

بررسی بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام با توجه به ویژگی خاص شرکت

امیدپورحیدری^۱

وحید محمدرضاخانی^۲

چکیده

هدف این تحقیق، بررسی وجود بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام شرکت در سالهای بعد از عرضه عمومی اولیه سهام می‌باشد. همچنین در این تحقیق، اثر ویژگی خاص شرکت شامل اندازه، اهرم مالی و فرصتهای رشد شرکت بر بازده غیرعادی تجمعی مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای این منظور داده‌های ۷۰ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران که دارای عرضه عمومی سهام در سالهای بعد از عرضه اولیه سهام طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ بوده‌اند، با بهره‌گیری از داده‌های تابلویی و روش تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره بررسی شده است. نتایج تحقیق وجود بازده غیرعادی تجمعی ۱۲/۱ و ۸/۹ درصد برای به ترتیب یک هفته و دو هفته بعد از عرضه عمومی را نشان داد و فرضیه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران مورد تایید قرار گرفت. همچنین، نتایج بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین اندازه، حجم عرضه عمومی سهام و فرصت رشد شرکت با بازده غیرعادی تجمعی عرضه عمومی سهام می‌باشد. در ضمن ارتباط بین اهرم مالی شرکت و بازده غیرعادی تجمعی عرضه عمومی سهام نیز مثبت و معنادار می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: عرضه‌های عمومی سهام، بازده غیرعادی تجمعی، اندازه شرکت، اهرم مالی، فرصتهای

رشد

۱. دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان

Email: opourheidari@uk.ac.ir

۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان

Email: mohammadrezaei09@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۱/۰۳ تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۴/۱۶

۱. مقدمه

هر ماهه شرکت‌های بی شماری در سراسر دنیا خواه در چرخه حیات اقتصادی و خواه از طریق برنامه خصوصی سازی شرکت‌های دولتی، با عرضه سهام خود به عموم مردم، برای نخستین بار قدم به بازار سرمایه می‌گذارند. این پدیده در ایران نیز در طی دهه اخیر رشد چشمگیری داشته است با توجه به افزایش عرضه‌های سهام در سالهای اخیر، بویژه به دنبال مطرح شدن خصوصی سازی و سیاست‌های اصل ۴۴ عرضه عمومی سهام یکی از مسائل مهم روز اقتصاد کنونی کشور ایران است (مدرس و عسکری، ۱۳۸۸).

امروزه به دلیل گسترش فعالیتهای اقتصادی، توسعه بازارهای مالی و رونق سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه به خصوص بورس اوراق بهادار توسط اشخاص حقیقی و حقوقی، مهمترین ابزار بررسی اتخاذ تصمیمات مالی، دسترسی به اطلاعات درست و به موقع و تجزیه و تحلیل دقیق و واقع بینانه آن می‌باشد. از اثرات وجود اطلاعات نامتقارن اخلاط در عملکرد درست بازارها است. هرچه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بیشتر باشد کارایی آن کمتر خواهد بود و نسبت تعداد معاملات موفق آن کاهش خواهد یافت. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه‌های معاملاتی، ضعف بازار، نقد شوندگی پائین و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات در بازارهای سرمایه می‌باشد (خدمی پور و قدیری، ۱۳۸۹).

مطالعات و تحقیقات بسیاری در بورس‌های مختلف سراسر دنیا در رابطه با عرضه اولیه سهام عادی انجام شده است. نتایج اغلب این تحقیقات نشان می‌دهد که قیمت‌های تعیین شده برای سهام شرکتها در عرضه اولیه در بازار به دلایل مختلفی از قبیل عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه کنندگان سهام جدید، موسسات تامین سرمایه و سرمایه‌گذاران بیرونی، بیانگر ارزش واقعی سهام نبوده و بنابراین باعث ایجاد فرصت‌هایی برای کسب بازده‌های غیر عادی با استفاده از معامله بر روی سهام این شرکتها می‌شود (باقرزاده و همکاران، ۱۳۸۸). این موضوع در عین زیر سوال بردن کارایی بازارهای سرمایه، برای شرکت‌های متشکرکننده سهام عادی به دلیل از دست دادن منابع مالی بسیار، خوشایند نیست. برای این شرکتها مهم است که قیمت تعیین شده برای سهام آنها نشان دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های رشد و توسعه آن‌ها در آینده باشد. به عبارت دیگر، هنگام عرضه عمومی سهام بازده غیرعادی وجود دارد. این

موضوع در عین زیر سوال بردن کارایی بازارهای سرمایه منجر به عدم تخصیص بهینه منابع افراد، واحدهای تجاری و دولتها می شود.

در سالهای اخیر، علاوه بر اطلاعات حسابداری، ویژگی های خاص شرکتها نظیر اندازه شرکت، اهرم مالی شرکت و فرصتهای رشد شرکت نیز به عنوان عوامل اثرگذار بر بازده غیر عادی عرضه های عمومی سهام مورد توجه قرار گرفته است. از جمله این مطالعات می توان به تحقیق وانگ (۲۰۱۰) اشاره نمود که بیانگر وجود ارتباط معنادار بین بازده غیرعادی عرضه های عمومی سهام و ویژگی خاص شرکت می باشد.

از این رو هدف این تحقیق شناسایی وجود بازده غیرعادی هنگام عرضه عمومی سهام می باشد، همچنین این تحقیق در پی بررسی اثر ویژگی خاص شرکت بر بازده غیرعادی عرضه های عمومی سهام می باشد.

۲. مبانی نظری تحقیق

از مهمترین و متداولترین روشهای واگذاری مالکیت در اکثر کشورها، عرضه عمومی سهام واحدهای دولتی است. دولت ها عموماً عرضه سهام را بهترین روش برای خصوصی کردن مؤسسات بزرگی تلقی می کند که در اختیار دارند (مگینسون و همکاران^۱، ۱۳۸۱). بهترین ابزار برای اجرای این سازوکار، بازار بورس اوراق بهادار است. در این روش، بخش عمومی تمام یا بخش عمده ای از سهام واحدها و مؤسسات اقتصادی خود را از طریق بازار بورس به عموم مردم عرضه می نماید. بورس اوراق بهادار می تواند با جذب پس اندازها و نقدینگی بخش خصوصی و هدایت آن به سوی بخش های تولیدی و خدماتی، نقش قابل توجهی در استفاده از فرصت های سرمایه گذاری و رونق و بهبود وضعیت اقتصادی جامعه، ایفا نماید. در واقع، بازار سرمایه به منزله قلب تپنده سیستم اقتصادی کشور می باشد که وظیفه تامین و تخصیص منابع مالی مورد نیاز بخش های مختلف اقتصادی را بر عهده دارد (رضایی و همکاران، ۱۳۹۰). با توجه به نقش مهم اطلاعات در بازار سرمایه، همواره از آن به عنوان گرانبهاترین دارایی در بورس اوراق بهادار یاد می شود. اطلاعات در بازار سرمایه، پایه اولیه معاملات تلقی می گردد، به طوری که قیمت اوراق بهادار، رابطه مستقیمی با اطلاعات در اختیار سرمایه گذاران دارد. مبنای تصمیم گیری مشارکت کنندگان در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که توسط عرضه کنندگان اوراق بهادار منتشر می شود. بهره گیری از این

اطلاعات و به عبارتی، تصمیم گیری صحیح در بازار اوراق بهادار، زمانی امکان پذیر است که - اطلاعات مزبور به موقع، مربوط، با اهمیت و نیز کامل و قابل فهم باشد

مرور ادبیات عرضه های عمومی اولیه در سطح بین المللی، حکایت از این دارد که پدیده بازده کوتاه مدت غیر عادی عرضه های اولیه تنها به بازار سرمایه ایالات متحده منحصر نمی شود. این پدیده در بورس اوراق بهادار سایر کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه نیز شناسایی و مستند شده است. به عنوان نمونه، تحقیق جامع لافران و همکاران^۲ (۱۹۹۴) پدیده بازده کوتاه مدت غیر عادی سهام عرضه های اولیه را در ۲۵ کشور توسعه یافته و در حال توسعه مورد تایید قرار داده است. نتایج این تحقیق نشان داد که بازده کوتاه مدت غیر عادی سهام عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار کشورهای در حال توسعه در مقایسه با بازارهای سرمایه توسعه یافته بیشتر است (لافران و همکاران، ۱۹۹۴). این پدیده در مورد سهام عرضه های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران نیز مورد تایید قرار گرفته است. به عنوان نمونه، تحقیق باقرزاده (۱۳۸۴) مقدار متوسط بازده کوتاه مدت سهام عرضه های اولیه سالهای ۱۳۷۰-۱۳۸۳ در بازده زمانی سه هفته از تاریخ عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران را ۲۲/۳۸٪ گزارش کرده است (باقرزاده و همکاران، ۱۳۸۸). در پاسخ به این که چرا در هنگام عرضه اولیه سهام بازده فوق العاده ایجاد می شود، اقتصاددانان مالی نظریه ها و فرضیه های متعددی ارائه کرده اند. از شاخص ترین نظریه ها در این باره نظریه مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات می باشد. پیش بینی می شود در هنگام عرضه های عمومی سهام نیز به دلیل وجود عدم تقارن اطلاعاتی نیز بازده غیر عادی ایجاد شود.

بر مبنای مطالعات انجام شده توسط محققان مختلف نظیر مطالعه ریتز^۳ (۱۹۹۸) و کیماز^۴ (۲۰۰۰) شرکتهای کوچک به دلیل ابهامات بیشتری در مورد آینده آنها در بازار، در مقایسه با شرکتهای بزرگ، ریسک بیشتری دارند و لذا انتظار می رود بیش ارزش گذاری سهام این شرکتهای کمتر باشد. همچنین مدرس و عسکری (۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند که بازده غیر عادی بلند مدت با اندازه شرکت ها رابطه معکوس دارد (مدرس و عسکری، ۱۳۸۸). وانگ (۲۰۱۰) استدلال می کند که شرکتهای بزرگتر معمولاً توسط تحلیلگران بیشتر مورد توجه قرار می گیرند. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران کمتر است. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکتهای بزرگ در مقابل شرکتهای کوچک کمتر است.

رشد شرکت از ویژگی هایی است که می شود پیش بینی بر بازده غیرعادی عرضه های عمومی سهام شرکتها تاثیر بگذارد. رشد شرکت از دید بازار سرمایه متغیر مهمی است. انگیزه های گزارشگری شرکتهایی با رشد زیاد با انگیزه های شرکتهایی با رشد کم متفاوت است. به طور مشخص، شواهدی ارائه شده توسط اسکینر واسلون^۵ (۲۰۰۲) بیانگر گزارشگری متهورانه شرکتها با رشد بالا بود. در نتیجه، میزان محافظه کاری در گزارشهای مالی آنها کمتر خواهد بود. بر مبنای مطالعه وانگ (۲۰۱۰) فرصتهای رشد بیشتر شرکت نشان دهنده این است که شرکت دارای دارایی نامشهود بیشتری می باشد و امکان انجام سرمایه گذاری بیشتری را دارد، سرمایه گذاران نیز انتشار سهام و تغییر مالکیت سهام را به عنوان شواهدی برای آزادی عمل بیشتر و کاهش بروکراسی برای اجرای پروژه های محتمل آینده تفسیر می کنند، و به انتشار سهام جدید واکنش نشان می دهند. بنابراین، پیش بینی می شود بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام تحت تاثیر فرصتهای رشد شرکت قرار بگیرد (وانگ، ۲۰۱۰).

ویژگی دیگر شرکتها که می تواند بر بازده غیرعادی عرضه های عمومی سهام تاثیر بگذارد، ریسک مالی (اهرمی و غیراهرمی بودن) شرکت می باشد. سرمایه گذاران بر اساس بازده و ریسک تصمیم می گیرند، ریسک و بازده، دو عامل مهم کلیدی در انواع سرمایه گذاری می باشند (هاشمی و ساعدی ۱۳۸۸). ساختار سرمایه شرکت یکی از عواملی است که ریسک و بازده یک شرکت را تعیین می کند. ساختار سرمایه (اهرم مالی) میزان استفاده از بدهی و سهام عادی برای تامین مالی داراییها می باشد. یعنی اینکه شرکت در ساختار سرمایه خود چقدر سهام و چقدر بدهی دارد. هاشمی و ساعدی (۱۳۸۸) در تحقیق خود نشان داد که تاثیر سود عملیاتی بر بازده سهام شرکت ها با اهرم مالی پایین در مقایسه با شرکت های با اهرم مالی بالا بیشتر است. بنابراین پیش بینی می شود که بازده غیرعادی سهام عرضه های عمومی تحت تاثیر اهرم مالی شرکت قرار بگیرد.

۳. پیشینه تحقیق

تحقیقات تجربی در مورد مطالعه واکنش اعلان عرضه عمومی سهام به طور جدی در دهه ۱۹۸۰ شروع شد در بخشی بزرگتر بررسی مایرز و مجلاف^۶ (۱۹۸۴) برای ارائه این موضوع بود که شرکتها با اعلان عرضه سهام عادی کاهش قیمت سهام را تجربه خواهند کرد. شرکتها حدود ۲ تا ۳ درصد کاهش در قیمت سهام عادی مستقیماً بعد از اعلان انتشار حقوق صاحبان

سهام را تجربه می کنند. چنددلیل برای این واکنش منفی ارائه شده که یکی از این تفسیرها، از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه گذاران برای استدلال واکنش منفی بهره می جوید. نامتقارن بودن اطلاعات، اساس نظریه مورد استفاده توسط مایرز و مجلاف (۱۹۸۴) بود. این شواهد از نظریه آنان مبنی بر این یافته های تجربی پشتیبانی کرد که واکنش اعلان عرضه سهام رایج کمتر منفی می شود وقتی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران برون سازمانی کمتر باشد. آنها با فرض بر عدم تقارن اطلاعاتی بیان می کنند که مدیران بصیرتر (مدیر) در صدور سهام جدید فقط زمانی به نفع سهامداران موجود عمل می کنند که این کار به نفع آنان باشد. لذا سرمایه گذاران منطقی، بر اساس این رفتار درک شده در مدیران، به صدور سهام جدید واکنش منفی نشان می دهند.

ایبوتسون^۷ (۱۹۷۵) در پژوهش خود دریافت که شرکت هایی که سهام خود را برای اولین بار و از طریق بورس اوراق بهادار به عموم مردم عرضه می کنند سهام را به قیمتی پایین تر از ارزش ذاتی عرضه می کنند، به گونه ای که بین قیمت عرضه و قیمت بازار در پایان ماه اول داد و ستد اختلاف قابل توجهی وجود دارد. احمد^۸ (۲۰۰۴) در بررسی رابطه بین کیفیت سود (به عنوان یکی از نمایندگان عدم تقارن) با واکنش بازار به خبر افزایش سرمایه، نتیجه گرفت که کیفیت سود با واکنش بازار رابطه معکوس و معنی دار دارد. به دیگر سخن، تحقیق وی رابطه شدت واکنش منفی بازار به خبر صدور سهام جدید با درجات مختلف عدم تقارن اطلاعات در هنگام اعلان این خبر را تأیید می نماید.

بای لس و چپ لینسکی^۹ (۱۹۹۶) بیان کردند که بازده غیر عادی در بازارهای کارآ (یعنی جایی که عدم تقارن اطلاعات نسبتاً کم است) منفی تر یا کمتر می باشد. آنها بیان نمودند که بازده غیرعادی حول اخبار صدور سهام جدید، معمولاً با (درجه یا) اندازه های مختلف عدم تقارن اطلاعات ارتباط دارد. وانگ (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین به موقع بودن سود و افزایش سرمایه از طریق صدور سهام جدید پرداخت. او نشان داد که شرکتهایی که سود به موقع تر دارند به دلیل اینکه عدم تقارن اطلاعاتی کمتر است در نتیجه قیمت سهام آنها افت کمتری خواهد داشت. همچنین او به این نتیجه رسید که رابطه بین اندازه شرکت و فرصتهای رشد شرکت با بازده غیرعادی عرضه سهام منفی و رابطه بین اهرم مالی شرکت با بازده غیرعادی عرضه سهام مثبت می باشد.

در زمینه بررسی وجود بازده غیرعادی عرضه های عمومی سهام تاکنون تحقیقی در ایران صورت نگرفته است، ولی تحقیقات اندکی در مورد بازده غیرعادی عرضه های عمومی اولیه سهام به شرح زیر صورت گرفته است:

اقبال نیا (۱۳۸۸) به بررسی عملکرد کوتاه مدت سهام عرضه عمومی اولیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. بر پایه نتایج حاصل از ۹۱ عرضه عمومی اولیه در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷، ملاحظه گردید سهام عرضه اولیه در کوتاه مدت دارای عملکرد بهتری نسبت به متوسط بازار بوده و پدیده قیمت‌گذاری زیر ارزش سهام عرضه عمومی اولیه در بورس تهران مشابه بسیاری از بورس‌های دیگر دنیا وجود دارد.

مدرس و عسگری (۱۳۸۸) به شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق آنها وجود بازده غیرعادی در سهام شرکتهای تازه وارد به بورس اوراق بهادار تهران و برخی عوامل احتمالی موثر بر آن مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها بیانگر وجود بازده غیرعادی مثبت طی ۲۴ ماه پس از عرضه اولیه سهام شرکت‌های نمونه در بورس اوراق بهادار تهران است. از میان متغیرهای مورد بررسی آنها سه متغیر نوع موسسه حسابرسی، اندازه شرکت و خطای پیش بینی سود هر سهم رابطه معناداری با بازده غیرعادی داشتند.

باقرزاده، نیکبخت و نوروش (۱۳۸۸) به بررسی بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل موثر بر آن در قلمرو زمانی سالهای ۱۳۷۶-۱۳۸۳ پرداختند. طبق یافته‌های تحقیق آنها، سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند عرضه‌های اولیه در سایر کشورها در بازه زمانی چهار هفته بعد از تاریخ عرضه به طور متوسط ۱۲/۳۹ درصد بازده اولیه غیرعادی (بازده تعدیل شده با پرتفوی بازار) ایجاد کرده‌اند. بررسی عوامل احتمالی موثر بر بازده اولیه این سهام نشان داد که از بین متغیرهای مورد بررسی تنها دو متغیر درصد عرضه اولیه سهام و اهرم مالی شرکت در مقطع عرضه اولیه، مهم‌ترین متغیرهای تاثیرگذار بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های اولیه سالهای ۱۳۷۶-۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند.

۴. سوالات تحقیق

با توجه به اهداف تحقیق سوالاتی به شرح زیر مطرح می‌گردد:

۱. آیا در زمان عرضه‌های عمومی سهام بازده غیرعادی ایجاد می‌شود یا به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی در زمان عرضه‌های عمومی سهام وجود دارد یا خیر؟
۲. آیا بین ویژگی‌های خاص شرکتهای (اندازه، فرصتهای رشد و اهرم مالی شرکت) با بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی سهام رابطه‌ای وجود دارد؟

۵. فرضیه های تحقیق

در راستای پاسخ به سوالات تحقیق فرضیه های زیر را می توان مطرح کرد:

با توجه به سوال اول تحقیق فرضیه زیر مطرح می گردد:

فرضیه اول: در بازه زمانی کوتاه مدت بعد از عرضه های عمومی سهام بازده غیرعادی ایجاد می شود. یا به عبارتی عدم تقارن اطلاعاتی در زمان عرضه های عمومی سهام وجود دارد.

با توجه به سوال دوم تحقیق فرضیه های زیر مطرح می گردد؟

فرضیه دوم: بین اندازه شرکت و بازده غیرعادی تجمعی عرضه عمومی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین اهرم مالی شرکت و بازده غیرعادی تجمعی عرضه عمومی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین فرصتهای رشد شرکت و بازده غیرعادی تجمعی عرضه عمومی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

۶. روش تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت، تحقیقی شبه تجربی است و از لحاظ هدف، تحقیقی کاربردی است که نتایج حاصل از آن می تواند برای طیف گسترده ای از ذینفعان شرکتها مفید باشد. داده های مورد نیاز برای انجام این تحقیق با استفاده از نرم افزار تدبیر پرداز، پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت های مالی و امید نامه های شرکتها، گزارشهای منتشر شده توسط سازمان بورس و سازمان خصوصی سازی در مورد عرضه های عمومی سهام تهیه شده اند.

۷. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکتهایی است که پس از ورود به بورس و عرضه عمومی اولیه، دارای عرضه عمومی سهام در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ بوده اند و نمونه آماری شرکتهایی می باشد که طی این دوره بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده است:

۱. شرکتهای نمونه باید در فاصله زمانی سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲. به منظور محاسبه بازده غیرعادی، شرکتها نباید وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه قبل از عرضه عمومی سهام، داشته باشند.
۳. صورتهای مالی هر یک از شرکتها در سال عرضه اولیه سهم برای استخراج اطلاعات مالی مورد نیاز موجود و قابل دسترسی باشد.
۴. شرکتهای تحت بررسی جزء شرکتهای واسطه گری و مالی نباشند.
- با لحاظ معیارهای ذکر شده، در نهایت ۷۰ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب گردید.

۸. متغیرهای تحقیق

۱.۸. متغیرهای مستقل و تعریف عملیاتی آنها

اندازه شرکت ($FIRM_SIZE_j$): اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت بدست می آید به اعتقاد ریتر (۱۹۹۱) و کیماز (۲۰۰۰)، شرکتهای کوچک به دلیل ابهامات بیشتری که در مورد ارزش ذاتی و آینده آنها در بازار وجود دارد، در مقایسه با شرکتهای بزرگ، ریسک بیش تری داشته و بیشتر در معرض اهداف سوداگرانه سرمایه گذاران قرار می گیرند. بنابراین، بین بازده غیرعادی کوتاه مدت و اندازه شرکت عرضه کننده سهم رابطه منفی وجود دارد. کولی و سورت^{۱۱} (۲۰۰۱) نیز در تحقیق خود وجود این ارتباط را تایید کردند.

فرصتهای رشد (MTB_j): از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده ای برای رشد شرکت استفاده شده است. وانگ (۲۰۱۰) استدلال می کند که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالای شرکت اشاره به این دارد که شرکت دارایی های نامشهود بیشتری دارد و در واقع دارای فرصت های سرمایه گذاری سودآور بیشتری می باشد. سرمایه گذاران نیز انتشار سهام توسط شرکتهای دارای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بیشتر را به عنوان تامین وجوه برای پروژه های محتمل آینده تفسیر می کنند. بنابراین، پیش بینی می شود به دلیل واکنش سرمایه گذاران به فرصتهای رشد، شرکتهای با رشد بالا بازده غیرعادی کمتری داشته باشند.

اهرم مالی شرکت (Lev_j): اهرم را به می توان به عنوان درصد تامین مالی از طریق بدهیها تعریف نمود. به عقیده داگلاس^{۱۱} (۲۰۰۱) اهرم مالی توانایی تغییر ریسک و بازده شرکت را

داراست، بنابراین ساختار سرمایه هر شرکت با اهرم مالی آن رابطه تنگاتنگ دارد. معیارهای اندازه گیری اهرم مالی شامل نسبت کل بدهیها به کل داراییها، نسبت بدهیها به حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهیهای بلندمدت به حقوق صاحبان سهام و نسبت بدهیها به ارزش بازار سهام می باشند. در این تحقیق برای محاسبه اهرم مالی (ریسک مالی) شرکت از نسبت کل بدهیها به ارزش بازار سهام در مقطع عرضه عمومی سهام استفاده شده است. پیش بینی می شود شرکتهایی با ریسک مالی پایین بازده غیرعادی کمتری ایجاد کنند و برعکس.

۲.۸. متغیر وابسته و تعریف عملیاتی آن ها

متغیر وابسته تحقیق بازده غیر عادی تجمعی کوتاه مدت می باشد. مبنای محاسبات هفته اول و دوم بعد از عرضه های عمومی شرکتها می باشد. برای این منظور روز ۵ (یک هفته کاری) و روز ۱۰ (دو هفته کاری) بعد از عرضه را به عنوان روز ۰، روز قبل از آن به عنوان روز -۱ و روز بعد از آن به عنوان روز ۱ برای محاسبه بازده غیر عادی تجمعی یک هفته (CAR_{i1}) و دو هفته (CAR_{i2}) بعد از عرضه عمومی سهام در نظر گرفته شده است. در این تحقیق به پیروی از وانگ (۲۰۱۰) از مدل زیر برای محاسبه بازده غیرعادی تجمعی استفاده شده است. برای این منظور، ابتدا از حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین مدل بازار به منظور محاسبه بازده غیر عادی انباشته در دوره وقوع استفاده شده است.

$$R_{j,t} = \eta_{0,j} + \eta_{1,j}R_{M,t} + \sigma_{j,t} \quad (1)$$

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - n_{0,j} - n_{1,j}R_{M,t} \quad t = -180, -179, \dots, -10 \quad (2)$$

$$MODEL_CAR_j = \sum_{t=-1,0,1} (R_{j,t} - R_{M,t})$$

$$t = -1, 0, 1 \quad (3)$$

در معادلات فوق؛

$R_{j,t}$ بازده اولیه شرکت j در روز t می باشد، $R_{M,t}$ بازده بازار می باشد از شاخص قیمت و بازده نقدی برای محاسبه بازده بازار در دوره زمانی فوق استفاده شده است؛ N_{0j} و N_{1j} ضرایب تخمین شده ناشی از مدل می باشند.

$AR_{j,t}$ بازده غیر عادی شرکت j در روز t می باشد. متغیر وابسته، بازده غیرعادی انباشته (مدل CAR_j)، جمع بازده های غیر عادی در دوره وقوع است.

۳.۸. متغیر کنترل

اندازه عرضه ($OFFER_SIZE_j$)

اندازه عرضه از نسبت تعداد سهام عرضه شده در روز عرضه اولیه سهم در بورس اوراق بهادار به کل تعداد سهام شرکت در مقطع عرضه عمومی سهام بدست می آید. نتیجه تحقیق کیماز (۲۰۰۰) و وانگ (۲۰۱۰) رابطه بین درصد عرضه سهام و سطح قیمت گذاری کمتر از واقع را منفی نشان داد.

۹. روش تجزیه و تحلیل داده ها

برای تجزیه و تحلیل داده ها از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. در این مدل بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام به عنوان متغیر وابسته و اندازه شرکت، اهرم مالی و فرصتهای رشد متغیرهای مستقل می باشند. همچنین، تاثیر حجم عرضه سهام نیز کنترل شد. معادله رگرسیون مورد استفاده به شرح معادله شماره (۴) است.

$$CAR_j = \beta_0 + \beta_1 \times FIRM_SIZE_j + \beta_2 \times MTB_j + \beta_3 \times Lev_j + \beta_4 \times OFFER_SIZE_j + \tau_j \quad (4)$$

۱۰. یافته های پژوهش

۱.۱۰. آمار توصیفی تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در نگاره ی شماره (۱) ارائه شده است، آمار توصیفی بر مبنای داده های شرکتهای نمونه در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰، در مجموع شامل ۷۷۰ سال-شرکت می باشد. متغیر مربوط به اندازه شرکت بر مبنای لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام می باشد. متغیر فرصتهای رشد شرکت نیز نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می باشد. همچنین، بقیه متغیرها بر مبنای درصد می باشند. همانطور که در نگاره ی شماره ۱ مشاهده می شود، نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی داده ها بیانگر این است که میانگین بازده غیرعادی تجمعی هفته اول بعد از عرضه عمومی سهام برابر با ۸/۹ درصد و میانگین بازده غیرعادی تجمعی هفته دوم بعد از عرضه عمومی سهام برابر با ۱۲/۱ درصد می باشد. با توجه به آمار توصیفی بازده غیرعادی یک هفته و دوهفته بعد از عرضه

عمومی سهام، فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران اثبات شد و فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران در زمان عرضه عمومی سهام نیز مورد تایید قرار گرفت. برای سایر متغیرها نیز آمار توصیفی مربوط موجود می باشد.

نگاره ۱) - نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
بازده غیرعادی یک هفته	۰/۰۸۹	۰/۰۷	۰/۱۲	۰/۰۱	۰/۲۶
بازده غیرعادی دو هفته	۰/۱۲۱	۰/۱۱	۰/۱۹	۰/۰۳	۰/۲۹
فرصتهای رشد شرکت	۶/۶۶	۵/۴۹	۷/۷۴	۰/۹۴	۲۹
اهرم مالی شرکت	۰/۶۶	۰/۶۵	۰/۲۱	۰/۲۸	۰/۸۸
اندازه شرکت	۵/۸۷	۵/۷۴	۰/۷۷	۴/۵۴	۷/۸۹
اندازه عرضه	۰/۲۰	۰/۱۸	۰/۱۹	۰/۱۸	۰/۵۵

۲.۱۰. نتایج آزمون فرضیه تحقیق

برای آزمون فرضیات ابتدا بازده غیرعادی تجمعی برای یک هفته و دوهفته بر اساس مدل‌های شماره (۱)، (۲) و (۳) محاسبه گردید و پس تایید فرضیه اول مبنی بر وجود بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران که در قسمت آمار توصیفی توضیح داده شد، سپس برای آزمون فرضیات دیگر تحقیق مبنی بر شناسایی اثر ویژگیهای خاص شرکتها بر بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام، معادله شماره ۴ به شرح نگاره ۱ شماره (۲) و نگاره ۱ شماره (۳) به ترتیب برای بازده غیرعادی یک هفته و دوهفته بعد از عرضه عمومی سهام تخمین زده شده است.

فرضیه اول: همانطور که در قسمت آمار توصیفی توضیح داده شد، به طور متوسط بازده غیرعادی تجمعی یک هفته بعد از عرضه عمومی سهام ۸/۹ درصد و بازده غیرعادی تجمعی دو هفته بعد از عرضه عمومی سهام ۱۲/۱ درصد می باشد. بنابراین فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود بازده غیرعادی هنگام عرضه عمومی سهام تایید شد.

همانطور که در نگاره ۱ شماره (۲) مشاهده می شود آزمون F در سطح اطمینان بیشتر از ۹۹ درصد معنادار می باشد و آماره دوربین واتسون نیز بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد که صحت الگوی

رگرسیون را در مورد خطی بودن روابط بین متغیرها و استقلال مشاهدات تایید می کند. با توجه به اینکه داده های مورد تجزیه و تحلیل از نوع داده های ترکیبی می باشند، ابتدا باید با استفاده از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن نوع تخمین مدل را تعیین نمود، از آنجا که سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر برابر (۰/۴۹) می باشد. بنابراین، فرض H_0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نشده است و روش داده های تلفیقی پذیرفته می شود.

نگاره ی (۲): برآورد الگوی شماره ۴ برای بازده غیرعادی یک هفته

$$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \times FIRM_SIZE_j + \beta_2 \times MTB_j + \beta_3 \times Lev_j + \beta_4 \times OFFER_SIZE_j + \tau_j$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۳۳/۱	۴/۷	۰/۰۰۰۱
اندازه شرکت	-۹/۴	-۱۰/۷	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی شرکت	۵۳	۵/۷۶	۰/۰۰۰۰
فرصتهای رشد شرکت	-۰/۳۰	-۲/۱۱	۰/۰۴
اندازه عرضه	-۰/۱۵	-۴/۳	۰/۰۰۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۰	آماره F	۱۹/۶۳
آماره دوربین واتسون	۲/۱	سطح معناداری کل مدل	۰/۰۰۰۰
آزمون F لیمر	۰/۹۵	سطح معناداری آزمون F لیمر	۰/۴۹

فرضیه دوم: برای آزمون فرضیه دوم تحقیق معادله شماره (۴) برای بازده غیرعادی تجمعی یک هفته بعد از عرضه عمومی سهام به شرح نگاره ی شماره (۲) و برای بازده غیرعادی تجمعی دو هفته بعد از عرضه عمومی سهام به شرح نگاره ی شماره (۳) تخمین زده شد. ضریب اندازه شرکت برای یک هفته (نگاره ی شماره ۱) و دو هفته (نگاره ی شماره ۲) بعد از عرضه عمومی به ترتیب برابر با $-۸/۸$ و $-۱۸/۱$ است. همچنین ضریب آماره t به ترتیب برابر با $-۱۹/۵$ و $-۶/۳۱$ می باشد که بیانگر این است که این ارتباط برای هر دو دوره زمانی در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد معنادار می باشد. بنابراین رابطه منفی و معناداری بین بازده غیر عادی تجمعی کوتاه مدت عرضه عمومی سهام و اندازه شرکت وجود دارد و فرضیه اول تحقیق مبنی بر وجود ارتباط منفی و معنادار بین بازده غیرعادی تجمعی عرضه های عمومی سهام و اندازه شرکت اثبات شد. همچنین، ضریب اندازه عرضه عمومی اولیه سهام منفی و در سطح اطمینان

بیش از ۹۹٪ معنادار می باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه عمومی سهام و اندازه عرضه عمومی سهام می باشد.

فرضیه سوم: برای آزمون فرضیه سوم تحقیق، معادله شماره (۴) برای بازده غیرعادی تجمعی یک هفته بعد از عرضه عمومی سهام به شرح نگاره ۲ (شماره ۲) و برای بازده غیرعادی تجمعی دو هفته بعد از عرضه عمومی سهام به شرح نگاره ۳ (شماره ۳) تخمین زده شد. ضریب اهرم مالی شرکت برای یک هفته (نگاره ۱ شماره ۱) و دو هفته (نگاره ۲ شماره ۲) بعد از عرضه عمومی به ترتیب برابر با ۰/۸ و ۰/۵۱ است. همچنین ضریب آماره t به ترتیب برابر با ۵/۷۶ و ۶/۵۶ می باشد که بیانگر این است که این ارتباط برای هر دو دوره زمانی در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد معنادار می باشد. بنابراین رابطه مثبت و معناداری بین بازده غیر عادی تجمعی کوتاه مدت عرضه های عمومی سهام و اهرم مالی شرکت وجود دارد و فرضیه سوم تحقیق نیز تایید شد.

نگاره ۳: برآورد الگوی شماره ۴ برای بازده غیرعادی دو هفته

$$CAR_{j2} = \beta_0 + \beta_1 \times FIRM_SIZE_j + \beta_2 \times MTB_j + \beta_3 \times FLev_j + \beta_4 \times OFFER_SIZE_j + \tau_j$$

متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۱۳/۳	۳/۹	۰/۰۰۰۵
اندازه شرکت	-۱۸/۱	-۶/۳۶	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی شرکت	۸۲/۲	۶/۵۶	۰/۰۰۰۰
فرصتهای رشد شرکت	-۰/۴۶	-۲/۶۶	۰/۰۱
اندازه عرضه	-۰/۲۶	-۳/۷۸	۰/۰۰۰۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۴	آماره F	۱۱/۱۲
آماره دوربین واتسون	۱/۹۱	سطح معناداری کل مدل	۰/۰۰۰۰
آزمون F لیمر	۱/۱۳	سطح معناداری آزمون F لیمر	۰/۳۶

همچنین، ضریب اندازه عرضه عمومی سهام منفی و در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد معنادار می باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه های عمومی سهام و اندازه عرضه سهام می باشد.

فرضیه چهارم: برای آزمون فرضیه چهارم تحقیق مبنی بر اثر فرصتهای رشد شرکت بر بازده غیرعادی تجمعی یک هفته و دو هفته بعد از عرضه عمومی سهام معادله شماره (۴) به

شرح نگاره‌ی شماره (۲) و (۳) تخمین زده شد. ضریب فرصتهای رشد شرکت برای یک هفته (نگاره‌ی شماره ۱) و دو هفته (نگاره‌ی شماره ۲) بعد از عرضه عمومی به ترتیب برابر با $0/3-$ و $0/46-$ است. همچنین ضریب آماره t به ترتیب برابر با $2/11-$ و $2/66-$ می‌باشد که بیانگر این است که این ارتباط برای هر دو دوره زمانی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. بنابراین رابطه منفی و معناداری بین بازده غیر عادی تجمعی کوتاه مدت عرضه‌های عمومی سهام و فرصتهای رشد شرکت وجود دارد و فرضیه چهارم تحقیق مبنی بر وجود ارتباط منفی و معنادار بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه عمومی سهام و فرصتهای رشد شرکت اثبات شد. به عبارت دیگر، در شرکتهای رشدی به دلیل داشتن فرصتهای رشد زیاد و نیاز به تامین مالی برای این فرصتهای محتمل آینده، سرمایه‌گذاران واکنش منفی به عرضه عمومی این شرکتها نشان می‌دهند و در نتیجه این شرکتها بازده غیرعادی کمتری ایجاد می‌کنند. همچنین، ضریب اندازه عرضه عمومی سهام منفی و در سطح اطمینان بیش از ۹۹ درصد معنادار می‌باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معناداری بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه عمومی سهام و حجم عرضه سهام می‌باشد.

همانطور که در نگاره‌ی شماره (۳) مشاهده می‌شود آزمون F در سطح اطمینان بیشتر از ۹۹٪ معنادار می‌باشد و آماره دوربین واتسون نیز بین $1/5$ تا $2/5$ می‌باشد، که صحت الگوی رگرسیون را در مورد خطی بودن روابط بین متغیرها و استقلال مشاهدات تایید می‌کند. با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر برابر $(0/36)$ می‌باشد. بنابراین، فرض H_0 (یعنی حداقل مربعات معمولی) رد نشده است و روش داده‌های تلفیقی پذیرفته می‌شود.

۱۱. نتیجه‌گیری

هدف این تحقیق، ابتدا بررسی وجود بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه عمومی سهام می‌باشد، سپس در ادامه اثر ویژگیهای خاص شرکتهای نظیر اندازه، اهرم مالی و فرصتهای رشد شرکت بر بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام مورد بررسی قرار گرفته است. همانطور که در قسمت آمار توصیفی تحقیق نشان داده شد به طور متوسط $8/9$ درصد و $12/1$ درصد بازده غیر عادی تجمعی برای یک هفته و دو هفته بعد از عرضه عمومی سهام وجود دارد. نتایج وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد تایید قرار داد، نتایج فرضیه اول این تحقیق با پژوهش باقرزاده و همکاران (۱۳۸۸) مبنی بر وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران هنگام عرضه‌های عمومی اولیه نیز مطابقت دارد.

نتایج فرضیه دوم تحقیق بیانگر رابطه منفی و معناداری بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه های عمومی سهام و اندازه شرکت می باشد. به عبارتی، در شرکتهای کوچکتر به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر در هنگام عرضه عمومی سهام، بازده غیرعادی بیشتری هم وجود دارد. به عبارت دیگر، شرکتهای بزرگتر معمولاً توسط تحلیلگران بیشتر مورد توجه قرار می گیرند. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران کمتر است. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکتهای بزرگ در مقابل شرکتهای کوچک کمتر است. به بیان دیگر، بازده غیرعادی عرضه های عمومی در شرکتهای کوچک نسبت به شرکتهای بزرگ، بیشتر می باشد. نتایج این فرضیه با تحقیق کیماز (۲۰۰۰)، کولی و سورت (۲۰۰۱) و وانگ (۲۰۱۰) مبنی بر وجود ارتباط منفی و معنادار بین اندازه شرکت و بازده غیرعادی کوتاه مدت مطابقت دارد.

همچنین نتیجه آزمون فرضیه سوم تحقیق ارتباط مثبت و معناداری بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه های عمومی سهام و اهرم مالی شرکت را نشان داد. به عبارت دیگر، شرکتهای با اهرم مالی بیشتر به دلیل ریسک مالی بیشتر دارای بازده غیرعادی بیشتری می باشند. ارتباط بین فرصتهای رشد شرکت و بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه عمومی سهام منفی و معنادار می باشد و فرضیه چهارم تحقیق نیز مورد تایید قرار گرفت. به عبارت دیگر، در شرکتهای با فرصتهای رشد زیاد بدلیل نیاز به تامین مالی از محل صدور سهام جدید برای این فرصتهای محتمل آینده، سرمایه گذاران واکنش منفی به عرضه عمومی این شرکتهای نشان می دهند و در نتیجه این شرکتهای بازده غیرعادی کمتری ایجاد می کنند. نتایج این فرضیه با تحقیق وانگ (۲۰۱۰) نیز مطابقت دارد. ضریب اندازه عرضه عمومی اولیه سهام منفی و در سطح ۹۵٪ معنادار می باشد که بیانگر وجود ارتباط منفی و معنی دار بین بازده غیرعادی تجمعی کوتاه مدت عرضه عمومی سهام و اندازه عرضه می باشد. به عبارت دیگر، در زمان عرضه عمومی سهام نیز مانند عرضه های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. نتایج این فرضیه با تحقیق کیماز (۲۰۰۰) و وانگ (۲۰۱۰) مطابقت دارد.

۱۲. پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق

بر اساس نتایج تحقیق، می توان پیشنهادهایی به شرح ذیل ارائه کرد:

۱. با توجه به رابطه منفی و معنادار بین بازده غیرعادی عرضه های عمومی با اندازه و رشد شرکت، به فعالان بازار سرمایه به خصوص سرمایه گذاران بالقوه پیشنهاد می شود که در تصمیم گیری نسبت به خرید سهام به اندازه و رشد شرکت توجه نمایند.

۲. با توجه به رابطه منفی و معنادار بین درصد عرضه عمومی اولیه سهام و بازده غیرعادی به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود تا میزان عرضه عمومی سهام شرکتها را کنترل نماید تا بازده غیرعادی ایجاد نشود و ارزش سهام بر مبنای ارزش ذاتی آنها تعیین شود.
۳. با توجه به رابطه مثبت و معنادار بین اهرم مالی شرکت و بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود تا در تصمیم گیری های خرید سهام ریسک مالی شرکت را نیز در نظر بگیرند.

۱۳. پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- در ادامه این تحقیق، موضوعات زیر نیز برای پژوهشهای آینده پیشنهاد می شود:
۱. بررسی وجود بازده غیرعادی بلندمدت عرضه های عمومی سهام و شناسایی عوامل موثر بر آن
 ۲. شناسایی تاثیر ویژگی خاص شرکت بر تغییرات قیمت سهام هنگام افزایش سرمایه

۱۴. محدودیت های تحقیق

با توجه به اینکه در این تحقیق، عرضه های عمومی سالهای بعد از عرضه اولیه سهام شرکتها در نظر گرفته شده است به همین منظور تسری نتایج تحقیق به عرضه های اولیه سهام شرکتها با احتیاط انجام گیرد.

یادداشت ها

- | | |
|-----------------------|----------------------------|
| 1. Megginson & et al. | 7. Ibbotson |
| 2. Loughran & et al. | 8. Ahmad |
| 3. Ritter | 9. Bayless, and Chaplinsky |
| 4. Kiyamaz | 10. Kooli and Suret |
| 5. Skinner and sloan | 11. Douglas |
| 6. Myers and Magluf | |

منابع و مأخذ

۱. احمدپور، احمد و مجید، رحمانی فیروزجائی (۱۳۸۶). "بررسی تاثیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سهام (بورس اوراق بهادار تهران)"، *مجله تحقیقات اقتصادی*، شماره ۷۹، صفحات ۳۷-۱۹.

۲. اقبال نیا، محمد (۱۳۸۸)، "بررسی عملکرد کوتاه مدت سهام عرضه عمومی اولیه: شواهد تجربی از بورس تهران"، *هفتمین کنفرانس بین المللی مدیریت*.
۳. آذر، عادل، محمدرضا، رستمی و محمد، صفری (۱۳۹۲)، "تحلیل مقایسه ای عوامل مؤثر در قیمت گذاری زیر ارزش ذاتی در عرضه عمومی اولیه سهام شرکت های دولتی و غیردولتی؛ مطالعه موردی: شرکت های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۸"، *اندیشه مدیریت راهبردی*، سال هفتم، شماره اول، صص ۱۵۷-۱۸۵.
۴. باقرزاده، سعید، محمدرضا، نیکبخت و ایرج، نوروش (۱۳۸۸)، "عوامل مؤثر بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه های عمومی اولیه (IPOs) در بورس اوراق بهادار تهران"، *مدرس علوم انسانی- پژوهش های مدیریت در ایران*، دوره ۱۵، شماره ۱.
۵. پناهیان، حسین و علی اکبر، رمضانی (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین کیفیت سود با واکنش بازار به افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده های نقدی سهامداران"، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۴، شماره ۵۰، صص ۸۳-۹۸.
۶. پورحیدری، امید و محمود، کهنسال (۱۳۸۴)، "ارتباط بین سود و جریان نقدی با بازده سهام با توجه به ویژگیهای خاص شرکتها، *فصلنامه مطالعات حسابداری*، شماره ۹، صص ۴۱-۲۷.
۷. خدای پور، احمد و محمد، قدیری (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه میان ارقام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران". *پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز*، دوره دوم، شماره دوم، صص ۲۹-۱.
۸. رضایی دولت آبادی، حسین، سعید، صمدی و حسام، ناجی زواره (۱۳۹۰)، تحلیل تاثیر خصوصی سازی بر توسعه بازار سهام در ایران، *پژوهش های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره پیاپی (۷).
۹. صفارزاده پاریزی، غلامرضا (۱۳۸۱)، "مروری بر سیاست خصوصی سازی و بررسی عملکرد آن در فاصله سال های ۸۰-۱۳۶۸ در کشور" *پژوهشنامه اقتصادی*، سال دوم، شماره ۲، صص ۱۱۵-۱۳۴.
۱۰. کردستانی، غلامرضا و علی، آشتاب (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین خطای پیش بینی سود و بازده غیر عادی سهام شرکتهای جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۷، شماره ۶۰، صص ۹۳-۱۰۸.

۱۱. مدرس، احمد و محمدرضا، عسگری (۱۳۸۸)، "شناسایی عوامل موثر بر بازده غیر عادی بلند مدت سهام عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال دوم، شماره ۵، صص ۱۰۳-۷۷.
۱۲. هاشمی، سیدعباس و رحمان، ساعدی (۱۳۸۸)، "بررسی تاثیر ویژگیهای خاص شرکتها بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام"، *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، شماره ۴، صص ۱۳۰-۱۰۸.
13. Ahmed, A. (2004). "Does the market reaction to equity issues depend on earning quality?", *Financial Management Association (FMA) doctoral student seminar*, New Orleans, Louisiana
14. Balla ,R. and Shivakumar ,L. (2008) . " Earnings quality at initial public offerings", *Journal of Accounting and Economics*, No, 45, PP: 324–349.
15. Francis, J. Lafond ,R. Olsson ,P.M. and Schipper ,K. (2004). "Costs of Equity and Earnings Attributes", *The Accounting Review*, 79,4.
16. Ibbotson, G.(1975), "Price Performance of Common Stock New Issues", *Journal of Financial Economics*, No.2, 235-272.
17. Kiyamaz Halil. (2000). "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange." *Journal of Multinational Financial Management* ,No, 10.
18. Kooli, M. ., Suret J. M.(2001), "The underpricing of initial public offerings: further Canadian evidence", *Working Paper*, University of Laval, No, 44.
19. Loughran, T. J, Ritter and Rydqvist, K. (1994), "Initial Public Offering: International Insights" *pacific-basin finance journal* , No, 2, pp: 165-199.
20. Megginson, W. Nash, R., Netter, J and Poulsen, A. (2001), "The Choice of Private Versus Public Capital Markets: Evidence from Privatizations", *University of Georgia*, PP. 1-33.
21. Myers, S. C. and Magluf , N. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of financial economics*, No, 13, pp: 187- 221.
22. Mikkelson, W. and M Partch , M. (1986). "Valuation Effects of Security Offering an the Issuance Process", *Journal of financial economics*, 15, pp:31-60.
23. Ritter, R. (1991), "The long-run performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, No. 40, pp: 3-27.
24. Wang, J. (2010). "Earnings Timeliness and Seasoned Equity Offering Announcement Effect", *world Accounting Frontiers Series-2nd conference* , University of Western Sydney, pp: 204-223.