکت‌های خصوصی رابطه معنی‌داری دارد؟

### روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش با توجه به ادبیات و پیشینه، متغیرهای اندازه شرکت، عمر شرکت، حجم ریالی معامله، درصد عرضه سهام در روز عرضه و نسبت P/E به عنوان متغیرهای مستقل و بازده

سهام به عنوان متغیر وابسته تحقیق در نظر گرفته شده است. هم چنین از روش جدید اقتصادسنجی داده های تابلویی<sup>۶</sup> استفاده شده است.

جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت هایی هستند که در قلمرو زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ برای اولین بار مبادرت به عرضه اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار تهران نموده اند. شایان ذکر است از آنجایی که اولین شرکت واگذار شده مشمول اصل ۴۴ قانون اساسی در تاریخ ۱۳۸۵/۱۱/۱۵ سهام خود را در بورس عرضه نموده است، لذا این تاریخ به عنوان شروع بازه زمانی تحقیق به مدت پنج سال در نظر گرفته شده است. برای تعیین نمونه آماری مطالعه شده به دلیل حجم اندک شرکت های عرضه اولیه سهم از روش سرشماری استفاده شده است. در این راستا تعداد ۱۸ شرکت مشمول اصل ۴۴ و ۱۵ شرکت خصوصی انتخاب شدند.

### متغیرهای تحقیق

اندازه گیری متوسط بازده غیرعادی کوتاه مدت

در کشورهایی که از بازار سرمایه توسعه یافته بهره مند هستند، مقدار بازده اولیه سهام عرضه های عمومی اولیه به عنوان درصد اختلاف بین قیمت عرضه سهم و قیمت معاملاتی (بازار) سهم در پایان اولین روز عرضه سهم در بورس اوراق بهادار تعریف می شود. از سوی دیگر، در بازارهای سرمایه کم تر توسعه یافته که غالباً سیاست "دامنه نوسان روزانه قیمت" بر سهام اعمال می شود، ممکن است مدت زمانی به طول بینجامد تا قیمت بازار سهم به نقطه تعادلی عرضه و تقاضا (ارزش ذاتی) نزدیک شود. برای رفع این مشکل بازدهی تجمعی عرضه های اولیه تا ۳۰ روز پس از عرضه برای هر شرکت محاسبه شده است (علیخانی بوانی و دستگیر، ۱۳۸۷). به منظور اعتبار بخشیدن به نتایج تحقیق و فراهم کردن امکان مقایسه پذیری یافته های تحقیق با نتایج مطالعات مشابه در سایر کشورها، در این تحقیق جهت اندازه گیری متوسط بازده کوتاه مدت از روش شناسی استاندارد از جمله روش تحقیق چان و همکاران (۲۰۰۴)، آگاروال و همکاران (۱۹۸۹)، و کولی و سورت (۱۹۷۷) و به شرح رابطه ذیل استفاده شده است:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i0}}{P_{i0}} \times 100 \quad (1)$$



که در رابطه فوق:

$R_{it}$ : بازده اولیه (کوتاه‌مدت) سهام عرضه اولیه شرکت در  $t$  روز پس از عرضه؛

$P_{it}$ : قیمت معاملاتی سهم در  $t$  روز پس از عرضه؛

$P_{i0}$ : قیمت عرضه سهم در روز معامله در تابلو بورس اوراق بهادار.

سپس، بازده کوتاه‌مدت پرتفوی بازار در  $t$  روز پس از عرضه به شرح رابطه ذیل محاسبه شده است:

$$R_{mt} = \frac{M_t - M_0}{M_0} \times 100 \quad (2)$$

که در رابطه فوق:

$R_{mt}$ : بازده پرتفوی بازار در  $t$  روز پس از عرضه؛

$M_t$ : شاخص کل بازار در  $t$  روز پس از عرضه؛

$M_0$ : شاخص کل بازار در روز معامله سهم در بورس اوراق بهادار.

سپس با استفاده از متوسط بازده اولیه هر یک از سهام عرضه‌های عمومی اولیه (رابطه ۱) و متوسط بازده کوتاه‌مدت پرتفوی بازار (رابطه ۲)، بازده کوتاه‌مدت تعدیل شده یا به عبارتی بازده غیرعادی اولیه هر یک از سهام در پایان ماه اول از طریق رابطه زیر محاسبه شده است:

$$MAAR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (3)$$

که در رابطه فوق:

$MAAR_{it}$ : بازده کوتاه‌مدت تعدیل شده (بازده غیرعادی اولیه) سهم در  $t$  روز پس از عرضه؛

$R_{it}$ : بازده کوتاه‌مدت (تعدیل نشده) سهم در  $t$  روز پس از عرضه؛

$R_{mt}$ : بازده پرتفوی (شاخص) بازار در  $t$  روز پس از تاریخ عرضه سهم.

در گام آخر، به منظور محاسبه میانگین نرخ بازده غیرعادی تجمعی از رابطه زیر استفاده شده است (علیخانی یوانی و دستگیر، ۱۳۸۷):

$$CAR_{q-s} = \frac{1}{N} \sum_{T=q}^S AR_T \quad (4)$$

که در رابطه فوق:

$CAR_{q-s}$ : میانگین نرخ بازده غیر عادی تجمعی (انباشته) سهام جدید طی روزهای  $q$  تا  $s$  ام چنانچه نتیجه رابطه فوق مثبت باشد، چنین استنباط خواهد شد که سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران کم‌تر از واقع قیمت گذاری شده و در مقطع زمانی یک‌ماهه بازدهی بیش از پرتفوی بازار ایجاد کرده اند (باقرزاده و همکاران، ۱۳۹۰).

### اندازه‌گیری متوسط بازده غیر عادی بلندمدت

در این پژوهش برای اندازه‌گیری بازده غیر عادی بلندمدت از روش بازده‌های غیر عادی تجمعی استفاده می‌شود. به منظور محاسبه بازده غیر عادی تجمعی از مدل تعدیل شده بازار استفاده شده است. در این مدل فرض شده است که بازده بازار ( $r_m$ ) نتیجه فرایند مورد انتظار بازده سهام شرکت‌ها در هر دوره زمانی است، بنابراین تفاضل بازده واقعی شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$  با بازده بازار در همان دوره، نشان‌گر بازده غیر عادی سهام شرکت  $i$  در دوره  $t$  ( $AR_{it}$ ) است. بعد از محاسبه بازده غیر عادی ماهانه، از رابطه  $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it}$  متوسط بازده غیر عادی  $n$  سهم نمونه در ماه  $t$  ( $AR_T$ ) بدست می‌آید. در پایان از رابطه  $\sum_{T=q}^S AR_T$  نرخ بازده غیر عادی تجمعی طی ماه‌های  $q$  تا  $s$  ام محاسبه می‌شود.

#### تکانه (۱): روش‌های مورد استفاده برای اندازه‌گیری متغیرهای کنترل

متغیرها	چگونگی محاسبه
اندازه شرکت	لگاریتم (تعداد سهام منتشره ضرب در قیمت روز سهم)
عمر شرکت	لگاریتم (فاصله زمانی بین تاریخ تاسیس شرکت و تاریخ ورود به بورس برحسب سال)
حجم ریالی معامله	لگاریتم (تعداد سهام معامله شده ضرب در قیمت روز سهم)
نسبت P/E	قیمت به سود هر سهم
درصد عرضه	تعداد سهام عرضه شده تقسیم بر کل سهام شرکت در مقطع عرضه اولیه بدست می‌آید.

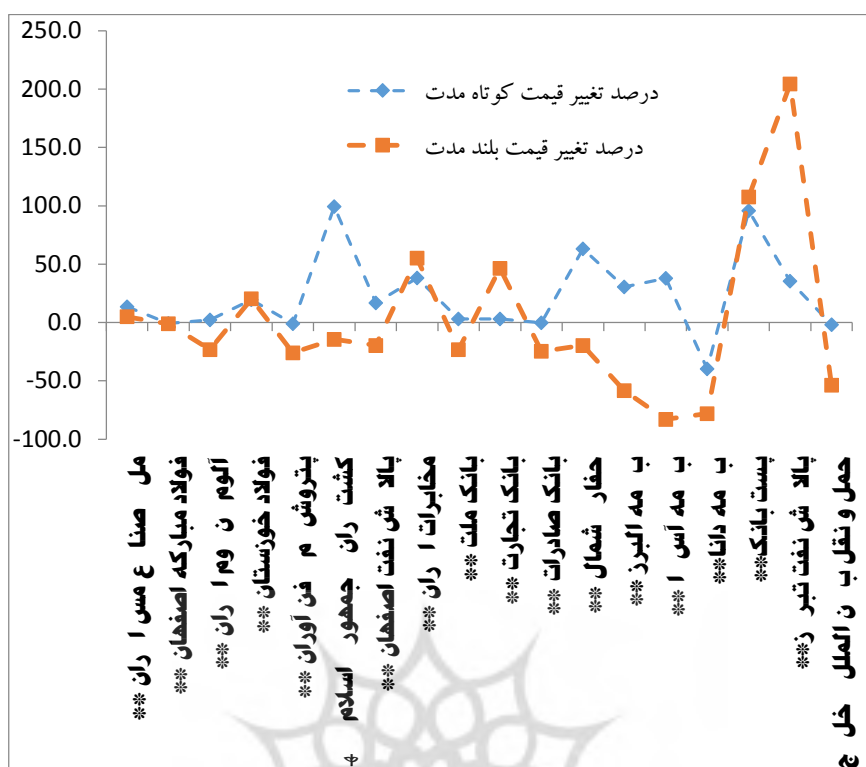
به این ترتیب، عوامل تعیین کننده مشترک در ادبیات موضوع که شرح آن در بخش قبل گذشت، چارچوب مدل تحقیق را به صورت زیر تصریح می کند:

$$\begin{aligned} \text{Return}(IPO_i) = & \alpha_0 + \gamma_1 L(\text{Size})_{i,t} + \gamma_2 (\text{Age})_{i,t} \\ & + \gamma_3 (\text{Of. Rate})_{i,t} \\ & + \gamma_4 (\text{Transaction volume})_{i,t} \\ & + \gamma_5 P/E_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

که در مدل فوق Return(IPOi) بازده کوتاه مدت و بلندمدت تعدیل شده با بازده بازار در بازده زمانی یک ماه و دوازده ماه بعد از عرضه و متغیرهای توضیحی شامل Size اندازه شرکت، Age عمر شرکت، Of. Rate در صد عرضه، Transaction volume حجم ریالی معاملات و نسبت P/E است.

### یافته‌های پژوهش

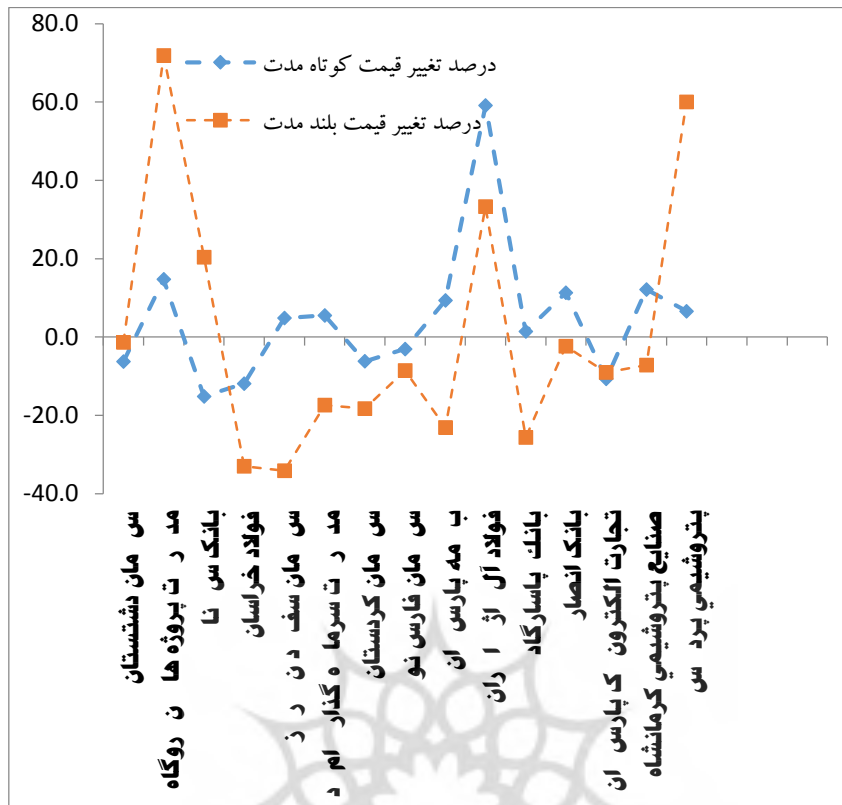
قبل از پرداختن به نتایج تجزیه و تحلیل سوال‌های تحقیق، ضرورت دارد روند تغییرات قیمت کوتاه مدت و بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ در درجه زمانی یک ماهه و یک ساله نشان داده شود. روند افزایشی - کاهش‌ی در نمودار (۱) ارائه شده است.



**نمودار (۱): روند تغییرات قیمت کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ نسبت به قیمت عرضه اولیه**

همان گونه که در نمودار (۱) مشخص است، روند تغییرات قیمت بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه اکثر شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ (۶۴٪ کل شرکت‌ها) نسبت به قیمت عرضه اولیه منفی بوده است؛ در حالی که در دوره کوتاه‌مدت اکثر این شرکت‌ها (۷۲٪ از کل شرکت‌ها) دارای روند قیمتی مثبت در مقایسه با قیمت عرضه اولیه بوده است.

نمودار (۲) درصد تغییرات قیمت سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های خصوصی را در بازه بلندمدت و کوتاه‌مدت نشان می‌دهد. همان گونه که در نمودار (۲) مشخص است بازدهی بلندمدت اکثر شرکت‌های خصوصی (۷۴٪ کل شرکت‌ها) منفی است. در حالی که در دوره کوتاه‌مدت اکثر این شرکت‌ها دارای بازدهی مثبت (۶۰٪ از کل شرکت‌ها) هستند.



نمودار (۲): روند تغییرات قیمت کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های خصوصی در مقایسه با قیمت عرضه اولیه

پرسش اول تحقیق این بود که آیا سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ و شرکت‌های غیردولتی در بورس اوراق بهادار تهران همانند سهام عرضه‌های اولیه در سایر کشورها، در کوتاه‌مدت بازده مثبت غیرعادی برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کنند یا خیر؟ این پرسش در قالب فرضیه اصلی اول تحقیق مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج آزمون در نگاره (۲) گزارش شده است.

**نگاره (۲): نتایج آزمون فرضیه اول (مقایسه بازده کوتاه مدت سهام عرضه های اولیه شرکت های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ و شرکت های خصوصی در دریچه زمانی یک ماه)**

شرکت های خصوصی		شرکت های واگذار شده مشمول اصل ۴۴		متوسط بازده
آماره t	شرکت ۱۵	آماره t	شرکت ۱۸	غیرعادی کوتاه مدت (%)
۹/۸۶۹۴	۸	۵/۵۹۲۶	۱۹/۵	
۰/۰۰۷۱		۰/۰۰۱۱		سطح معناداری
۱۴		۱۷		درجه آزادی
-۰/۴۲۸۵		-۰/۳۱۴۲		اختلاف میانگین

همان گونه که مشاهده می شود سهام عرضه های اولیه شرکت های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ در بورس اوراق بهادار تهران همانند عرضه های اولیه شرکت های خصوصی در بورس اوراق بهادار سایر کشورها در کوتاه مدت بازده غیرعادی (۱۹/۵ درصد) ایجاد کرده اند. این میزان برای شرکت های خصوصی ۸ درصد بوده است. با توجه به میزان سطح معناداری دو گروه که کم تر از سطح معنی داری ۰/۰۵ است، آماره t اهمیت این نتیجه را از لحاظ آماری معنادار گزارش می کند (به ترتیب، ۵/۵۹۲۶ و ۹/۸۶۹۴). این نتیجه با یافته های تحقیق (کیماز، ۲۰۰۲؛ شرتلر، ۲۰۰۲؛ کایر کولاک، ۲۰۰۸؛ یو و همکاران، ۲۰۱۰؛ باقرزاده و همکاران، ۱۳۹۰؛ عبده تبریزی و دموری، ۱۳۸۲) نیز مطابقت دارد.

پرسش دوم تحقیق این بود که آیا سهام عرضه های اولیه شرکت های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ در بورس اوراق بهادار تهران، در بلندمدت با خالی شدن حباب قیمتی و تاثیر نیروهای عرضه و تقاضا همانند سهام شرکت های خصوصی بازده منفی عاید سرمایه گذاران خود می کنند؟ این پرسش در قالب فرضیه اصلی دوم تحقیق مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج آزمون در نگاره (۳) گزارش شده است.

**نگاره (۳): نتایج آزمون فرضیه دوم (مقایسه بازده بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ و شرکت‌های خصوصی در درجه زمانی دوازده ماه)**

شرکت‌های خصوصی		شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴		متوسط بازده
آماره t	۱۵ شرکت	آماره t	۱۸ شرکت	غیرعادی بلند مدت (%)
۱۱/۶۸۷۵	-۱/۵۸	۳/۱۹۵۶	-۴/۳۸	
۰/۰۰۱۴		۰/۰۰۰۹		سطح معناداری
۱۴		۱۷		درجه آزادی
-۰/۴۰۰۰		-۰/۴۷۶۱		اختلاف میانگین

همان گونه که مشاهده می‌شود سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ در بورس اوراق بهادار تهران همانند شرکت‌های خصوصی در بلندمدت بازده منفی (۴/۳۸٪) ایجاد کرده‌اند. این میزان برای شرکت‌های خصوصی ۱/۵۸- بوده است. با توجه به سطح معنی‌داری که در هر دو گروه کم‌تر از ۰/۰۵ است، آماره t اهمیت این نتیجه را از لحاظ آماری معنادار گزارش می‌کند (به ترتیب، ۳/۱۹۵۶ و ۱۱/۶۸۷۵). بنابراین پدیده بازده منفی سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ در دوره بلندمدت در بورس اوراق بهادار تهران هستند و فرضیه اصلی دوم تحقیق در سطح معنادار قابل قبولی تایید می‌شود. این نتیجه با یافته‌های تحقیق (کایر کولاک، ۲۰۰۸؛ یو و همکاران، ۲۰۱۰؛ عبده تبریزی و دموری، ۱۳۸۲) نیز مطابقت دارد.

**نتایج آزمون تخمین مدل رگرسیونی تحقیق**

سوال اصلی این تحقیق این است که اگر سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ همانند سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های خصوصی در بورس اوراق بهادار سایر کشورها زیر قیمت عرضه شده و در کوتاه‌مدت بازده مثبت و در بلندمدت با خالی شدن حباب قیمتی و تاثیر نیروهای عرضه و تقاضا بازده منفی عاید سرمایه‌گذاران خود می‌کنند، در این صورت چه عواملی بر شکل‌گیری بازده‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده دولتی و شرکت‌های خصوصی تاثیرگذار است؟ برای آزمون این فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره داده‌های تابلویی استفاده شده است.

ابتدا برای مشخص کردن نوع تخمین مدل از دو آزمون F لیمر و هاسمن استفاده می‌شود. در آزمون لیمر، فرضیه  $H_0$  یعنی یکسان بودن عرض از مبداها (روش ترکیبی) در مقابل فرضیه مخالف  $H_1$  یعنی ناهمسانی عرض از مبداها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد. بنابراین در صورت رد فرضیه  $H_0$  روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به این که آماره F محاسبه شده برای مدل‌های تحقیق از مقدار F جدول که ۳۹.۱ است، بیش تر است، بنابراین مدل داده‌های تابلویی برای داده‌های نمونه تحقیق پذیرفته می‌شود. محاسبات فوق در نگاره (۴) نشان داده شده است.

#### نگاره (۴): محاسبه آماره F

آماره F	
۴/۳۲	مدل اول تحقیق (بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های دولتی)
۷/۸	مدل دوم تحقیق (بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های خصوصی)
۵/۳۸	مدل سوم تحقیق (بازده بلندمدت شرکت‌های دولتی)
۹/۶	مدل چهارم تحقیق (بازده بلندمدت شرکت‌های خصوصی)

روش داده‌های تابلویی خود به دو صورت روش اثرات ثابت و روش اثرات تصادفی است که انتخاب یکی از این دو روش با استفاده از آزمون هاسمن انجام می‌پذیرد (زراءنژاد و انوری، ۱۳۸۴). نگاره (۵) نتایج این آزمون را نشان داده است:

#### نگاره (۵): نتایج آزمون هاسمن

سطح معناداری	درجه آزادی	آماره خی دو	
۰/۰۰۳۲	۳	۶/۳۸۰۹۳۶	مدل اول تحقیق (بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های دولتی)
۱/۰۰۰۰	۳	۴۲/۶۵۲۵۴۸	مدل دوم تحقیق (بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های خصوصی)
۰/۰۱۶۸	۳	۱۰/۲۱۴۳۳۵	مدل سوم تحقیق (بازده بلندمدت شرکت‌های دولتی)
۰/۰۱۳۲	۳	۵/۰۱۲۲۵۶	مدل چهارم تحقیق (بازده بلندمدت شرکت‌های خصوصی)

همان‌طور که در نگاره (۵) ملاحظه می‌گردد، از آن جایی که در مدل اول، سوم و چهارم تحقیق معناداری کوچک‌تر از ۰.۰۵ است، فرضیه  $H_0$  رد می‌شود و مدل اثر ثابت در سطح ۹۵٪ به بالا پذیرفته می‌شود. این درحالی است که مدل اثرات تصادفی در مدل دوم تحقیق



پذیرفته می‌شود. پس از انجام آزمون F لیمر و آزمون هاسمن به تخمین مدل‌های تحقیق پرداخته می‌شود. خلاصه نتایج مدل اول تحقیق در نگاره (۶) گزارش شده است.

#### نگاره (۶): برآورد مدل اول تحقیق

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	ضریب تعیین	آماره دوربین واتسون	معناداری آماره F
اندازه شرکت	۰/۹۹	۴۷/۵۷۱۸	۰/۹۹۸۳	۲/۱۴۰۳	۰/۰۰۰۰
حجم ریالی معامله	۰/۰۰۱	۰/۰۷۵۸			
نسبت P/E	۰/۰۰۵	۱/۸۲۲۵			
AR(1)	۰/۹۳	۷۵/۵۱۲۹			

طبق فرضیه فرعی اول تحقیق انتظار می‌رفت بین اندازه شرکت و بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ رابطه معنی‌داری وجود داشته باشد. همان‌گونه که در نگاره (۶) مشاهده می‌گردد، معناداری این متغیر از لحاظ آماره تایید و این متغیر با ضریب ۰.۹۹ به صورت مثبت بر بازده کوتاه‌مدت تاثیرگذار است. این نتیجه با یافته‌های تحقیق (دارکان، ۲۰۰۰؛ کیماز، ۲۰۰۰؛ شرتر، ۲۰۰۲؛ مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹؛ عبده تبریزی و دموری، ۱۳۸۲) مطابقت دارد. تحلیل مدل اول تحقیق (بازده کوتاه‌مدت شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴) بیان‌گر آن است که مهم‌ترین متغیر اثرگذار بر عملکرد کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذار شده مشمول اصل ۴۴، اندازه شرکت است.

خلاصه نتایج مدل دوم تحقیق در نگاره (۷) گزارش شده است.

#### نگاره (۷): برآورد مدل دوم تحقیق

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	ضریب تعیین	آماره دوربین واتسون	معناداری آماره F
اندازه	۰/۳۹	۱۱/۸۰۸۹	۰/۸۲۰۳	۲/۱۲۱۵	۰/۰۰۰۰
حجم ریالی معامله	۰/۰۰۲	۲/۰۵۶۱			
P/E	۰/۰۳۸	۱۰/۰۴۷۰			
درصد عرضه	۰/۰۲	۱/۲۱۱۴			
عمر شرکت	۰/۲۵	۴/۱۵۲۹			

همان گونه که در تخمین مدل رگرسیون بازده کوتاه مدت در شرکت های خصوصی نگاره (۷) مشاهده می گردد، معناداری تمامی متغیرهای فوق به استثنای متغیر در صد عرضه سهم از لحاظ آماری مورد تایید قرار می گیرد و به ترتیب متغیرهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت P/E و حجم ریالی معامله مهم ترین متغیرهای اثرگذار بر بازدهی غیرعادی کوتاه مدت در شرکت های خصوصی هستند. یافته های این مدل با نتایج تحقیق (شرتلر، ۲۰۰۲؛ لیوتی، ۲۰۰۵؛ بتی و ریتر، ۱۹۸۶؛ ایوتسون و همکاران، ۱۹۹۴؛ کیماز، ۲۰۰۰) مطابقت دارد.

خلاصه نتایج مدل سوم تحقیق در نگاره (۸) گزارش شده است.

#### نگاره (۸): برآورد مدل سوم تحقیق

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	ضریب تعیین	آماره دوربین و واتسون	معناداری آماره F
اندازه شرکت	۰/۰۳	۳/۴۵۴۱	۰/۸۲۳۵	۲/۰۸۲۸	۰/۰۰۰۰۶۶
حجم ریالی معامله	۰/۰۲	۴/۰۳۸۸			
نسبت P/E	۰/۰۰۴	۳/۴۶۷۱			

تحلیل مدل رگرسیون سوم تحقیق حاکی از آن است که از میان متغیرهای چارچوب نظری تحقیق تنها معناداری متغیرهای اندازه شرکت، حجم ریالی معامله و نسبت P/E مورد تایید قرار می گیرد و به ترتیب متغیرهای اندازه شرکت، حجم ریالی معامله و نسبت P/E مهم ترین متغیرهای اثرگذار بر بازده بلندمدت سهام عرضه های عمومی شرکت های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ به شمار می روند. یافته های این مدل با نتایج (درویتز و همکاران، ۲۰۰۵؛ کیسی و شورت، ۲۰۰۰) مطابقت دارد.

نتایج منتج شده از مدل سوم تحقیق (بازده بلندمدت شرکت های واگذار شده مشمول اصل ۴۴) بیان گر این مطلب است که با گذشت زمان از تاریخ ورود شرکت های واگذار شده مشمول اصل ۴۴ به بورس و با آشکار شدن اطلاعات واقعی شرکت، سرمایه گذاران در بلندمدت به عوامل درونی و صورت های مالی شرکت بیش تر توجه می کنند.

## تکانه (۹): برآورد مدل چهارم تحقیق

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	ضریب تعیین	آماره دورین واتسون	معناداری آماره F
حجم ریالی معامله	۰/۰۱	۱/۰۸۳۵	۰/۹۴۰۵	۲/۱۹۲۵	۰/۰۰۲۳
P/E	۰/۰۲	۲/۰۴۹۶			

و در نهایت تحلیل مدل چهارم تحقیق بیان‌گر آن است که تنها متغیر اثرگذار بر بازدهی بلندمدت شرکت‌های خصوصی نسبت P/E است که این موضوع به خوبی گواه آن است که سرمایه‌گذاران در بلندمدت به عامل ریسک و نسبت‌های مالی در شرکت‌های خصوصی توجه بیش‌تری می‌نمایند. نتایج این مدل با یافته‌های (دارکان؛ ۲۰۰۲؛ لیوتی، ۲۰۰۵) مطابقت دارد.

## نتیجه‌گیری

یافته‌های تحقیق حاکی از بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های واگذارشده مشمول اصل ۴۴ به میزان ۱۹/۵۰٪ است که به میزان قابل توجهی از بازده کوتاه مدت شرکت‌های خصوصی (۸٪) بیش‌تر است که این امر می‌تواند مورد توجه سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای قرار بگیرد. هم‌چنین از میان متغیرهای مورد بررسی در شرکت‌های واگذارشده دولتی متغیر اندازه شرکت و در شرکت‌های خصوصی به ترتیب متغیرهای اندازه و عمر شرکت، نسبت P/E و حجم ریالی معامله مهم‌ترین متغیرهای تاثیرگذار بر بازده کوتاه‌مدت هستند. هم‌چنین مهم‌ترین متغیرهای اثرگذار بر بازده بلندمدت سهام عرضه‌های اولیه شرکت‌های دولتی به ترتیب متغیرهای اندازه شرکت، حجم ریالی معامله و نسبت P/E و در شرکت‌های خصوصی تنها نسبت P/E بر بازده بلندمدت اثرگذار هستند. از آنجایی که در سال‌های اخیر بورس اوراق بهادار تهران هم از لحاظ حجم معاملات و هم از لحاظ تعداد سرمایه‌گذاران افزایش یافته است، لذا نتایج فوق می‌تواند مورد استفاده سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی قرار گیرد تا با شناسایی عوامل موثر بر بازده سهام عرضه‌های عمومی اولیه، ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهند. از محدودیت‌های این پژوهش می‌توان به این نکته اشاره نمود که در این پژوهش متغیرهایی که بر اساس پژوهش‌های پیشین و نظریه عدم تقارن اطلاعاتی تصور می‌شد می‌تواند بر بازده غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی اولیه موثر باشند،

بررسی شده است. در حالی که ممکن است متغیرهای تاثیرگذار دیگری نیز باشند که در پژوهش حاضر بررسی نشده است.

### پی‌نوشت‌ها

- |                            |                                  |
|----------------------------|----------------------------------|
| ۱ Initial Public Offering  | ۴ Signaling hypothesis           |
| ۲ Underpricing             | ۵ Ex-ante uncertainty hypothesis |
| ۳ Winners curse hypothesis | ۶ Panel Data                     |

### منابع

- باقرزاده، سعید؛ نیکبخت، محمدرضا؛ نوروش، ایرج. (۱۳۹۰). عوامل موثر بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های مدیریت در ایران*. دوره ۱۵، شماره ۱. ۸۵ - ۱۱۵
- عباسی، ابراهیم؛ بالاورد، مهدی. (۱۳۸۸). آزمون پدیده ارزان قیمت گذاری عرضه عمومی اولیه سهام و عملکرد بلندمدت آن در بورس تهران. *تحقیقات حسابداری*، شماره ۳، ۱۶ - ۱.
- عبده تبریزی، حسین؛ دموری، داریوش. (۱۳۸۲). شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، سال پنجم، شماره ۱۵، ۵۰ - ۲۳.
- علیخانی بوانی، مهدی؛ دستگیر، محسن. (۱۳۸۷). اندازه‌گیری بازدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت عرضه‌های اولیه سهام، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز.
- مدرس، احمد؛ عسگری، محمدرضا. (۱۳۸۸). شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال دوم، شماره ۵، ۱۰۳ - ۷۷.
- هیبتی، فرشاد؛ مرادی، زهرا. (۱۳۸۹). قیمت گذاری سهام در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله مطالعات مالی*، شماره ۶، ۴۸ - ۱۹.
- یعقوب نژاد، احمد؛ تاجیک نیا، الهام. (۱۳۸۹). تبیین عوامل مالی و غیرمالی بر عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام (IPO) در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی*، سال اول، شماره اول، ۸۲ - ۵۵.

- Agathee, Ushad S. , Sannasee Raja. V. , Brooks, Chris. (2012). The underpricing of IPOs on the Stock Exchange of Mauritius. *Research in International Business and Finance* 26. 281-303.
- Biais, Bruno. , Perotti, Enrico. (2002). Machiavellian privatization. *American Economic Review* 92. 240-258.
- Chan, Kalok. , Wang, Junbo. Wei, K. C. John. (2004). Underpricing and long-term performance of IPOs in china. *J. corp. Finance* 10, 409-430.
- Drobtz, Wolfgang; Kammermann, Matthias; Walchli, Urs. (2005). Long-run performance of initial public offerings: The evidence for Switzerland. *Schmalenbach Business Review*. 253-275.
- Gompers, Paul. A. ; Lerner, Josh. (2003). The really long-run performance of initial public offerings: the pre Nasdaq evidence. *J. Finance* 58 (4), 1355-1392.
- Keasey Kalar. , Short. Hina. (1992). The underpricing of initial public offerings: Some UK evidence. *International Financial Management & Accounting*. 16. (No. 3). 229-262.
- Kimbro. , Marinilk. B. (2005). Managing underpricing? The case of pre-IPO discretionary accruals in china. *Journal of International Financial Management & Accounting*. 16. (NO. 3). 229-262.
- Kirkulak, Berna. (2008). The initial and long-run returns of Japanese venture capital-backed non-venture capital-backed IPOs. *International Journal of managerial Finance*. Vol4. NO2. 492-528.
- Kiyamaz, Halil. (2000). The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of multinational Financial Management*. 213-227.
- Ljungqvist, Ahiya. (2005). IPO underpricing. In B. E. Eckbo (Ed), handbook of corporate finance: Empirical corporate finance. North Holland Chapter 12.
- Marisetty, Vijaya. B. ; Subrahmanyam, Marti. G. (2010). Group affiliation and the performance of IPOs in the Indian Stock Market. *Journal of Financial Markets* 13. 196-223.
- Norhafiza, Neiker ; Kamaran. N. T. M. (2011). The long-run Share Price performance of Malaysian initial public offerings (IPOs). *Business Finance Account*. 34(1-2). 78-110.
- Ritter, Jay R; Welch, Ivo. (2002). A review of IPO activity, pricing , and allocations. *Journal of Finance*, 57, 1795-1828.
- Ritter. Jay R. (2002). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*. 205-230.
- Rock, Kevin. (2008). Why new issues are underpriced? *Journal of Financial Economics* 15. 76-86
- Su, Dongwei; Fleissner, Belton. (1999). An Empirical Investigation of underpricing Chinese IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal* 7. 173-202.

- Suherman, Aviya ; Buchdadi, Donter. (2011). The long-run performance of Initial Public Offerings (IPOs): comparisian between Shariah and Non shariah-based Firms. *International Research of Finance and Economics*. 74-84.
- Wu, Eliza; Ng. David; Moshirian, Fariborz. (2010). Model Specification and IPO Performance: New insights from Asia. *Research in International Business and Finance*. 24. 62-74

