

## بررسی تأثیر عوامل مالی و غیرمالی بر بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران

محمدحسن نژاد<sup>۱</sup>

محمد اصولیان<sup>۲</sup>

محمدامین خلیلی<sup>۳</sup>

### چکیده

در این تحقیق به موضوع بازدهی کوتاه‌مدت عرضه اولیه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. موضوع بازدهی همواره مورد اقبال فعالان بازارهای سرمایه در سراسر دنیا بوده است و تحقیقات بسیاری در همین راستا انجام پذیرفته است. قیمت‌گذاری زیر ارزش می‌تواند منشأهای متفاوتی داشته باشد که در این تحقیق به صورت خلاصه به آن‌ها پرداخته می‌شود. در ادامه، متغیرهای تحقیق به صورت عملیات تعریف می‌گردند. با بررسی عرضه‌های اولیه سهام در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ و محاسبه بازدهی‌های مازاد یک، سه و پنج‌روزه و همچنین یک‌ماهه پس از عرضه‌های اولیه، متغیرهای تأثیرگذار مورد آزمون قرار گرفته شدند. با بررسی نتایج حاصل از رگرسیون‌های مقطعی، می‌توان دریافت که دو عامل سود هر سهم و صنعتی که شرکت عرضه‌شده در آن حضور دارد، بیشترین تأثیر را بر بازدهی مازاد یک‌ماهه پس از عرضه‌های اولیه دارند. به این معنی که هر چه سود هر سهم شرکت عرضه‌شده بیشتر باشد، بازدهی کوتاه‌مدت آن نیز بیشتر خواهد بود. همچنین سایر متغیرهای مالی و غیرمالی حاضر در مدل‌های رگرسیونی معناداری قابل قبولی را ارائه نمی‌دهند.

**واژگان کلیدی:** عرضه اولیه، بازدهی کوتاه‌مدت، سود هر سهم، قیمت‌گذاری زیر ارزش

**طبقه‌بندی موضوعی:** G11, G14, G15

۱. استادیار گروه مدیریت مالی و حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران
۲. استادیار گروه مدیریت مالی و حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران
۳. کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

## ۱- مقدمه

در کشورهای توسعه یافته، نهادهای مالی از رئوس اقتصادی محسوب می‌شوند که ضمن تأثیرگذاری بر توسعه کشور، زمینه‌های لازم برای رشد اقتصادی آن کشور را فراهم می‌آورند. بازار سرمایه از مهم‌ترین ارکان اقتصادی کشورها محسوب می‌شود و به نحوی بیانگر وضعیت کلی اقتصاد کشورها می‌باشد. توسعه بازار سرمایه نه تنها بر رشد درآمدهای ملی مؤثر است بلکه رفاه عمومی جامعه را نیز تأمین می‌نماید. کارایی بازارهای مالی و رشد و توسعه آن‌ها، از وضعیت نهادهای مالی فعال سرچشمه می‌گیرد. افزایش نهادهای مالی فعال و بالا رفتن کارایی آن‌ها در وجود فضایی رقابتی، فضای لازم را برای رشد و توسعه اقتصادی به منظور تخصیص بهینه سرمایه فراهم می‌آورد تا این تخصیص مناسب‌تر و کاراتر و مطمئن‌تر صورت پذیرد.

یکی از اصلی‌ترین مکانیزم‌های توسعه بازار سرمایه، عرضه عمومی اولیه<sup>۴</sup> سهام شرکت‌ها در بورس می‌باشد. با عرضه سهام شرکت‌ها در بورس، از طرفی منابع مالی موردنیاز شرکت‌ها تأمین می‌گردد و از طرفی دیگر وجوه سرگردان سرمایه‌گذاران به چرخه بازارهای مالی وارد می‌شود.

بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه همواره از موضوع‌های موردبحث محققان مالی در سراسر دنیا و بخصوص کشور ایران بوده است. این بازدهی همواره برای سرمایه‌گذاران و همچنین محققان جذاب بوده و آن‌ها را به مطالعه درباره عوامل مؤثر بر آن واداشته است. بررسی عوامل مؤثر بر بازدهی عرضه‌های اولیه می‌تواند بر تصمیم سرمایه‌گذاران مبنی بر سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری در عرضه‌های اولیه تأثیرگذار باشد. لذا تحقیق حاضر در تلاش است تا با بررسی این عوامل در بورس اوراق بهادار تهران، بتواند نتایج مفید و قابل استفاده‌ای برای فعالان بازار سرمایه فراهم آورد.

## ۲- مبانی نظری

در بورس‌های بزرگ دنیا، سالانه شرکت‌های زیادی برای اولین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود می‌نمایند که در برخی کشورهای توسعه یافته به ۳۰۰ تا ۴۰۰ مورد در سال نیز می‌رسد (Ritter and Welch, 2002). مطالعات انجام شده در این حوزه عموماً بر ناهنجاری‌های زیر تکیه داشته‌اند:

- افت قیمت در بلندمدت<sup>۵</sup>
- قیمت‌گذاری زیر ارزش<sup>۶</sup>

4. Initial Public Offering

5. Long-Run Price Underperformance

6. Underpricing

• عرضه عمومی اولیه داغ<sup>۷</sup>

در این مطالعه به‌طور مشخص بحث بازدهی مازاد عرضه‌های اولیه و قیمت‌گذاری زیر ارزش و عوامل ساختاری مؤثر بر آن مورد توجه است. چرا شرکت‌ها در عرضه‌های عمومی اولیه، سهام خود را به قیمتی کمتر از قیمتی که سرمایه‌گذاران بالقوه تمایل به پرداخت آن دارند، عرضه می‌کنند؟ به عبارتی دیگر چرا شرکت‌ها با واگذاری بخشی از منافع سهام‌داران اولیه خود، هزینه قابل توجهی را متحمل شده و برای سرمایه‌گذاران جدید بازدهی اضافی ایجاد می‌کنند؟ در پاسخ به این سؤال، نظریه‌های مختلفی توسط محققان مالی و اقتصاددانان ارائه گردیده است. از شاخص‌ترین این نظریه‌ها می‌توان تئوری‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۸</sup>، تئوری‌های مبتنی بر ملاحظات کنترل و ساختار مالکیت، تئوری‌های مبتنی بر علل نهادی و تئوری‌های مالی رفتاری<sup>۹</sup> را نام برد. از دیدگاه ریتر (Ritter, 1998) تئوری‌های اشاره‌شده تداخلی در یکدیگر ایجاد نمی‌کنند، اما برخی از این نظریه‌ها در برخی کشورها به دلیل تفاوت محیط اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی با سایر کشورها، قابل مشاهده نیستند و قدرت تبیین پدیده قیمت‌گذاری کمتر از ارزش سهام عرضه‌های اولیه را ندارند.

نظریه‌های مبتنی بر فرض عدم تقارن اطلاعات: بر اساس این دسته از نظریه‌ها، قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام شرکت‌ها در عرضه عمومی اولیه، ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه‌کنندگان و خریداران سهام است. نظریه نفرین برنده<sup>۱۰</sup> که بر اساس آن، خریدار تمایل دارد درخواست‌هایی با قیمت‌های بیشتر از ارزش ذاتی اوراق بهادار داشته باشد و نیز نظریه که طبق آن، قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی تلاش ناشر است تا کیفیت علامت‌دهی سهم خود را به بازار نشان دهد در زمره مهم‌ترین نظریه‌های این دسته است.

نظریه‌های مبتنی بر ملاحظات نهادی: این دسته از نظریه‌ها، ارزش‌گذاری زیر قیمت سهام را به مسئولیت‌های قانونی عرضه‌کننده سهام نسبت می‌دهد. نظریه ریسک‌گریزی تضمین‌کنندگان فروش سهام، نظریه قدرت انحصاری مؤسسات تأمین سرمایه و نظریه محافظه‌کاری مؤسسات تأمین سرمایه در این دسته از نظریه‌ها، جای می‌گیرد.

نظریه‌های مبتنی بر ملاحظات رفتاری: این دسته از نظریه‌ها فرض عقلایی بودن سرمایه‌گذاران را که یکی از پایه‌های اصلی دانش مالی کلاسیک است، نقد می‌کنند و قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی سهام

7. Hot IPOs

8. Information Asymmetry

9. Behavioral Explanations

10. Winner's curse

در عرضه عمومی اولیه را از خلاف قاعده‌های بازار سهام می‌دانند که مبتنی بر رفتار غیر عقلایی سرمایه‌گذاران است. نظریه گرایش‌ها و علائق زودگذر و نظریه عکس‌العمل بیش‌ازاندازه سرمایه‌گذاران از جمله نظریه‌های مبتنی بر ملاحظات رفتاری است.

لذا با در نظر گرفتن محیط اقتصادی و شرایط خاص حاکم بر بازار سرمایه در ایران، در تحقیق حاضر برای تبیین پدیده بازده کوتاه‌مدت مازاد سهام عرضه‌های اولیه به برخی از این تئوری‌ها پرداخته شده است.

قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه عموماً به سه طریق صورت می‌پذیرد: (Jenkinson and Ljungqvist, 2001)

#### • روش قیمت‌گذاری ثابت<sup>۱۱</sup>

روش اول قیمت‌گذاری ثابت می‌باشد که در این حالت قیمت سهامی که برای اولین بار به عموم عرضه می‌گردد به صورت تثبیت‌شده در بازار اولیه عرضه می‌شود. این قیمت ثابت در اعلامیه پذیرهنویسی قیدشده و در طول عرضه سهام تا پایان عرضه سهام هیچ‌گونه تغییری صورت نمی‌گیرد. در این روش قیمت‌گذاری برای تعیین قیمت سهام عرضه و تقاضا تعیین‌کننده نیست و اصولاً کشف قیمت وجود ندارد. تحقیقات وسیع در سراسر دنیا در سال‌های اخیر در مورد قیمت‌گذاری ثابت اوراق بهاداری که برای اولین بار در بازار ارائه می‌گردد بیانگر این واقعیت است که این روش قیمت‌گذاری روش ضعیفی برای عرضه سهام در بازار اولیه بوده و قیمت سهامی که بدین ترتیب تعیین می‌شود متفاوت از قیمت واقعی عرضه خواهد شد. استدلال این است که در عرضه سهام برای اولین بار باید از قیمت‌گذاری ثابت این نوع سهام خودداری نمود چراکه نه منتشرکننده سهام و نه تضمین‌کننده فروش سهام از قیمت واقعی سهام آگاهی ندارند و این بازار است که بهترین تعیین‌کننده قیمت سهام بوده و باید با ایجاد مکانیسم‌هایی اجازه داد تا قیمت اوراق بهادار توسط بازار تعیین گردد.

#### • ثبت دفتری<sup>۱۲</sup>

در این روش قیمت سهام شرکت طی فرآیندی از طریق بازاریابی، جمع‌آوری سفارش‌ها خرید و قیمت‌های پیشنهادی و برآورد میزان تقاضا، مشخص می‌شود. مزایایی نظیر امکان کنترل و انعطاف‌پذیری بیشتر، هزینه کمتر در عرضه‌های با حجم بالا، امکان تعیین بهای بالاتر توسط ناشر، ایجاد هماهنگی در

11. Fixed price

12. Book Building

تعداد سرمایه‌گذاران آگه و ناآگه و جلوگیری از سواری مجانی سبب شده تا روش ثبت دفتری کاربرد بیشتری نسبت به سایر روش‌ها داشته باشد.

مراحل عرضه در روش ثبت دفتری به ترتیب زیر است:

- انتخاب شرکت تأمین سرمایه: شرکت تأمین سرمایه وظیفه مشاوره و انجام امور مربوط به عرضه را به عهده خواهد داشت.
- تعیین قیمت پایه و محدوده مجاز قیمتی: بر اساس بررسی‌های ابتدایی و برای جمع‌آوری سفارش‌ها قیمتی به عنوان قیمت پایه با یک محدوده قیمت مجاز تعیین می‌شود.
- فعالیت‌های تبلیغاتی: پس از تعیین قیمت پایه، به منظور معرفی سهم و بازاریابی آن حدود دو تا سه هفته فعالیت‌های تبلیغاتی صورت می‌گیرد. در این مدت سرمایه‌گذاران نهادی سفارش‌های خرید خود را (شامل حجم و قیمت پیشنهادی) برای شرکت تأمین سرمایه ارسال می‌کنند.
- ثبت سفارش‌ها و رسم منحنی تقاضا: کلیه سفارش‌های دریافتی جمع‌آوری و در دفتر ثبت می‌شوند. پس از آن با اطلاعات به دست آمده منحنی تقاضا برای سهام رسم شده و قیمت عرضه تعیین می‌گردد.

#### • عرضه عمومی به روش حراج<sup>۱۳</sup>

روش حراج ساختاری برای عرضه اولیه سهام است که در آن قیمت عرضه پس از دریافت همه پیشنهادها برای یافتن بالاترین پیشنهادی که در آن تمامی سهام قابل فروش باشد، تعیین می‌گردد. این روش اغلب برای عرضه شرکت‌های دولتی و همچنین اوراق خصوصی‌سازی که مجبور هستند تغییر مالکیت سهام بدهند، مورد استفاده قرار می‌گیرد و در سایر عرضه‌های اولیه شرکت‌ها به ندرت مورد استفاده قرار می‌گیرد. این روش خود دارای انواع متعددی از جمله حراج پیوسته، حراج صعودی، حراج نزولی و حراج باز می‌باشد.

### ۳- پیشینه تحقیق

#### مطالعات خارجی

کلاین (Klein, 1996) در تحقیق خود به طور مشخص نقش و اهمیت اطلاعات حسابداری در ارزش گذاری سهام عرضه های عمومی اولیه بررسی کرد. نتایج تحقیق نشان داد که بین قیمت عرضه سهم با سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم قبل از تاریخ عرضه سهم رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. فرت (Firth, 1998) ارتباط بین سود پیش بینی شده و ارزش شرکت را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که پیش بینی های سود در ارتباط با ارزش شرکت های دارای عرضه عمومی اولیه سهام بوده و از سایر ابزارهایی همچون سود انباشته مؤثرتر هستند.

یتمن (Yetman, 2001) کارایی اطلاعاتی قیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی اولیه از نقطه نظر اطلاعات حسابداری را بررسی کرد و چنین نتیجه گیری نمود که اطلاعات حسابداری باقیمت گذاری اولیه و بازده سه ساله عرضه های عمومی اولیه رابطه معنادار دارد.

درین و ووماک (Derrien and Womack, 2003) بیان می نمایند که شرایط جاری بازار نقش مهمی در تعیین مقدار قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه ایفا می کند. بنابراین هر قدر شرایط بازار قبل از تاریخ عرضه های عمومی اولیه یا در تاریخ عرضه سهم مطلوب تر باشد، قیمت گذاری کمتر از واقع مورد انتظار نیز بیشتر خواهد بود.

ریترو ولچ (Ritter and Welch, 2002) در تحقیق خود با عنوان نقدی بر فعالیت عرضه عمومی اولیه سهام، قیمت گذاری و تخصیص در آزمون انجام شده در رابطه با ارزیابی بازار بورس اوراق بهادار آمریکا بین سال های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ عملکرد بازار نسبت به قیمت گذاری سهام شرکت های تازه وارد بررسی شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که در پایان اولین روز معامله سهام و اوراق بهادار شرکت های تازه پذیرفته شده در بازار بورس، به طور میانگین قیمت های مبادله ۱۸٫۶ درصد بیشتر از قیمت فروخته شده آن ها در ابتدای روز معامله سهام شرکت در بازار توسط شرکت اصلی است.

باگات و همکاران (Bhagat et al, 2004) در تحقیق خود که در بازه زمانی بین سال های ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۱ شرکت های عرضه اولیه شده در بورس های اوراق بهادار آمریکا انجام گردید، عوامل حسابداری و همچنین متغیرهای دیگری مانند فرصت رشد، مالکیت سهامداران اولیه قبل و بعد از عرضه و همچنین اعتبار بانک سرمایه گذار را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از نمونه ۱۶۵۵ شرکتی آن ها نشان می داد که علاوه بر متغیرهای حسابداری مانند سود خالص و ارزش دفتری سهم و همچنین میزان فروش شرکت،

عواملی دیگر نظیر درصد مالکیت سهامداران اولیه و اعتبار شرکت تأمین سرمایه نیز در قیمت‌گذاری زیر ارزش اوراق بهادار عرضه اولیه شده نقش بااهمیتی دارند.

گائو و همکاران (Guo et al, 2004) با بررسی شرکت‌های عرضه شده در صنعت داروسازی و بیوتکنولوژی، به بررسی عوامل مالی و غیرمالی مؤثر بر قیمت عرضه اولیه پرداختند. متغیرهای مالی موردبررسی آن‌ها عبارت‌اند از جریان نقد عملیاتی، فروش، سود خالص، سود عملیاتی، دارایی‌ها، مخارج تحقیق و توسعه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار. همچنین متغیرهای غیرمالی بااهمیت بررسی شده شامل تعداد محصولات شرکت، مراحل توسعه محصول و حمایت از حقوق اختراعاتها بودند. بر اساس نتایج این تحقیق، مهم‌ترین عوامل مالی و غیرمالی تأثیرگذار بر قیمت عرضه اولیه، مخارج تحقیق و توسعه، تعداد محصولات تولیدی، مراحل توسعه محصول و حمایت قانونی از حقوق اختراعاتها محسوب می‌شوند.

تیان و همکاران (Tian et al, 2007) با بررسی بورس‌های اوراق بهادار شانگهای و شنزن در کشور چین، مسئله قیمت‌گذاری کمتر از ارزش را بررسی نمودند. آن‌ها با آزمون بر روی یک نمونه ۱۳۹۷ شرکتی از سهام عرضه اولیه شده بین سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۴ یافتند که بین اطلاعات محرمانه و بازدهی اولیه عرضه‌های اولیه رابطه منفی وجود دارد. در این پژوهش، مهم‌ترین دلایل قیمت‌گذاری کمتر از ارزش، ریسک سرمایه‌گذاری در بازار اولیه و همچنین مقررات دولتی می‌باشد چراکه مقررات دولتی، عرضه اولیه سهام را محدود می‌نمایند.

بانرجی و همکاران (Banerjee et al, 2011) به مطالعه عوامل تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه‌های اولیه در ۳۶ کشور مختلف پرداختند و به این نتیجه رسیدند که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبتی بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع دارد.

ژو و لائو (Zhou and Lao, 2012) به تجزیه و تحلیل عوامل تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه‌های اولیه در ۶۵ شرکت عرضه شده در بورس چین پرداختند و طبق نتایج تحقیق آن‌ها، عمر شرکت رابطه مستقیمی باقیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه‌های اولیه دارد. همچنین عامل صنعت و ارزش بازار شرکت‌ها نیز در توضیح بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه تأثیرگذار می‌باشند.

باتلر و همکاران (Butler et al, 2015) در تحقیق خود، عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه‌های اولیه را موردبررسی قرار دادند. آن‌ها از ۴۸ متغیر مختلف مالی و غیرمالی برای توضیح بازدهی مازاد عرضه‌های اولیه استفاده کرده و به این نتیجه رسیدند که تک‌تک این متغیرها توانایی توضیح

بازدهی اولیه عرضه‌های اولیه رادارند، چراکه در بازارهای مختلف، تأثیرگذاری متغیرها می‌تواند کاملاً متفاوت باشد.

آیسیا (Aissia, 2014) بازدهی اولین روز عرضه‌های اولیه را بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ در ۲۳۴ شرکت تازه‌وارد به بورس فرانسه مورد ارزیابی قرار داده است. نتایج این تحقیق حاکی از این موضوع است که عامل مومنتوم بر این بازده مؤثر می‌باشد. به این معنی که در زمانی که وضعیت بازار صعودی می‌باشد، سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در عرضه‌های اولیه دارند و این موضوع سبب افزایش بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه می‌شود.

کلارک و همکاران (Clarke et al, 2016) با بررسی نمونه‌ای ۳۶۲ شرکتی از عرضه‌های اولیه شرکت‌های هندی بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۴ به این نتیجه رسیدند که قیمت‌گذاری زیر ارزش بر دو دلیل قیمت‌گذاری داوطلبانه و شرایط عرضه و تقاضای بازار مبتنی است که از بین این دو عامل، عامل تقاضای سرمایه‌گذاران غیر نهادی عامل تأثیرگذارتر می‌باشد.

## مطالعات داخلی

عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) در تحقیقی با عنوان "شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام شرکت‌های جدیداً پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" شرکت‌هایی را بررسی کردند که سهام آن‌ها برای نخستین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه‌شده بودند. در این تحقیق شرکت‌های عرضه اولیه شده در بازار بورس در بازه زمانی سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۷۴ مورد بررسی قرار گرفته‌اند و عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت این سهام آزمون شده است. این عوامل عبارت از حجم معاملات سالانه سهام، اندازه شرکت و بازده کوتاه‌مدت حاصل از خرید و فروش سهام عرضه اولیه شده است. بر اساس نتایج این پژوهش، وجود بازده کوتاه‌مدت بیشتر سهام شرکت‌های عرضه اولیه شده نسبت به شاخص بازار و همچنین بازده بلندمدت کمتر سهام این شرکت‌ها نسبت به شاخص بازار بوده است.

ایمانی (۱۳۸۵) برخی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری سهام شامل درصد عرضه سهام، زمان عرضه سهام، نوع صنعت، نسبت قیمت به سود هر سهم و نیز میزان سرمایه شرکت را ارائه کرده است که اثر آن‌ها بر تفاوت قیمت اولیه و آتی سهام بررسی شده است. نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که قیمت سهام در اولین عرضه سهام به بورس به‌طور معنی‌داری از قیمت آن در معاملات آتی متفاوت است و در این زمینه درصد عرضه سهام در اختلاف قیمت مؤثر نیست ولی میزان سرمایه شرکت، نوع صنعت، زمان عرضه و نسبت قیمت به سود آن در اختلاف قیمت مؤثرند.



قائمی (۱۳۸۵) در تحقیق خود به بررسی بازده کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در این مطالعه، رابطه متغیرهایی نظیر تعداد سهام عرضه‌شده، اندازه شرکت، شرایط بازار، وضعیت مالکیت و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام عرضه اولیه موردبررسی قرار گرفته شده است. نتایج حاصل از ۱۵۳ شرکت این تحقیق نشان می‌دهد که متغیرهایی مانند شرایط بازار و وجود شرکت‌های مشابه، با بازدهی غیرعادی عرضه اولیه رابطه دارند.

آشتاب (۱۳۸۶) در تحقیقی با عنوان "بررسی رابطه بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس" به بررسی سهام شرکت‌های جدیدالورود طی سال‌های ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۴ پرداخت یافته‌های تحقیق بیانگر این بود که بین سود پیش‌بینی‌شده و سود واقعی سهام تفاوت معنی‌دار وجود دارد، همچنین بین دقت پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام جدید رابطه منفی وجود داشت

نیکبخت و همکاران (۱۳۸۷) در تحقیق با عنوان "تبیین عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی کوتاه‌مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران" متغیرهای اندازه شرکت، افق زمانی پیش‌بینی سود، تغییرات سود، بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، موسسه حسابرسان و نوع صنعت را موردبررسی قرار داده است که نتایج برای شرکت‌های جدیدالورود در بازه زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ طی شش ماه پس از ورود به بورس بیانگر این موضوع بود که دو متغیر اندازه شرکت به صورت معکوس و بازده بازار یک ماه قبل از عرضه سهام به صورت مستقیم با بازده غیرعادی در رابطه معنی‌دار بوده‌اند.

نتایج حاصل از تحقیق مهرانی و همکاران (۱۳۸۸) با عنوان "بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط مبین وجود بازده غیرعادی" وجود و نبود حباب قیمتی و تعیین عوامل مؤثر بر آن کوتاه‌مدت و بلندمدت در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازار سرمایه ایران در شرایط نبود حباب قیمتی و نیز وجود بازده غیرعادی کوتاه‌مدت در عرضه‌های اولیه در شرایط وجود حباب قیمتی است.

نصراللهی و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیق خود با عنوان "ارزیابی روند بازدهی سهام شرکت‌های خصوصی‌سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار" با بررسی بازده سهام شرکت‌ها، قبل و بعد از خصوصی‌شدن به این نتیجه می‌رسند که بین بازده سهام شرکت‌های واگذارشده، قبل و بعد از خصوصی‌سازی، تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

گرکز و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیق با عنوان "شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی در عرضه‌های اولیه سهام شرکت‌های جدیدالورود در بورس اوراق بهادار" متغیرهای مستقل اندازه شرکت، نوع مالکیت، خطای پیش‌بینی سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت حاشیه سود خالص و نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام متغیرهای نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (به‌طور مستقیم) و بازده حقوق صاحبان سهام در بازه زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۶ برای دوره‌های ۱۲ ماه و ۲۴ ماه پس از عرضه اولیه موردبررسی قرار گرفته است و یافته این تحقیق بیانگر این است که متغیرهای نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (به‌طور مستقیم) و بازده حقوق صاحبان سهام (به‌طور معکوس) رابطه معناداری با بازدهی غیرعادی را داشتند.

سنگینیان و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیق خود به بررسی بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه‌شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل مؤثر بر آن در سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ پرداخته‌اند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد در شرکت‌های واگذارشده دولتی، اندازه شرکت و در شرکت‌های خصوصی، اندازه و عمر شرکت، نسبت P/E و ارزش ریالی معامله مهم‌ترین متغیرهای تأثیرگذار بر بازده کوتاه‌مدت بودند. یافته‌های تحقیق هم‌چنین پیش‌بینی نظریه‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات را در بازار سرمایه ایران مورد تأیید قرار می‌دهد.

نحوی زاده و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر تعاملی محیط اطلاعاتی و تمایلات گسترده بازار بر بازده اولیه عرضه اولیه عمومی سهام در بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس تهران پرداخته‌اند. با توجه به نتایج رگرسیون در این پژوهش، بازده بازار قبل از عرضه اولیه سهام بر بازده عرضه اولیه سهام تأثیرگذار نمی‌باشد.

کریمی دخرآبادی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تفاوت بازده کوتاه‌مدت یک‌ماهه سهام در عرضه‌های اولیه بورس اوراق بهادار تهران و بازده صنعت در خلال سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ پرداخته است. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد بین بازده عرضه اولیه و بازده صنعت در فاصله یک ماه از عرضه سهام، تفاوت معناداری وجود دارد، بدین دلیل که قیمت‌گذاری سهام در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، کمتر از ارزش ذاتی آن انجام می‌شود و این مسئله منجر به بازده غیرعادی در کوتاه‌مدت می‌شود و موجب می‌گردد میانگین بازده سهامی که برای اولین بار عرضه شده است بیشتر از میانگین بازده در صنعت موردنظر در همان دوره می‌باشد.

#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

مطالعه حاضر، در پی بررسی متغیرهای مؤثر بر بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. لذا داده‌های تحقیق در یک مقطع زمانی مشخص بر روی نمونه آماری تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرند و بنابراین داده‌های مقطعی محسوب می‌شوند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، از روش OLS رگرسیون چند متغیره و آزمون‌های آماری متناسب با آن استفاده شده است. لذا چهار مدل رگرسیونی طراحی شده و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. این چهار مدل که اجزای آن‌ها در ادامه تشریح می‌گردند عبارت‌اند از:

$$AR_{d1}(IPO_i) = \alpha_0 + \beta_1(AGE_i) + \beta_2(MV_i) + \beta_3(IND_i) + \beta_4(RC_i) + \beta_5(MT_i) + \beta_6(EPS_i) + \varepsilon_i$$

$$AR_{d3}(IPO_i) = \alpha_0 + \beta_1(AGE_i) + \beta_2(MV_i) + \beta_3(IND_i) + \beta_4(RC_i) + \beta_5(MT_i) + \beta_6(EPS_i) + \varepsilon_i$$

$$AR_{d5}(IPO_i) = \alpha_0 + \beta_1(AGE_i) + \beta_2(MV_i) + \beta_3(IND_i) + \beta_4(RC_i) + \beta_5(MT_i) + \beta_6(EPS_i) + \varepsilon_i$$

$$AR_{m1}(IPO_i) = \alpha_0 + \beta_1(AGE_i) + \beta_2(MV_i) + \beta_3(IND_i) + \beta_4(RC_i) + \beta_5(MT_i) + \beta_6(EPS_i) + \varepsilon_i$$

#### تعریف عملیاتی متغیرها

در این بخش به تعریف عملیاتی متغیرهای وابسته و مستقل این تحقیق که در مدل‌های رگرسیونی آورده شده‌اند، می‌پردازیم.

متغیر وابسته‌ای که در چهار مدل ذکر شده بیان گردید، بازدهی مازاد کوتاه‌مدت است که تفاوت بازدهی روزهای اول، سوم، پنجم و یک ماه پس از عرضه اولیه سهام شرکت و بازدهی شاخص بورس اوراق بهادار می‌باشند و به صورت زیر تعریف می‌گردد:

$$AR_{it} = \frac{P_{it} - P_{i0}}{P_{i0}} - \frac{M_t - M_0}{M_0}$$

که در این رابطه

$AR_{it}$ : تفاوت بازده سهم  $i$  با بازده شاخص بازار در پایان روزهای اول، سوم، پنجم و ماه اول پس از عرضه (بازدهی مازاد)

$P_{it}$ : قیمت پایانی سهم  $i$  در پایان روزهای اول، سوم، پنجم و ماه اول پس از عرضه

$P_{i0}$ : قیمت عرضه اولیه سهم  $i$  در روز عرضه

$M_t$ : شاخص کل بورس اوراق بهادار در پایان روزهای اول، سوم، پنجم و ماه اول پس از عرضه

$M_0$ : شاخص کل بورس اوراق بهادار در تاریخ عرضه سهام شرکت‌ها

متغیرهای مستقلی که در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفته‌اند شامل ۶ متغیر می‌باشند که هر کدام به

شرح زیر تعریف می‌گردند:

- ۱- سن شرکت (AGE): تفاوت بین تاریخ تأسیس شرکت تا تاریخ عرضه اولیه که به صورت تعداد سال تعریف می‌شود.
- ۲- لگاریتم طبیعی ارزش بازار (LnMV): از محاسبه لگاریتم طبیعی حاصل ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت عرضه اولیه به دست می‌آید.
- ۳- صنعت (IND): بر اساس کد گروه تعریف شده صنعت در بورس اوراق بهادار شرکت‌ها در صنایع مختلف طبقه‌بندی می‌شوند.
- ۴- ارزش بازاری سهام عرضه شده در عرضه اولیه (RC): از حاصل ضرب تعداد سهام عرضه شده در روز عرضه اولیه در قیمت عرضه به دست می‌آید.
- ۵- روند بازار قبل از عرضه (MT): روند کلی بازار بر اساس بازدهی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران طی یک ماه قبل از عرضه سهام شرکت محاسبه شده و اگر روند صعودی باشد مقدار ۱ و اگر روند نزولی باشد مقدار ۰ به خود می‌گیرد.
- ۶- سود خالص هر سهم (EPS): از تقسیم آخرین سود خالص محقق شده شرکت قبل از عرضه اولیه بر تعداد سهام شرکت محاسبه می‌گردد.

### جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده است. برای انتخاب نمونه آماری، تمامی شرکت‌هایی که در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار تهران سهامشان عرضه اولیه شده است انتخاب گردیده‌اند. محدودیتی در انتخاب شرکت‌ها اعمال نشده است و تنها سهامی که به دلایلی مانند بسته شدن نماد، اطلاعات آن‌ها در دسترس نبوده است از نمونه خارج شده‌اند. لذا نمونه ای شامل ۵۱ شرکت عرضه اولیه شده در این بازه زمانی مورد بررسی قرار گرفته شده است. لازم به ذکر است که داده‌های مورد نیاز تحقیق از آرشیو سایت شرکت مدیریت فناوری بورس اوراق بهادار تهران و مستندات پایگاه اطلاعات کدال استخراج شده است. در ضمن برای محاسبات و آزمون‌های آماری از نرم‌افزارهای 9 Eviews و Matlab استفاده شده است.

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

معادلات رگرسیونی نشان می‌دهند که آیا مقدار یک متغیر به متغیر دیگری وابسته است؟ این معادلات به دنبال برآورد رابطه‌ای ریاضی و تحلیل آن می‌باشد به گونه‌ای که با آن بتوان کمیت متغیر مجهولی را با استفاده از متغیرهای معلوم تعیین کرد. گاهی دو یا چند متغیر مستقل تأثیر عمده‌ای روی متغیر وابسته

دارند. برای بررسی تأثیر هم‌زمان چند متغیر بر متغیر وابسته می‌توانیم از رگرسیون چند متغیره استفاده کنیم. بدین منظور پس از برازش مدل رگرسیونی، آماره‌های مربوطه تحلیل شده و سپس آزمون معناداری ضرایب برای هر یک از متغیرهای مستقل انجام خواهد شد. با انجام این آزمون بررسی می‌کنیم آیا هر یک از متغیرهای مستقل در متغیر وابسته تأثیری دارد یا خیر. بدین منظور از آماره t-statistic برای معناداری ضرایب متغیرها و از f-statistic برای معناداری کلی رگرسیون و همچنین از ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) برای بررسی توان توضیحی مدل استفاده می‌گردد.

## ۵- یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی متغیرها

در جدول ۱ خلاصه آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق در جهت درک بهتر آن‌ها آورده شده است. در واقع این جدول میانگین، انحراف معیار و توزیع متغیرهای موجود در تجزیه و تحلیل را ارائه می‌دهد. این جدول شامل چهار متغیر وابسته استفاده شده در چهار مدل مختلف و پنج متغیر مستقل می‌شود که تعریف عملیاتی آن‌ها در قسمت قبل ارائه شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای وابسته و مستقل

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	میانه	بیشینه
متغیرهای وابسته					
$AR_{d1}$	۲٪/۵۳۵	۲٪/۲۵۵	٪-۴/۵۰۰	٪۳/۲۷۷	٪۵/۹۹۶
$AR_{d3}$	۵٪/۵۴۴	٪۶/۷۲۹	٪-۹/۷۱۵	٪۵/۷۸۴	۱۶٪/۱۳۳
$AR_{d5}$	۷٪/۵۵۳	٪۱۰/۷۶۸	٪-۱۶/۳۶۹	٪۵/۳۶۴	٪۲۷/۶۶۱
$AR_{m1}$	۱۳٪/۷۴۴	٪۲۵/۴۶۳	٪-۴۷/۱۲۲	٪۸/۳۷۶	۹۳٪/۱۶۵۶
متغیرهای مستقل					
AGE	۱۶/۵۲۰	۱۳/۰۵۹	۱/۰۰۰	۱۲/۵۰۰	۵۷/۰۰۰
LnMV	۲۹/۶۶۰	۱/۴۰۹	۲۶/۷۷۵	۲۹/۶۲۴	۳۲/۸۷۱
LnRC	۲۵/۵۶۲	۲/۱۶۰	۲۱/۸۲۱	۲۵/۸۶۹	۲۹/۲۵۵
MT	۰/۶۸۷	۰/۴۶۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰
EPS	۱۲۴-/۸۷۵	۳۱۴۴/۸۹۲	-۴۴۶/۰۰۰	۵۰۶/۵۰۰	۲۱۴۹۱/۰۰۰

طبق جدول ۱ با بررسی میانگین بازدهی عرضه‌های اولیه در روزهای اول، سوم، پنجم و یک ماه پس از عرضه مشاهده می‌شود که عرضه‌های اولیه بازدهی به مراتب بالاتر از بازدهی شاخص بازار را دارا

می‌باشند و این بازده در بازه زمانی یک‌ماهه در برخی عرضه‌ها حتی به ۹۳ درصد نیز می‌رسد. این موضوع ممکن است نشان‌دهنده پدیده قیمت‌گذاری زیر ارزش عرضه‌های اولیه باشد و وجود آن را تأیید کند. با تحلیل آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل نیز می‌توان به نکاتی اشاره کرد. بیشتر عرضه‌های اولیه زمانی صورت گرفته‌اند که بازار در وضعیتی صعودی قرار داشته است چرا که میانگین وضعیت بازار که عددی بین ۰ و یک می‌باشد، ۰/۶۸۷ شده است. همچنین توزیع نسبتاً متنوع سود هر سهم شرکت‌ها نیز بیانگر این موضوع است که این احتمال وجود دارد که این متغیر بتواند در توضیح بازدهی عرضه‌های اولیه، تأثیرگذار باشد.

### نتایج رگرسیون‌ها

جدول ۲ نتایج آزمون رگرسیون‌های مقطعی چهار مدل تعریف شده در بخش‌های قبلی را نشان می‌دهد. در این جدول، ضریب و آماره  $t$  هر متغیر، و همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل آورده شده‌اند.

جدول (۲): نتایج آزمون‌های آماری

		(۱)	(۲)	(۳)	(۴)
		متغیر وابسته			
		متغیرهای مستقل			
		$AR_{d1}$	$AR_{d3}$	$AR_{d5}$	$AR_{m1}$
AGE	ضریب	۰/۰۰۴	-۰/۰۲۳	-۰/۰۹۴	۰/۲۰۴
	آماره $t$	۰/۱۴۸	-۰/۲۹۶	-۰/۷۵۹	۰/۴۱۹
LnMV	ضریب	۰/۱۰۶	-۰/۱۲۱	-۰/۵۹۵	-۸/۸۷۴
	آماره $t$	۰/۳۰۰	-۰/۱۳۵	-۰/۴۱۹	-۱/۵۹۱
IND	ضریب	-۰/۰۱۲	-۰/۰۹۴	-۰/۱۴۶	-۲/۳۰۷
	آماره $t$	-۰/۱۸۲	-۰/۵۶۰	-۰/۵۵۲	-۲/۱۲
LnRc	ضریب	۰/۱۸۷	۰/۷۴۰	۱/۳۸۶	۱/۶۳۲
	آماره $t$	۰/۸۷۲	۱/۳۵۲	۱/۶۰۸	۰/۴۸۲
MT	ضریب	-۰/۰۴۸	۰/۰۴۸	۰/۲۰۲	۲/۵۲۱
	آماره $t$	-۰/۰۵۵	۰/۰۲۱	۰/۰۵۷	۰/۱۸۱
EPS	ضریب	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۰۳۴
	آماره $t$	۱/۶۳۳	۲/۱۷۶	۲/۴۱۷	۱۶/۳۴۴
$R^2$ تعدیل شده		۱۰٪/۸۰	۱۶٪/۸۴	٪۱۹/۳۴	۸۷٪/۰۳

در رگرسیون (۱)، متغیر مستقل، بازدهی مازاد یک روز پس از عرضه اولیه می‌باشد. همان‌طور که از آماره t مربوط به متغیرهای مستقل معلوم است، هیچ کدام از آن‌ها دارای معناداری قابل قبول نمی‌باشند. ممکن است مهم‌ترین علت این موضوع محدودیت دامنه نوسان می‌باشد که در بازار بورس اوراق بهادار تهران اعمال می‌شود. ضریب تعیین مربوط به این مدل ۱۰/۸۰ درصد می‌باشد.

رگرسیون (۲)، بازدهی مازاد سه روز بعد از عرضه اولیه سهام را به‌عنوان متغیر مستقل مدنظر دارد. با مشاهده ضرایب به‌دست آمده از این رگرسیون، مشاهده می‌شود که هرچند که آماره t مربوط به متغیرها بهبود یافته است، اما همچنان همه متغیرها به‌جز سود هر سهم دارای معناداری قابل قبولی نمی‌باشند و تنها متغیر سود هر سهم معنادار می‌باشد. ضریب تعیین در این مدل بهبود یافته و به عدد ۱۶/۸۴ درصد رسیده است. به عبارتی دیگر، سود هر سهم با توجه به ضریب مربوط به آن، به عنوان مهم‌ترین عامل توضیح دهنده بازده مازاد عرضه‌های اولیه انتخاب شده است.

در رگرسیون (۳)، زمانی که بازدهی مازاد روز پنجم پس از عرضه اولیه به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود، آماره t مربوط به متغیرها از مدل قبلی بهتر می‌شوند اما همچنان تنها متغیری که دارای معناداری می‌باشد، سود هر سهم است. در این مدل، ضریب تعیین با افزایش روبه‌رو شده است و به ۱۹/۳۴ درصد رسیده است.

در نهایت با تجزیه و تحلیل رگرسیون (۴)، می‌توان دریافت که زمانی که بازدهی مازاد یک ماه پس از عرضه اولیه به‌عنوان متغیر وابسته وارد مدل می‌شود، دو متغیر دارای بالاترین سطح معناداری می‌شوند. متغیر صنعت که یک متغیر مجازی می‌باشد، کاملاً معنادار است و همچنین متغیر سود هر سهم با ضریب ۰/۰۳۴ و همچنین آماره t ۱۶/۳۴۴ دارای بالاترین سطح معناداری می‌باشد و ارتباط معنادار مثبتی با بازدهی مازاد یک‌ماهه عرضه‌های اولیه دارد. همچنین با بررسی ضریب تعیین این مدل، درمی‌یابیم که این مدل در تبیین بازدهی مازاد عرضه‌های اولیه به‌مراتب بهتر از سایر مدل‌ها عمل کرده است چراکه مقدار ضریب تعیین آن به ۸۷/۰۳ درصد رسیده است.

## ۶- نتیجه‌گیری

همان‌طور که در قسمت قبلی نتایج مربوط به آزمون مدل‌ها بیان گردید، می‌توان نتیجه گرفت که سود هر سهم شرکت‌هایی که سهام آن‌ها عرضه اولیه می‌شود، در بازدهی این عرضه‌های اولیه بسیار تأثیرگذار می‌باشد. یکی دیگر از نتیجه‌هایی که می‌توان ارائه نمود این است که به دلیل وجود محدودیت دامنه نوسان، برخلاف سایر کشورهای توسعه‌یافته، برای در نظر بازدهی کوتاه‌مدت، بازه زمانی یک‌ماهه می‌تواند بهترین بازه باشد چراکه بازدهی یک، سه و پنج روز پس از عرضه اولیه نتایج معناداری را ارائه

نمی‌دهند. نتایج به‌دست آمده در این تحقیق با سایر پژوهش‌های مشابه تفاوت‌هایی دارد. در تحقیق نیکبخت و همکاران (۱۳۸۷)، تنها متغیر اندازه شرکت و روند بازار با بازدهی غیر عادی مرتبط بودند اما در پژوهش حاضر، متغیر صنعت نیز دارای معناداری قابل قبول در توضیح بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه دارد؛ اما موضوعی که تحقیق حاضر را متمایز از سایرین نموده است، اضافه کردن متغیر سود هر سهم و پی بردن به معناداری و رابطه مثبت آن با بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه می‌باشد. این درحالیست که در سایر تحقیقات از جمله تحقیق گرکز و همکاران (۱۳۹۰) رابطه‌ای بین متغیر سودآوری با بازدهی مازاد وجود نداشته است. لذا فعالان، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران بازار سرمایه می‌توانند با در نظر گرفتن این عامل و همچنین سایر نتایج این تحقیق در پیش‌بینی بازده عرضه‌های اولیه در آینده بهتر عمل کرده و نسبت به کسب بازده‌های مازاد آگاهی کافی را داشته باشند.

### محدودیت‌ها و پیشنهادها

با توجه به انتخاب بازه زمانی ده‌ساله بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶، به دلیل در دسترس بودن اکثر اطلاعات موردنیاز، محدودیت خاصی در انتخاب شرکت‌های بورسی و دسترسی به اطلاعات وجود نداشت اما نکته‌ای که شایان ذکر است این است که تعداد شرکت‌های موردبررسی به دلیل محدود بودن عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، پایین می‌باشد. همچنین در انتخاب متغیرها می‌توان سایر متغیرهای مالی نظیر جریان نقدی، ارقام تعهدی و سودآوری عملیاتی را نیز در تحقیقات آتی مورد آزمون قرارداد.





## منابع و مآخذ

۱. آشتاب، علی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین دقت پیش بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین المللی امام خمینی.
۲. ایمانی، حمیدرضا (۱۳۸۵)، بررسی قیمت گذاری سهام شرکت ها در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، بورس، سال پنجم، شماره ۵۶، ۱۴-۲۳.
۳. باقرزاده، سعید. (۱۳۸۶). نقش اطلاعات حسابداری در قیمتگذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، پایاننامه دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۴. تبریزی، دکتر حسین عبده، دموری، دکتر داریوش. (۱۳۸۲). شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام جدیدا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی، (۱)۵.
۵. سنگینیان، علی، زمانیان، غلامرضا، خداپرستی، صابر. (۱۳۹۳). عوامل مؤثر بر بازده کوتاه مدت و بلندمدت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های تجربی حسابداری، ۳(۳)، ۱۷۹-۲۰۰.
۶. ظریف فر، احمد، مهرجو، حامد. (۱۳۸۳). بررسی عملکرد قیمت گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۲(۸)، ۱-۲۷.
۷. کریمی دخرآبادی، حسین. حاجی حسن معمار، احسان. اسماعیلی فرد، سحر. (۱۳۹۵)، بررسی تفاوت بازده عرضه عمومی اولیه IPO و بازده صنعت در دوره های کوتاه مدت در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی نخبگان مدیریت، تهران.
۸. قائمی، محمدحسین (۱۳۸۵). بررسی بازده کوتاه مدت سهام عادی شرکت های جدیدالورود به بورس تهران، طرح تحقیقاتی، دانشگاه بین المللی امام خمینی.
۹. گرکز، منصوره و کیلی فرد، حمیدرضا، یمرعلی، اکتای. (۱۳۹۰). شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی در عرضه های اولیه سهام شرکت های جدیدالورود در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۴(شماره ۴) (پیاپی ۱۲)، ۵۳-۶۹.
۱۰. مهران، ساسان. عسگری، محمدرضا. تحریری، آرش. گنجی، حمیدرضا. (۱۳۸۸)، بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال ۲، شماره ۸.

۱۱. نحوی زاده، حمید. مسلمی، آذر. بهر امسری، بهروز. (۱۳۹۵)، تأثیر پراکندگی پیش‌بینی بر بازده عرضه اولیه سهام، کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت، روانشناسی.

۱۲. نصرالهی، خدیجه. آقایی، کیومرث. باقری، نوشین. (۱۳۸۸)، ارزیابی روند بازدهی سهام شرکت‌های خصوصی سازی شده از طریق بورس اوراق بهادار، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۲، ۴۲-۴۹

۱۳. نیکبخت، محمدرضا، عسگری، محمدرضا، گنجی، حمیدرضا، تحریری، آرش. (۱۳۸۶). تبیین عوامل موثر بر بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۵(۱۷)، ۱۵۰-۱۲۹.

14. Aissia, D. B. (2014), IPO first-day returns: Skewness preference, investor sentiment and uncertainty underlying factors. *Review of Financial Economics*, 23: 148-154
15. Alexander W. Butler, Michael O'Connor Keefe, Robert Kieschnick, 2015. Robust determinants of IPO underpricing and their implications for IPO research, *Journal of Corporate Finance*, Volume 27, 367-383.
16. Banerjee, S., Dai, L., Shrestha, K., 2011. Cross country IPOs: what explains differences in underpricing? *J. Corp. Financ.* 17, 1289-1305.
17. Bhagat, Sanjai and Rangan, Srinivasan, 2004, IPO Valuation in the New and Old Economies (February 2003), AFA 2004 San Diego Meetings.
18. Derrien, F. and K.L. Womack, 2003, Auctions vs bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets, *Review of Financial Studies* 16, 31-61
19. Guo, R., Lev, B., Zhou, N.. 2004. "Competitive Costs of Disclosure by Biotech IPOs". *Journal of Accounting Research*, 42: 319-355.
20. Jenkinson, Tim. Alexander Ljungqvist. 2001. *Going Public*. 2<sup>nd</sup> Ed. Oxford University press.
21. Jin Zhou, Lan-Jun Lao, 2012. Analysis of Influencing Factors of IPO Underpricing in ChiNext, *Physics Procedia*, Volume 33, 846-851.
22. Jonathan Clarke, Arif Khurshed, Alok Pande, Ajai K. Singh, 2016. Sentiment traders & IPO initial returns: The Indian evidence, *Journal of Corporate Finance*, Volume 37, Pages 24-37
23. Klein, A., 1996. The association between the information contained in the prospectus and the price of initial public offerings. *Journal of Financial Statement Analysis* 2, 23-40.
24. Michael Firth, 1998. IPO profit forecasts and their role in signaling firm value and explaining post-listing returns, *Applied Financial Economics*, Taylor & Francis Journals, vol. 8(1), pages 29-39.

25. Ritter, J.R., Welch, I., 2002. A review of IPO activity, pricing, and allocations. Yale ICF Working Paper No. 02 –01.
26. Tian, L. and W.L. Megginson, 2007, —Regulatory Underpricing: Determinants of Chinese Extreme IPO Returns, Working Paper.
27. Yetman, M. H. 2001. Accounting-based Value Metrics and the Informational Efficiency of IPO Early Market Prices, Ph.D dissertation at University of North Carolina–Chapel Hill.



## The effect of financial and non-financial factors on short term return of IPOs; Evidence from Tehran Stock Exchange

Mohammad Hasannejad <sup>۱۴</sup>

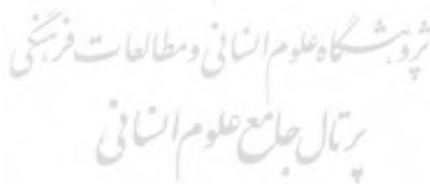
Mohammad Osoulian <sup>۱۵</sup>

Mohammad Khalili <sup>۱۶</sup>

### Abstract:

This paper aims to investigate the short term return of IPOs in Tehran Stock Exchange. Short term return has always been a trending topic among investors and traders all around the world and many studies have been done on this interesting topic. At first, we reviewed the most common causes of IPO underpricing and then stated the main ways of IPO pricing. Then, we described variables and research method, which are used in this paper. Observing initial public offerings between the years of 2008 and 2017 and calculating the excess returns of one, three, five days and one month after the IPO day, we tested the determinants of IPOs underpricing. According to the interpretation of cross sectional regressions we found out that two variables have a strong effect on IPOs post 1 month returns. These two are EPS and Industry. In this way, EPS has a positive relation with IPOs short term returns. Furthermore, other variables tested in our regressions have no significant impact on IPOs short term returns.

**Keywords:** IPO, Short Term Return, Earning Per Share, Underpricing



---

14. assistant Professor, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University

15. assistant Professor, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University

16. Assistant Professor of Agriculture Economics, Ferdowsi University of Mashhad.