

ناهنجاری های اولین عرضه عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر رضوان حجازی^۱

زینب حق بین^۲

چکیده

اصطلاح عرضه عمومی اولیه^۳ عبارت است از این که یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می نماید .
در بورس های صاحب نام ، سالانه شرکت های زیادی برای اولین بار مبادرت به عرضه عمومی سهام خود می نمایند که در برخی موارد به ۳۰۰ - ۴۰۰ مورد در سال نیز می رسد ؛ لیکن یکی از مسائلی که در این زمینه با آن روبه رو هستند، ناهنجاری های مربوط به عرضه عمومی اولیه سهام می باشد که به دلیل اهمیت آن، موضوع پژوهش های بسیاری واقع شده است؛ مهمترین ناهنجاری های موجود در اولین عرضه عمومی^۴ "افت قیمت در بلند مدت" ، قیمت گذاری کمتر از واقع^۵ و اولین عرضه عمومی داغ^۶ می باشند که به بیان ساده تر " بازده بلند مدت کمتر

^۱ . استادیار دانشگاه الزهراء (س)

^۲ . کارشناس ارشد مدیریت مالی دانشگاه الزهراء (س)

^۳ Initial Public Offering

^۴ Long-Run Price Underperformance

^۵ Underpricing

^۶ Hot IPOs

از بازده بازار ، بازده کوتاه مدت بالاتر از بازده بازار و بازار پر رونق " می‌باشند. با توجه به این که قیمت‌گذاری کمتر از واقع و افت قیمت در بلند مدت، رایج تر هستند لذا مورد توجه بسیاری از پژوهشگران واقع شده‌اند؛ در تحقیق حاضر نیز دو ناهنجاری گفته شده مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

این تحقیق به دنبال آن است تا به سؤالات ذیل پاسخ دهد :

- انواع ناهنجاری‌ها در ارتباط با اولین عرضه عمومی سهام چیست و به چه دلیل ایجاد می‌گردند ؟
 - آیا ناهنجاری‌های موجود در اولین عرضه عمومی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، قیمت گذاری کمتر از واقع است ؟
 - آیا ناهنجاری‌های موجود در اولین عرضه عمومی سهام بورس اوراق بهادار تهران، کاهش قیمت سهام در یک بازه زمانی طولانی است ؟
- نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در مورد سهامی که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه می‌شوند ، در زمان اولین عرضه عمومی و نسبت به ارزش اسمی سهام، گران‌فروشی صورت می‌گیرد؛ همچنین افت قیمت سهام اولین عرضه عمومی در بلند مدت با وقفه زمانی ۶ ماه پس از اولین عرضه عمومی ایجاد می‌شود به این معنی که امکان دسترسی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در اولین عرضه بسیار محدود است در نتیجه پس از ورود شرکت‌ها به بورس و با توجه به ارائه گزارش‌های مالی میان دوره‌ای مورد تقاضای بورس، تاثیر این اطلاع‌رسانی بر تصمیم افراد، پس از شش ماه ظهور می‌نماید. نتایج حاصل از بررسی متغیرهای یاد شده، دال بر ارتباط میان صنعت و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام اولین عرضه عمومی است، همچنین میان متوسط سود سه سال پیش از اولین

عرضه عمومی (به عنوان شاخص کیفیت، ریسک و اعتبار شرکت) و درصد سهام منتشره در بلند مدت (به عنوان شاخص هزینه های نمایندگی) با افت قیمت سهام اولین عرضه عمومی در بلند مدت رابطه وجود دارد.

واژگان کلیدی : اولین عرضه عمومی در بورس، قیمت‌گذاری کمتر از واقع، افت قیمت

سهام در بلند مدت

طبقه بندی موضوعی: G13

ادبیات و پیشینه تحقیق

اصطلاح عرضه عمومی اولیه^۷ که رواج آن به بازارهای پروتق ۱۹۹۰ برمی‌گردد ، عبارت است از این که یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می نماید (جانگوئیست^۸ ، ۲۰۰۵). این شرکت‌ها تازه تاسیس نبوده و غالباً حداقل دارای ۳ سال سابقه فعالیت می‌باشند ؛ لذا در این اصطلاح، کلمه اولیه، به معنی عرضه سهام شرکت برای اولین بار به سهامداران بیرونی از طریق بورس، در زمانی می‌باشد که شرکت مزبور ، در پروسه‌ای از فعالیت خود دریافته است که پذیرش در بورس ، کمک شایانی به جذب سرمایه - چه از طریق سهامداران و چه از طریق استقراض- ، کاهش هزینه‌های تامین مالی و حتی کاهش مالیات می‌نماید .

تعداد سهامی که طی یک فرایند عرضه عمومی اولیه وارد بازار معامله می‌شود به ساختار مالکیت پیش از اولین عرضه عمومی بستگی دارد به گونه ای که اگر قبل از اولین عرضه عمومی، تمرکز مالکیت سهام وجود داشته باشد و سهامداران قبلی احساس نمایند که به واسطه اولین عرضه عمومی ، قدرت کنترل خود در امور شرکت را از دست خواهند داد، سهام کمتری

⁷ Initial Public Offering (IPO)

⁸ Ljungqvist et al

منتشر خواهد شد و به گونه ای نیز توزیع می گردد که سهامداران بزرگ به وجود نیابند (علوی ، کین فام و می فام^۹، ۲۰۰۶).

اولین عرضه عمومی ، به روش های مختلفی صورت می پذیرد که انتخاب هر کدام از آن ها، بسته به قوانین ، در کشورهای مختلف ، متفاوت است :

الف - عرضه عمومی به قیمت ثابت^{۱۰} :

در این روش، ابتدا قیمت عرضه تعیین می شود و سپس از سرمایه گذارانی که نوعاً در قسمتی یا کل سهام سفارش داده شده مشارکت دارند ، سفارشات را دریافت می کنند.

ب - عرضه عمومی به روش حراج^{۱۱} :

اصولاً از روش مزایده در هنگام عرضه اوراق دولتی و نیز خصوصی سازی های مبتنی بر تغییر بافت مالکیتی سهام استفاده می شود ولی در عرضه های عمومی اولیه شرکت ها به ندرت ، به کار گرفته می شود زیرا عقیده عمومی بر این است که استفاده از روش ثبت دفتری در اولین عرضه عمومی ، کارایی بیشتری دارد .

ج - ثبت دفتری^{۱۲} :

در این روش که به واسطه مزایای حاصل از آن ، نسبت به سایرین کاربرد بیشتری دارد ، کارگزاران متعهد پذیره نویسی ، تبلیغات پیرامون سهام جدید را انجام داده و سپس سفارشات را قبل از تعیین قیمت عرضه ، از سرمایه گذاران دریافت می نمایند .

⁹ Alavi , Kien Pham & My Pham

¹⁰ Offering Fixed Price

¹¹ Call Auction

¹² Bookbuilding

د - روش مزایده اینترنتی^{۱۳} :

رویه عرضه در این روش به این صورت است که نخست قیمتی بالا برای سهام مورد نظر تعیین می‌شود و سپس قیمت‌ها تا حدی پایین می‌آید که سرمایه‌گذار، خواهان مقدار معینی از سهام مذکور شوند و سپس معاملات بعدی مجدداً با همان روش مزایده عرضه می‌شود. اغلب روند کاهش قیمت تا حدی است که همه واحدها به فروش برسند لذا این احتمال وجود خواهد داشت که واحدها با قیمت‌های کاملاً متفاوتی به فروش رفته باشند (خدادادی و رضائیان، ۱۳۸۵).

قیمت‌گذاری عرضه اولیه، عامل کلیدی موفقیت یا عدم موفقیت یک اولین عرضه عمومی است و مولفه مهم تعیین قیمت مطلوب نیز، بازده روز اول^{۱۴} می‌باشد (کانکو و پتوی^{۱۵}، ۲۰۰۳). لذا قیمت تعیین شده برای اولین عرضه عمومی باید به گونه‌ای باشد که منجر به حداکثر کردن ارزش شرکت، جبران هزینه های کسب اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران و پوشش ریسک سرمایه‌گذار در مقام خریدار سهام شرکتی که تاکنون سهام خود را عرضه ننموده است، شود (شرمن^{۱۶}، ۲۰۰۰)؛ لذا بر مبنای فرضیه دامنه قیمتی بهینه - قیمتی که با ترجیحات گروه‌های متفاوت سرمایه‌گذاران منطبق است و تابعی از قیمت متوسط عمومی بازار، متوسط قیمت عمومی صنعت و ارزش شرکت مورد نظر است -، چنانچه سهام شرکت‌ها در سطح مطلوب^{۱۷} قیمتی مورد معامله قرار گیرد، هم هویت و شخصیت شرکت حفظ می‌شود و هم حجم معاملات افزایش می‌یابد (شوارت^{۱۸}، ۲۰۰۳).

¹³ Dutch Auction

¹⁴ first day return

¹⁵ Kaneko & Pettway

¹⁶ Scherman

¹⁷ Desired Trading Range

¹⁸ Schwa

در کنار مزایای گفته شده در ارتباط با ورود یک شرکت به بورس، اولین عرضه عمومی دارای ناهنجاری‌هایی نیز می‌باشد، اگرچه برخی صاحب‌نظران این عرصه معتقدند که این ناهنجاری‌ها چندان واقعی نبوده و تنها به طور ظاهری در تحقیقات نمود می‌یابند (روبینستن^{۱۹}، ۲۰۰۰)؛ با این وجود مهم‌ترین ناهنجاری‌های موجود در اولین عرضه عمومی "افت قیمت در بلند مدت^{۲۰}، ارزش‌گذاری زیر قیمت^{۲۱} و عرضه‌های عمومی اولیه داغ^{۲۲}" می‌باشند که به بیان ساده تر "بازده بلند مدت کمتر از بازده بازار، بازده کوتاه مدت بالاتر از بازده بازار و بازار پر رونق" می‌باشند. از میان ناهنجاری‌های مذکور، ارزش‌گذاری زیر قیمت، با توجه به شیوع بیشتر، مورد توجه بسیاری از پژوهشگران واقع شده است؛ مقاله حاضر نیز تنها به بررسی دو مورد اول خواهد پرداخت.

افت قیمت در بلند مدت

شرکت‌هایی که عرضه عمومی اولیه دارند، عموماً در طول یک دوره سه ساله با افت قیمت سهام روبرو هستند. در یک دسته بندی، دلایل اصلی این امر را می‌توان به سه دسته طبقه بندی نمود: گروه اول، افت عملکرد قیمت را ناشی از این فرض می‌دانند که پذیره نویسان، قیمت سهام را در اولین عرضه عمومی، به طور مصنوعی بالا نگاه می‌دارند اما به محض اینکه این حمایت قیمتی از جانب آنان قطع گردد، قیمت‌ها به حدی که به ارزش بازاری واقعی آن سهم برسد، کاهش می‌یابند (ریتز^{۲۳}، ۱۹۹۱ و جنکینسون و جانگویست^{۲۴}، ۲۰۰۱). میلر^{۲۵} (۱۹۷۷) عقیده دارد که قیمت سهام در اولین عرضه عمومی غالباً توسط سرمایه‌گذاران خوش بین تعیین

¹⁹ Rubinstein

²⁰ Long-Run Price Underperformance

²¹ Underpricing

²² Hot IPOs

²³ Ritter

²⁴ Jenkinson & Ljungqvist

²⁵ Miller

می شود ولی پس از مدتی که اطلاعات بیشتری در اختیار عموم قرار می گیرد، انتظارات افراد، در جهت واقعی تر شدن، تعدیل گردیده و مقدار بازده بلندمدت کوچکتر می گردد؛ به عبارت دیگر عملکرد بلندمدت، ارتباط منفی با غیر واقعی بودن تصورات سرمایه گذاران دارد (ریتز ، ۱۹۹۱ ، سرواس و راجان^{۲۶} ، ۱۹۹۵). البته آزمودن این فرضیه به دلیل دشواری اندازه گیری تصورات و عقاید افراد، کاری پیچیده است. گروه دوم، افت عملکرد بلندمدت را با فرضیه هزینه های نمایندگی توجیه می نمایند؛ جین و کینی^{۲۷} (۱۹۹۴) و میکلسون و همکارانش (۱۹۹۷)، ارتباط یا عدم ارتباط میان عملکرد بلندمدت و مالکیت شرکت را در بازار آمریکا بررسی نمودند و به این نتیجه دست یافتند که عملکرد بلندمدت، خواه در سال اول پس از اولین عرضه عمومی و خواه ده سال پس از اولین عرضه عمومی، هیچگونه ارتباطی با ساختار مالکیت شرکت ندارد در صورتی که بررسی های جین و کینی، حاکی از وجود رابطه مثبت بسیار قوی میان عملکرد بلندمدت و عدم تغییر در ساختار مالکیت پس از عرضه عمومی اولیه می باشد. گروه سوم نیز، افت عملکرد بلندمدت را برگرفته از اشتباهات در اندازه گیری بازده یا انتخاب معیار غلط می دانند (تیکور و هیوجز^{۲۸} ، ۱۹۹۲). بررسی های براو و همکارانش^{۲۹} (۱۹۹۸)، با این فرض که عملکرد بلندمدت اولین عرضه عمومی تابعی از تصمیمات مدیریت و نیز عملکرد شرکت پیش از اولین عرضه عمومی می باشد، نشان می دهد که در:

0 شرکت های کوچک تر؛

0 شرکت هایی که سه سال پیش از اولین عرضه عمومی ، سودآور بوده اند؛

²⁶ Servaes & Rajan

²⁷ Jain & Kini

²⁸ Thakor & Hughes

²⁹ Brav et al.

0 شرکت‌هایی که قبل از اولین عرضه عمومی، میزان بدهی‌های بیشتری نسبت به دارایی‌هایشان داشته‌اند؛

0 شرکت‌هایی که طی سال قبل از اولین عرضه عمومی، گردش کمتری^{۳۰} دارند
افت عملکرد بلندمدت قیمت در عرضه عمومی اولیه، بیشتر دیده می‌شود.

به اعتقاد برخی دیگر از صاحب‌نظران نظیر برادلی و همکاران^{۳۱} (۲۰۰۲)، براو و گمپرس^{۳۲} (۱۹۹۸)، اوفک و ریچاردسون^{۳۳} (۲۰۰۳)، دلیل اصلی افت قیمت در بلند مدت، وجود دوره حبس می‌باشد؛ به این صورت که معمولاً پس از آن که یک شرکت از طریق فرآیند اولین عرضه عمومی سهامی عام می‌شود، پذیرهنویس، توافقی مبنی بر استقرار دوره حبس با افراد درونی شرکت اعم از کارمندان، کارگران و سایر سهامداران اصلی تنظیم نموده و به این ترتیب، آنها را از فروش سهام شرکت در یک دوره خاص منع می‌نماید. بر طبق قوانین بورس اوراق بهادار حداقل مدت زمان دوره حبس، ۹۰ روز است و مدت بیش از این، بر طبق نظر پذیرهنویس خواهد بود (۳ الی ۲۴ ماه). مشکل اصلی زمانی است که دوره حبس به پایان رسیده و افراد درونی شرکت برای فروش سهام خود هجوم می‌برند و به منظور کسب سودهای احتمالی، سعی در فروش هرچه سریع‌تر سهام خود دارند که ماحصل این کار، کاهش تدریجی قیمت سهام شرکت خواهد بود.

نتایج تحقیق خورشید، مودامبی و گورجن^{۳۴} (۱۹۹۹)، در نمونه‌ای مشتمل بر ۲۴۰ عرضه عمومی اولیه شرکت‌های غیر سرمایه‌گذاری بازار بورس لندن طی سال‌های ۱۹۹۵-۱۹۹۱، نشان می‌دهد که ۲۶٪ شرکت‌های بررسی شده، طی دوره سه ساله قبل از اولین عرضه عمومی

³⁰ Small Turnover

³¹ Bradley et al

³² Brav & Gompers

³³ Ofek & Richardson

³⁴ Khurshed & Mudambi and Georgen

، زیان ده بوده و ۱۲٪ نیز دارای بدهی های بالایی بوده‌اند؛ این آمار نشان می‌دهد که در بورس انگلیس، نظیر بازار سهام آمریکا و برعکس بورس آلمان، شرکت‌ها در بالاترین سطح عملکردشان به عموم عرضه نمی‌شوند بلکه برخی از آن‌ها صرفاً به منظور بهبود ترازنامه شان مبادرت به این کار می‌نمایند؛ نتیجه نهایی تحقیق مزبور، این است که عملکرد گذشته شرکت نمی‌تواند با قاطعیت، عملکرد آینده آن را پیش بینی نماید (کرینسکی و روتنبرگ ^{۳۵} ، ۱۹۸۹ ، ریتز ، ۱۹۹۱) .

قیمت گذاری کمتر از واقع

قیمت گذاری کمتر از واقع که در برخی کشورها به رقمی معادل ۳۸۸٪ می‌رسد (دستگیر و علیخانی ، ۱۳۸۵) ، عبارت از " مابه تفاوت قیمت فروش سهام اولین عرضه عمومی به سرمایه گذاران و قیمت نهایی آخرین معامله در اولین روز عرضه " (جانگوئیست ، ۲۰۰۵ ، کای ، رامچاند و وارگا ^{۳۶} ، ۲۰۰۴) و یا "تغییر ایجاد شده در قیمت پایانی عرضه به روش بورس در بازار در پایان اولین روز معامله سهام" است (ریتز ، ۱۹۸۶) :

$$\text{قیمت} = \frac{\text{قیمت پایانی اولین روز عرضه} - \text{قیمت انجام اولین معامله}}{\text{گذاری کمتر از واقع قیمت پایانی عرضه در بورس (بازده روز اول)}}$$

به بیان ساده ، قیمت گذاری کمتر از واقع به حالتی اطلاق می‌شود که در آن شرکت انتشار دهنده سهام ، قیمت عرضه سهام را به طور تعجب آوری بسیار پایین تر از قیمت بازار آن تعیین

³⁵ Krinsky & Rotenberg

³⁶ Cai , Ramchand & Warga

می نماید ، به گونه ای که نخستین سرمایه گذاران اولین عرضه عمومی، تنها از مبادله سهام در روز اول خریداری آن بازده قابل توجهی به دست می آورند (دستگیر و علیخانی بوانی ، ۱۳۸۶) .

تاکنون فرضیه های بسیاری برای پدیده ارزان فروشی سهام ذکر شده است که مانند اکثر فرضیات در زمینه مالی و حسابداری ، هیچ یک به تنهایی قادر به توضیح کامل آن نمی باشند؛ از یک دیدگاه، تئوری های موجود در زمینه ارزش گذاری زیر قیمت را می توان به چهار گروه " عدم تقارن اطلاعاتی ، عوامل نهادی ، عوامل نظارتی و عوامل رفتاری " تقسیم نمود که البته، مدل های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات نسبت به سایرین ارجحیت دارد (جانگوییست ، ۲۰۰۵) ؛ در این تئوری ها ، فرض می شود که یکی از طرفین درگیر در فرایند عرضه عمومی اولیه سهام ، نسبت به سایرین، اطلاعات بیشتری در اختیار دارد . انواع حالات عدم تقارن اطلاعات که هریک به نوبه خود منجر به ارزش گذاری زیر قیمت سهام اولین عرضه عمومی می گردد ، در ادامه آورده شده است ؛ حالت اول ، زمانی است که عدم تقارن اطلاعات به سود بانک سرمایه گذاری می باشد ، با توجه به این که این گونه موسسات در مورد تقاضای بازار آگاه تر هستند ؛ لذا شرکت منتشر کننده سهام ، ناگزیر به ارزش گذاری زیر قیمت برای فروش با حداکثر کوشش می شود (بارون ^{۳۷} ، ۱۹۸۲) . در حالت دیگر ، شرکت ناشر سهام ، اطلاعات بیشتری در زمینه ارزش خود دارد و به این ترتیب هرچه شرکت مزبور ، باارزش تر باشد از ارزش گذاری زیر قیمت به عنوان علامتی که به بازار ارائه می نماید، استفاده می کند ^{۳۸} (ولچ ^{۳۹} ، ۱۹۸۹) . وضعیت سوم زمانی است که برخی سرمایه گذاران موجود در بازار نسبت به سایرین آگاه تر هستند در نتیجه از

³⁷.Baron

³⁸. تئوری علامت دهی (Signaling Theory) : بر اساس این تئوری ، شرکت منتشر کننده سهام جدید ، به واسطه ارزش گذاری زیر قیمت ، به خریداران علامت مثبتی در مورد بالا بودن بازده روز اول سهام مزبور داده و از این راه ، به عنوان یک استراتژی جهت فائق آمدن بر عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت انتشار دهنده سهام جدید و سرمایه گذاران استفاده می نمایند (ولچ ، ۱۹۸۹) ؛ لذا هرچه سهمی بهتر باشد ، عرضه اولیه سهام آن سهم نسبت به سهام بد ، به مقدار بیشتری زیر قیمت می باشد زیرا عرضه زیر قیمت سهام جدید ، هزینه ای است که شرکت های خوب متحمل می شوند و این هزینه را به وسیله منافع ناشی از عرضه بعدی سهام به قیمتی بالاتر در بازار ثانویه (افزایش سرمایه) ، جبران می کنند .

³⁹. Welch

سرمایه گذاری در سهامی که بیش از حد قیمت گذاری شده اند، خودداری می نمایند لذا ترس از خرید آسان سرمایه گذاران ناآگاه، منجر به اتخاذ ارزش گذاری زیر قیمت می شود (راک^{۴۰}، ۱۹۸۶).

تئوری های نهادی بر سه ویژگی بازار سرمایه، اعم از "دادخواهی"^{۴۱}، مبادرت به تثبیت قیمت توسط بانک پس از آغاز معاملات و مالیات "متمرکز می باشد. در تئوری های مبتنی بر عوامل نظارتی، فرض می شود که به واسطه ارزش گذاری زیر قیمت، می توان قدرت مداخله سهامداران جدید را در امور شرکت کاهش داد. فرض تئوری های رفتاری نیز مربوط به وجود سرمایه گذاران غیرمنطقی خریدار سهام در قیمتی بالاتر از قیمت واقعی آن، و یا دشواری های پیش روی شرکت ناشر سهام، به دلیل فشارهای وارده از محل پیش داوری های رفتاری^{۴۲}، به منظور مجاب نمودن بانک های پذیره نویسی برای کاهش میزان ارزش گذاری زیر قیمت، می باشد. به هر روی، ماحصل تمامی این تئوری ها و شواهد تجربی برگرفته از آن ها، آن است که تفاوت در دسترسی به اطلاعات میان گروه های مختلف درگیر در اولین عرضه عمومی، منجر به ارزش گذاری زیر قیمت می گردد (جانگوییست، ۲۰۰۵).

تئوری دیگر، در ارتباط با ارزش گذاری زیر قیمت، تئوری مبادله^{۴۳} می باشد؛ اساس این تئوری آن است که خریداران به دلیل متحمل شدن هزینه های کسب اطلاعات، مایل به خرید ارزان تر سهام جدید هستند؛ در غیر این صورت، انگیزه چندان برای خرید، از خود بروز نمی دهند (بنونسایت و اسپینت^{۴۴}، ۱۹۸۹).

برخی از فرضیات توضیح دهنده پدیده ارزان فروشی عبارتند از :

^{۴۰}. Rock

^{۴۱}. Litigation

^{۴۲}. Behavioral Biases

^{۴۳}. Trade-Off Theory

^{۴۴}. Spindt

۱. ترس از خرید آسان^{۴۵}

بر طبق این نظریه، پذیره نویسان در تلاش برای جذب خریداران ناآگاه، ناگزیر به ارزان فروشی سهام می باشند (گرینبلات و تیتمن^{۴۶}، ۱۹۹۵)؛ از آن جا که در عرضه های اولیه تعداد ثابتی سهام با قیمت مشخص عرضه می شود، اگر تقاضا به طور غیر عادی بالا باشد در خرید سهام، سهمیه بندی رخ خواهد داد؛ با توجه به عدم تقارن اطلاعات در میان سرمایه گذاران، در صورتی که سرمایه گذاران ناآگاه ببینند که تمامی درخواست هایشان مبنی بر خرید سهام، منجر به خرید می شود (به دلیل عدم جذابیت سهام مزبور برای سرمایه گذاران آگاه)، با خود خواهند اندیشید که به دلیل عدم تمایل سرمایه گذاران مطلع از اوضاع شرکت و بازار، به آسانی قادر به خریداری سهام مزبور می باشند؛ لذا همین ترس از خرید آسان موجب می شود که بنگاه، سهام خود را بسیار پایین تر از قیمت بازار، ارزش گذاری نماید. در این حالت سرمایه گذاران ناآگاه، علی رغم ترس از خرید آسان، به علت ارزان فروشی بسیار زیاد سهام، باز هم اقدام به خرید می نمایند (دستگیر و علیخانی بوانی، ۱۳۸۶).

۲. فرضیه بازخور بازار

گاهی اوقات اتفاق می افتد که بانک سرمایه گذار (پذیره نویس) پس از بررسی های فراوان قادر به استخراج منحنی تقاضای بازار برای سهام خود نمی شود لذا برای این که سرمایه گذاران را وادار به انتشار اطلاعات مناسب در مورد بنگاه کند، اقدام به ارزان فروشی سهام می نماید. طبق این فرضیه، هرگاه سرمایه گذاران (یا به طور کلی بازار) اطلاعات خوبی در مورد شرکت ارائه نمایند بانک سرمایه گذار، میزان ارزان فروشی را افزایش می دهد.

⁴⁵. Winner 's Curse

⁴⁶. Grinblatt & Titman

۳. فرضیه چشم و هم چشمی^{۴۷}

چشم و هم چشمی در بازار زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران بالقوه علاوه بر اطلاعات شخصی خود به نحوه رفتار دیگران نیز توجه نمایند. به این معنی که هنگامی که سرمایه‌گذاری مشاهده کند که تعداد زیادی از افراد سهم خاصی را خریداری می‌نمایند، ممکن است او نیز به تبعیت از سایرین، سهم مزبور را خریداری کند. لذا در جهت بهره برداری از منافع این پدیده، بنگاه‌ها اقدام به ارزان‌فروشی می‌کنند تا به واسطه جذب گروه بزرگی از سرمایه‌گذاران بالقوه در اوایل عرضه، سایر سرمایه‌گذاران را نیز به خرید سهام خود ترغیب نمایند.

۴. فرضیه اجتناب از دعاوی حقوقی

یکی از راه‌های کاهش دعاوی حقوقی، ارزان‌فروشی است زیرا با این روش، احتمال کاهش قیمت بازار در ماه‌های پس از عرضه به زیر قیمت، کاهش خواهد یافت. بنابراین ممکن است شرکت‌ها برای جلوگیری از دعاوی حقوقی مبادرت به ارزان‌فروشی کنند که البته بسیار پرهزینه است؛ با این وجود، پدیده ارزان‌فروشی در کشورهایی که قوانین عرضه‌های اولیه در آن‌ها وضع نشده یا اگر هم وجود دارد، در عمل اجرا نمی‌شود، دیده می‌شود - کشور فنلاند - (دستگیر و علیخانی بوانی، ۱۳۸۵).

آگاروال، کریکمن و ووماک^{۴۸} (۲۰۰۲) طی تحقیقی در زمینه ارزان‌فروشی استراتژیک توسط مدیران شرکت، به این نتیجه دست یافتند که هرچه مدیران سهام بیشتری از شرکت را در اختیار داشته باشند، ارزان‌فروشی، با هدف حداکثر نمودن ثروت از محل فروش سهام خود در انتهای دوره حبس، افزایش می‌یابد.

⁴⁷. Bandwagon

⁴⁸. Aggarwal, Krigman & Womack

عرضه عمومی اولیه داغ

سهام داغ، سهامی هستند که تقاضا برای خرید آن ها بیشتر از عرضه شان است در نتیجه تعدادی از متقاضیان نمی توانند سهم مذکور را در عرضه اولیه خریداری نمایند لذا تمایل خود را برای خرید در قیمتی بالاتر از قیمت بازار نشان می دهند و به این ترتیب قیمت سهام را به طور موقت افزایش می دهند؛ این پدیده که میزان آن از صنعتی به صنعت دیگر متفاوت است، ویژگی های زیر را دارا می باشد:

- 0 عرضه زیر قیمت بیشتر از حد معمول مشاهده می شود؛
 - 0 عرضه سهام جدید بیش از حد معمول است؛
 - 0 میان بازده اولیه دوره های داغ و سرد (بی رونق) سهام جدید تفاوت زیادی مشاهده می گردد؛
 - 0 بازده های سهام جدید انحراف معیار بالایی دارند (دموری، ۱۳۸۱).
- مطالعات انجام شده نشان می دهند که هرچه بازار اولین عرضه عمومی داغ تر باشد، میزان ارزش گذاری زیر قیمت نیز افزایش خواهد یافت (هیلوگ و لیانگ^{۴۹}، ۲۰۰۳).

عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران

در ایران، عرضه اولیه اوراق بهادار با مفهوم رایج در کشورهای دیگر نداریم زیرا در کشورهای دیگر، منظور از عرضه اولیه اوراق بهادار، سهام جدیدی است که در بازار اولیه عرضه می شود، اما در ایران، با توجه به اصلاحیه قانون تجارت مصوب اسفند ۱۳۴۷، بازار اولیه سهام با اجازه صدور اعلامیه پذیره نویسی به شرکت سهامی عام ایجاد گردید؛ از این رو، سهام جدید فقط به سهامی

⁴⁹.Helweg & Liang

اطلاق می گردد که برای اولین بار به بازار عرضه می شود و پیش از این ، سهام این شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران وجود نداشته است (عیده تبریزی ، دموری ، ۱۳۸۲) .

عیده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) معتقدند که با توجه به ضعف در قیمت گذاری اولین عرضه عمومی در بورس اوراق بهادار تهران ، شاهد بازده بالا در کوتاه مدت و بازده پایین در بلندمدت می باشیم. ابراهیمی کردلر و حسنی آذر داریانی (۱۳۸۵)، دلیل ارزان فروشی سهام و افت عملکرد قیمت سهام اولین عرضه عمومی، را کارا نبودن بازار سرمایه ایران دانسته اند زیرا دسترسی به اطلاعات مربوط به شرکت ها و عملکرد آن ها دشوار بوده لذا سرمایه گذاران از دانش و بینش کافی برای تحلیل اطلاعات برخوردار نمی باشند؛ این محققان ریشه اصلی اینگونه مشکلات در بازار سرمایه کشور را وجود سهامداران عمده اعم از نهادها، سازمان های وابسته به دولت و بانک ها، در بازار می دانند .

تحقیق حاضر به بررسی کلیه شرکت هایی که از تاریخ ۷۵/۱/۱ تا ۸۶/۱۲/۲۹ ، برای اولین بار اقدام به عرضه سهام خود نموده اند مشروط به این که جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند و سال مالی آن ها به ۱۲/۲۹ ختم گردد، می پردازد لذا تعداد اعضای جامعه و نمونه آماری شامل ۱۰۳ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است به گونه ای که کلیه شرایط گفته شده را احراز نموده اند .

چهارچوب مفهومی تحقیق

در این بررسی متغیرهای وابسته " ارزش گذاری زیر قیمت " و " افت قیمت در بلند مدت " است که هر کدام به نوبه خود ، متاثر از متغیرهای مستقل دیگری هستند . داده های مزبور ، از امیدنامه ها و صورت های مالی شرکت ها موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق

بهادار تهران ، پایگاه اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین نرم افزارهای تدبیرپرداز و ره آورد نوین ، تهیه گردیده اند لذا از روایی قابل قبولی نیز برخوردارند .

* عوامل موثر بر ارزش گذاری زیر قیمت

۱. اطلاعات حسابداری (کلیه این آمار، مربوط به سال پیش از عرضه عمومی

می باشد .)

o نسبت درآمد (سود بعد از کسر مالیات) به دارایی ها

o وجه نقد

o نسبت دارایی های جاری به بدهی جاری

o نسبت بدهی ها به کل دارایی

o درآمدهای حسابداری (میزان فروش)

o کل دارایی ها

۲. اطلاعات مربوط به مالکیت

o تعداد خریداران سهام در اولین روز عرضه عمومی

o ساختار مالکیت پیش از عرضه عمومی (در صورت وجود سهامدار عمده با در

اختیار داشتن ۵۱٪ یا بیشتر از سهام شرکت ، مقدار ۱ و در غیر اینصورت

مقدار ۰ می گیرند .)

o درصد تعداد سهام در عرضه عمومی اولیه به تعداد کل سهام پس از عرضه

عمومی (تعداد سهام را از تقسیم میزان سرمایه شرکت بر ۱۰۰۰ - ارزش

اسمی هر سهم - در دوره های ۱روز ، ۱ماه ، ۳ماه ، ۶ماه ، ۹ماه و ۱۲ماه

پس از عرضه ، محاسبه نموده و سپس نسبت یاد شده به دست می آید .)

۳. شرایط بازار

متوسط بازده روزانه شاخص قیمت سهام (مربوط به ۲۰ روز پیش از اولین عرضه)

۴. اطلاعات مربوط به انتشار سهام

0 تعداد سهام منتشر شده برای اولین بار (حاصل از تقسیم میزان سرمایه

شرکت در اولین روز عرضه بر ۱۰۰۰ - ارزش اسمی هر سهم -)

0 تعداد سهام فروخته شده در اولین عرضه عمومی

0 صنعت (مجازی)

0 قیمت تجدید ارزیابی شده (درصد): روش محاسبه آن عبارت است از:

میانگین بالاترین و پایین ترین قیمت در روز عرضه - قیمت عرضه شده

۱ - میانگین بالاترین و پایین ترین قیمت در روز عرضه

* عوامل موثر بر افت قیمت در بلند مدت^{۵۰}:

۱. کیفیت، ریسک و اعتبار شرکت

• طول عمر شرکت (مابه تفاوت سال تاسیس تا زمان عرضه به بورس)

• متوسط سود قبل از کسر مالیات سه سال قبل از عرضه عمومی اولیه

۲. اندازه شرکت

• خالص دارایی های سال قبل از عرضه عمومی: دامنه فعالیت و اندازه

شرکت، با ارزش کل دارایی های آن تعیین می شود. در صورتی که

۵۰. در تحقیق حاضر، منظور از دوره بلند مدت، بازه زمانی ۱ روز، ۱ ماه، ۳ ماه، ۶ ماه، ۹ ماه و ۱۲ ماه پس از عرضه می باشد.

معیار سنجش ارزش دفتری باشد ، اندازه شرکت به وسیله مجموع دارایی های آن تعیین شده و نرخ رشد نیز بر حسب درصد تغییر سالانه کل دارایی های شرکت (مندرج در ترازنامه) محاسبه می شود . در بررسی حاضر نیز ، خالص دارایی های یکی سال پیش از اولین عرضه عمومی ، به عنوان یکی از شاخص های اندازه شرکت در نظر گرفته شده است .

• ارزش بازار شرکت : ارزش بازار شرکت از حاصل ضرب قیمت روز سهم در تعداد سهام شرکت - سرمایه / ۱۰۰۰ - به دست می آید .

۳. هزینه های نمایندگی

- تعداد سهام منتشر شده پس از اولین عرضه عمومی : به منظور سنجش میزان قدرت و اختیارات مالکان قبلی (پیش از اولین عرضه عمومی) و سهامداران جدید در بلند مدت ، مورد بررسی قرار می گیرد . تعداد سهام از تقسیم میزان سرمایه شرکت بر ۱۰۰۰ - ارزش اسمی هر سهم - به دست می آید .

فرضیات تحقیق

۱. فرضیه اول : ناهنجاری های مربوط به عرضه عمومی اولیه سهام ، در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد .

۲. فرضیه دوم : به واسطه این فرضیه ، ارتباط میان اطلاعات حسابداری ، اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت شرکت ، اطلاعات مربوط به انتشار سهام و شرایط بازار با قیمت گذاری کمتر از واقع سنجیده می شود ؛ لذا به منظور آزمون فرضیه فوق الذکر، هر یک از آن ها به چهار فرضیه

فرعی تقسیم شده و به دنبال آن ، شاخص های سنجش هریک از متغیرهای مطرح شده در فرضیات فرعی نیز به صورت ریز فرضیات نشان داده شده اند .

۲-۱. بین اطلاعات حسابداری و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۱-۱. بین نسبت درآمد به دارایی و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۱-۲. بین وجه نقد و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۱-۳. بین نسبت دارایی جاری به بدهی جاری و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۱-۴. بین نسبت کل بدهی به کل دارایی و قیمت گذاری کمتر

از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۱-۵. بین درآمدهای حسابداری و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۲. بین اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت شرکت و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۲-۱. بین تعداد سهامداران پس از عرضه عمومی و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۲-۲. بین ساختار مالکیت پس از عرضه عمومی و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۲-۳. بین درصد تعداد سهام در عرضه عمومی به تعداد کل سهام پس از اولین عرضه عمومی و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۲-۴. بین تعداد سهام عرضه شده پس از اولین عرضه عمومی و قیمت گذاری

کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۳. بین شرایط بازار و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۳-۱. بین متوسط بازده روزانه شاخص قیمت سهام و قیمت گذاری کمتر از

واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۴. بین اطلاعات مربوط به انتشار سهام و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود

ندارد .

۲-۴-۱. بین تعداد سهام فروخته شده در اولین عرضه عمومی و قیمت گذاری

کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۲-۴-۲. بین درصد قیمت تجدید ارزیابی شده و قیمت گذاری کمتر از واقع

رابطه ای وجود ندارد .

۲-۴-۳. بین نوع صنعت و قیمت گذاری کمتر از واقع رابطه ای وجود ندارد .

۳. فرضیه سوم :

۳-۱. بین کیفیت ، ریسک ، اعتبار شرکت و افت قیمت در بلند مدت ارتباطی وجود ندارد .

۳-۱-۱. بین طول عمر شرکت و افت قیمت در بلند مدت ارتباطی وجود ندارد .

۳-۱-۲. بین متوسط سود سه سال قبل از اولین عرضه عمومی و افت قیمت در

بلند مدت ارتباطی وجود ندارد

۳-۲. بین اندازه شرکت و افت قیمت در بلند مدت ارتباطی وجود ندارد .

۳-۲-۱. بین خالص دارایی های سال قبل از اولین عرضه عمومی و افت قیمت

در بلند مدت ارتباطی وجود ندارد .

۳-۲-۲. بین ارزش بازار شرکت و افت قیمت در بلند مدت ارتباطی وجود ندارد .

۳-۳. بین هزینه های نمایندگی و افت قیمت در بلند مدت ارتباطی وجود ندارد .

۳-۳-۱. بین درصد سهام منتشر شده پس از اولین عرضه عمومی و افت قیمت

در بلند مدت ارتباطی وجود ندارد .

آزمون فرضیات

پیش از بررسی ارتباط میان متغیرهای وابسته و مستقل ، لازم بود تا از نرمال بودن توزیع داده ها اطمینان حاصل نمود . نتایج حاصل از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف (k-s) نشان دهنده نرمال نبودن توزیع بود که بررسی های بعدی نشان می دهد که این مشکل از طریق حذف نمودن نقاط پرت در بررسی های آماری ، مرتفع گردید .

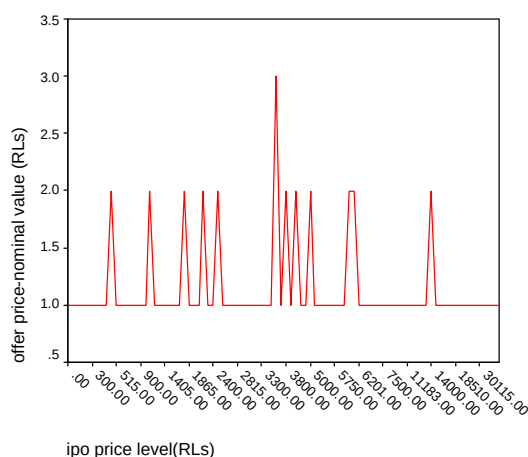
جهت بررسی فرضیه اول، دو تصویر که بازگو کننده واقعیاتی پیرامون قیمت اولین عرضه عمومی سهام و همچنین وضعیت آن در بلند مدت (دوره های ۱ ، ۳ ، ۶ ، ۹ و ۱۲ ماه پس از اولین عرضه عمومی) می باشد ، نمایش داده شده است .

همانگونه که در قسمت ادبیات تحقیق نیز آورده شده است ، به منظور محاسبه قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در اولین عرضه عمومی ، می بایست تفاوت قیمت پیشنهادی توسط شرکت ها یا سازمان خصوصی سازی با قیمت عرضه به دست آورده شود لیکن از آنجا که اطلاعات مربوط به قیمت پیشنهادی شرکت ها یا سازمان خصوصی سازی برای کلیه اعضای جامعه آماری موجود نیست لذا فرمول فوق به مابه تفاوت قیمت عرضه و ارزش اسمی هرساله (۱۰۰۰ ریال) تغییر می یابد که نتایج زیر حاصل شده است . فرضیه فوق با استفاده از آزمون مقایسه زوجی بررسی گردیده و نتایج آن نشان می دهد که اولاً میان دو متغیر بازدهی بازار و بازدهی عرضه عمومی اولیه، همبستگی معنی داری وجود ندارد. ثانیاً، میان بازدهی اولین عرضه عمومی و بازدهی بازار

تفاوت قابل ملاحظه ای وجود دارد و با توجه به منفی بودن مقدار حد بالا و پایین محاسبه شده، میانگین بازدهی بازار، بیشتر از میانگین بازدهی عرضه عمومی اولیه است.

همانگونه که شکل ۱ نشان می دهد در بورس اوراق بهادار تهران، نسبت به ارزش اسمی سهام، گران فروشی صورت می گیرد و در موارد معدودی - یک مورد- فاقد هرگونه ناهنجاری در ارتباط با قیمت گذاری اولین عرضه عمومی است لذا از بابت وجود این ناهنجاری، بورس اوراق بهادار تهران از روند کاملاً متفاوتی نسبت به بسیاری از بورس های معتبر دنیا برخوردار است لذا نتایج بررسی نشان می دهد که ادعای طرح شده درخصوص وجود ناهنجاری های مربوط به اولین عرضه عمومی رد می شود.

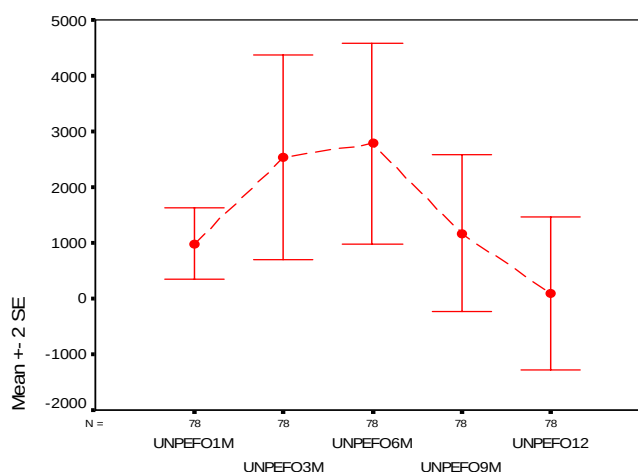
شکل ۱



شکل ۲، وضعیت قیمت ها را طی دوره های ۱، ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماه پس از اولین عرضه عمومی ترسیم کرده و نشان می دهد که قیمت سهام عرضه شده در دوره های ۱ و ۳ ماه پس از عرضه عمومی با روند افزایشی افزایش می یابد و پس از آن تا آغاز دوره ۶ ماهه با روند کاهشی افزایش می یابد؛ از این مرحله به بعد قیمت ها از روند نزولی برخوردار می شوند؛ به عبارت دیگر آنچه که

در بسیاری از بورس های معتبر دنیا تحت عنوان افت قیمت اولین عرضه عمومی در بلند مدت و بلافاصله پس از عرضه دیده می شود، در بورس اوراق بهادار تهران با وقفه زمانی^{۵۱} ۶ ماه پس از اولین عرضه عمومی ایجاد می شود .

شکل ۲



در مرحله بعد با استفاده از روشهای تحلیل واریانس تک عامله ، رگرسیون تک متغیره و چند متغیره ، متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گرفت و به جز فرضیه های فرعی ۴-۴-۲ دال بر ارتباط میان صنعت و قیمت گذاری کمتر از واقع سهام اولین عرضه عمومی ، ۲-۱-۳ مربوط به ارتباط میان متوسط سود سه سال پیش از اولین عرضه عمومی با افت قیمت سهام اولین عرضه عمومی در بلند مدت ، ۳-۱-۱ در مورد رابطه درصد سهام منتشره با افت قیمت سهام اولین عرضه عمومی در بلند مدت و فرضیات اصلی ۴-۲ بیانگر رابطه میان اطلاعات مربوط به انتشار سهام با قیمت گذاری کمتر از واقع سهام اولین عرضه عمومی ، ۳-۱ دال بر

⁵¹. Time lag

رابطه کیفیت ، ریسک و اعتبار شرکت و افت قیمت در بلند مدت و ۳-۳ مبنی بر ارتباط میان هزینه های نمایندگی با افت قیمت در بلند مدت ، که رد شدند ، بقیه مورد قبول واقع شدند . معادلات زیر به ترتیب ، معادلات رگرسیونی مربوط به فرضیات اصلی ۳-۱ و ۳-۳ و فرضیه فرعی ۳-۱-۱ می باشند .

معادله رگرسیونی فرضیه اصلی ۳-۱ :

$$\text{Price performance (1 month)} = 709.996 + 3.173 \text{ EB}$$

$$\text{Price performance (3 month)} = 1548.342 + 0 \quad \text{EBT}$$

$$\text{Price performance (6 month)} = 2011.997 + 0 \quad \text{EBT}$$

معادله رگرسیونی فرضیه اصلی ۳-۳ و فرضیه فرعی ۳-۱-۱ :

$$\text{Price performance (1month)} = - 350 + 956.013$$

aftipo (1day or 1month

$$\text{Price performance (3month)} = - 5010.088 + 5636.325$$

aftipo (1day or 1month)

$$\text{Price performance (6month)} = - 3469.567 + 4705.36$$

aftipo (1day or 1month)

نتیجه گیری

نتیجه نهایی تحقیق نشان می دهد که در بورس اوراق بهادار تهران ، قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه اولیه مشاهده نمی شود و از بابت وجود این ناهنجاری ، در جهت مخالف سایر بورس های معتبر دنیا عمل نموده شده است ، همچنین در بورس اوراق بهادار تهران ، افت قیمت اولین عرضه عمومی در بلند مدت با وقفه زمانی ۶ ماه پس از اولین عرضه عمومی ایجاد می شود ، میان قیمت گذاری کمتر از واقع سهام اولین عرضه عمومی و صنعت رابطه وجود دارد و ارتباط آماری میان متوسط سود سه سال پیش از اولین عرضه عمومی و تعداد سهام عرضه

شده بعد از اولین عرضه عمومی طی دوره های ۱ ماه، ۳ ماه و ۶ ماه پس از عرضه اولیه با وضعیت قیمت اولین عرضه عمومی در بلند مدت می باشد.

بررسی دوره های بلند مدت در نظر گرفته شده جهت سنجش متغیر وضعیت قیمت در بلند مدت، نشان می دهد که دوره های ۱ و ۳ ماهه از روند مشابهی با یکدیگر برخوردارند و متفاوت از روند مشاهده شده در دوره های ۶، ۹ و ۱۲ ماهه است و در تمامی فرضیاتی که مورد آزمون قرار گرفتند، در صورت رد فرضیه، شدت ارتباط متغیرها به گونه ای است که در دوره های ۱ و ۳ ماهه افزایشی بوده و از آن پس روبه کاهش می نهد و تا آنجا پیش می رود که در دوره های ۹ و ۱۲ ماهه به صفر می رسد؛ لذا تحلیل کلی نتایج بدست آمده آن است که امکان دسترسی اطلاعاتی برای سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در زمان اولین عرضه به بورس بسیار محدود است در نتیجه پس از ورود شرکت ها به بورس و با توجه به ارائه گزارش های مالی میان دوره ای مورد تقاضای بورس، تاثیر این اطلاع رسانی بر تصمیم افراد، پس از شش ماه ظهور می نماید؛ به عبارت دیگر باید اذعان داشت که اطلاعات لازم جهت تعیین قیمت سهام در اولین عرضه عمومی وجود ندارد و یا اینکه بورس ناکاراست. لذا پیشنهاد می شود بورس مکانیزمی در پیش گیرد که به کارا شدن هرچه بیشتر اطلاعات در بورس بیانجامد تا سرمایه گذاران از امنیت بیشتری برای سرمایه گذاری برخوردار گردند.

منابع و مأخذ

- ۱- آئین نامه شرایط و ضوابط پذیرش سهام در بورس اوراق بهادار، مصوب ۸۴/۵/۱۷ شورای بورس ماده ۲، صص ۱-۴.
- ۲- ابراهیمی کردلر، علی. حسنی آذر داریانی، الهام. (پاییز ۸۵). بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانشگاه تهران: بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صص ۳-۲۳.
- ۳- پیش نویس آئین نامه اجرایی قیمت گذاری سهام دولت، مصوب ۱۳۸۳ مواد ۱، ۲ و ۳، صص ۸-۱.
- ۴- تقوی، مهدی. (۱۳۸۲). نهادهای پولی و مالی بین المللی. تهران: پژوهشکده امور اقتصادی، صص ۱۸-۲۶.
- ۵- جعفروند آذر، صابر. (۸۶/۶/۱۰). ساز و کارهای عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار. ماهنامه بورس، شماره ۶۳-۶۴.
- ۶- خدادادی، ولی. رضاییان، علی. (آذر ۸۵). روندهای جهانی در روش های کاربردی عرضه سهام اولیه. ماهنامه بورس، شماره ۵۷.
- ۷- دستگیر، محسن. علیخانی یوانی، مهدی. (۱۳۸۶). علل ارزان فروشی سهام در عرضه های اولیه: عدم تقارن اطلاعات، نمونه ترس از خرید آسان. ماهنامه بورس، شماره ۶۳-۶۴.
- ۸- دستگیر، محسن. علیخانی یوانی، مهدی. (۸۵/۱۲/۲۱). عرضه اولیه سهام: پدیده ارزان فروشی سهام و فرضیات مرتبط با آن. ماهنامه بورس، شماره ۵۸.
- ۹- دوانی، غلامحسین. (۱۳۸۱). بورس، سهام و نحوه قیمت گذاری سهام. تهران: نخستین.

- ۱۰- رادفر ، مهسا . (۸۶/۶/۱۰) . معرفی دو روش برای عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار . ماهنامه بورس ، شماره ۶۳-۶۴ .
- ۱۱- سید الماسی ، حسین . (۱۳۸۳) . آشنایی با بازارها و نهادهای پول و سرمایه در ایران و جهان . جزوه درسی ، دانشگاه الزهرا ، صص ۶۹-۷۹ .
- ۱۲- طالب نیا ، قدرت الله . محمدزاده سالطه ، حیدر . (بهار و تابستان ۸۴) . تاثیر خصوصی سازی شرکت های دولتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر بازده سهام آن ها . تحقیقات مالی ، صص ۹۷-۱۱۵ .
- ۱۳- عبده تبریزی ، حسین . دموری ، داریوش . (بهار و تابستان ۸۲) . شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران . دانشگاه تهران : تحقیقات مالی ، سال پنجم ، شماره ۱۵ ، صص ۲۳-۵۰ .
- ۱۴- غلامحسینی، مهری . (اسفند ۸۶) . بررسی امکان استفاده از مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای در بورس اوراق بهادار تهران . پایان نامه کارشناسی ارشد ، دانشگاه الزهراء .
- ۱۵- قدیری ، ایرج . (۱۳۷۴) . بررسی علل تغییرات قیمت سهام در بورس و ارتباط آن با قیمت گذاری اولیه و تاثیر آن بر تصمیم گیری مدیریت . پایان نامه کارشناسی ارشد ، دانشگاه آزاد .
- ۱۶- مومنی، منصور . فعال قیومی ، علی . (۱۳۸۶) . تحلیل های آماری با استفاده از SPSS . کتاب نو .
- ۱۷- مهرجو، حامد . (دی ۱۳۸۳) . بررسی عملکرد قیمت گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران . پایان نامه کارشناسی ارشد ، دانشگاه شیراز .
- ۱۸- مجموعه مقالات و گزارشات . (۱۳۷۲) . جلد اول ، اداره مطالعات و بررسی های سازمان بورس اوراق بهادار تهران ، ص ۴۳ .

- 19-A. Corwin , Shane . H. Harris , Jeffrey . L. Lipson , Marc .(October 2004).The Development of Secondary Market Liquidity for NYSE-Listed IPOs. Journal of Finance 59(5) , 2339-2373.
- 20-Aggarwal, R., L Krigman, and K. Womack, 2002, Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling, Journal of Financial Economics.
- 21- Alavi , Arash . Kien Pham , Peter . My Pham , Toan .(October 2006). Pre-IPO Ownership Structure and Its Impact on the IPO Process .School of Banking and Finance, University of New South Wales .
- 22-Ang, Andrew. Gu , Li .V.Huchberg ,Yael .(April 2006). Is IPO Underperformance a Peso problem .Western Finance Association Annual Meetings .
- 23-Baron, D. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues , Journal of Finance , 37, 955-976.
- 24-Benveniste, L.M., and P.A. Spindt, 1989, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, Journal of Financial Economics 24, 343-61.
- 25-Bradley, D.J., and B.D. Jordan, 2002, Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing, Journal of Financial and Quantitative Analysis 37, 595-616.
- 26-Brav, A., 1997, Inference in Long-Horizon Event Studies: A Parametric Bootstrap Approach, Seminar Paper presented at The Institute of Finance and Accounting,London Business School, January 1997.
- 27-Brav, A., Geczy, C. and P.A. Gompers, 1998, Is the Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous? .Working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania, 002-99.
- 29-1Cai , Nianyun . Ramchand , Latha . Warga , Arthur .(winter 2004) .The Pricing Of Equity IPOs that Follow Public debt Offering . Financial management , Vol. 33, No. 4 ,pp.5-26 .

- 30-Eckbo ,B. Espen . (2007) . Initial Underpricing of IPOs . Handbook of Corporate Finance , North-Holland .
- 31-Grinblatt, M., S. Titman, and R. Wermers, 1995, Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior, American Economic Review 85, 1088-1105.
- H. Pettway ,Richard . Kaneko ,Takashi. 2003.The Effects of Earlier Market Sales and Auctions upon Short- Term IPO Returns: The Case of Japanese IPOs.
- 32-Helwege, Jean, and Nellie Liang, 2003. Initial public offerings in hot and cold markets. Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- 33-Hughes, P.J., and A.V. Thakor, 1992, Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, Review of Financial Studies 5, 709-742.
- 34-Jain, B.A. and O. Kini, 1994, The Post Issue Operating Performance of IPO firms, Journal of Finance, 49, 1699-1726.
- 35-Jenkinson, T. A.Ljungqvist .(2001). Going public : The theory and evidence on how companies raise equity finance . oxford university press .
- 36-K.Aggarwal , Rajesh . Krigman , Laurie . L.Wmack , Kent .(January 2002). Strategic IPO underpricing , information momentum and lockup expiration selling . EFMA meeting .
- 37-Kaustia , Markku . Knüpfer , Samuli .(April 2007) . Do investors learn from personal experience? Evidence from IPO subscriptions. Helsinki School of Economics, Department of Accounting and Finance .
- 38-Kerins , Frank . Kutsuna , Kenji . Smith , Richard .(August 2004). Why Are IPOs Underpriced? Evidence from Japan's Hybrid Auction-Method Offerings . Claremont graduate university working paper .
- 39-Koop , Gary . Li , Kai .(May 2001). The valuation of IPO and SEO firms . Sauder school of business , working paper of business .
- 40-Krinsky, I., Rotenberg, W., 1989. Signaling and the valuation of unseasoned new issues revisited.Journal of Financial and Quantitative Analysis 24, 257-266.
- 41-Kurshed , Arif . Mudambi , Ram . Georgen , Marc .(july 1999). On The Long-Run Performance Of IPOs . weatherhead School Of Management Case Western Reserve University .

- 42-Levis, M., 1993, The Long-run Performance of Initial Public Offerings: The UKExperience 1980-1988, Financial Management, 22, 28-41.
- 43-Liaw , K.Thomas . L.Moy , Ronald .(2001). The Irwin guide to stocks , bonds , futures and options : A comprehensive guide to Wall Street's markets . New York , Mc Graw Hill .
- 44-Ljungqvist , Alexander .(2005). IPO Underpricing. Tuck School Of Business at Dartmouth , handbook of corporate finance : empirical corporate finance , vol 1 , chapter 12 .
- 45-Ljungqvist, A.P. and Wilhelm, W.J. Jr. (2002). IPO Pricing in the Dot-Com Bubble ,Working paper, New York University.
- 46-Loughran , Tim . R.Ritter , Jay .(2003). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time ? . university of Florida .
- 47-Lowry , Michelle . J.Murphy , Kevin .(July 2006). Executive stock options and IPO underpricing . Smeal college of business , Penn state university .
- 48-M. Schrand, Catherine. E. Verrecchia ,Robert . October 2005 . Information Disclosure and Adverse Selection Explanations for IPO Underpricing.university of Pennsylvania.
- 49-Ma , Tongshu . Shen , Yiyu .(october 2003) .Prospect theory and the long-run performance of IPO stocks .University of Texas , 14th conference on financial economics and accounting (FEA) .
- 50-Melnik, Arie. C.Thomas, Dylan .(may 2003). Value Relevance of Accounting Information And The Predictability of IPO Underpricing . Fourteenth Annual Conference of the Academy of Entrepreneurial Finance , Chicago .
- 51-Mikkelson, W.H. and K. Shah, 1994, Performance of Companies around Initial Public Offerings, mimeo, University of Oregon.
- 52-Mikkelson, W.H. and M.M. Partch, 1985, Stock Price Effects and Costs of Secondary Distributions, Journal of Financial Economics, 14, 165-194.
- 53-Mikkelson, W.H., Partch, M.M. and K. Shah, 1997, Ownership and OperatingPerformance of Companies that Go Public, Journal of Financial Economics, 44, 281-307.
- 54-Miller, E.M., 1977, Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion, Journal of Finance,32, 1151-1168.

- 55-Ofek, E., and M. Richardson, 2003, Dot-Com Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices, *Journal of Finance* 58, 1113-1138.
- 56-Pettersson , Johan . Henrysson , Nils-Erik .(2002). post IPO performance of companies floated by private equity firms . school of business and law Goteborg university .
- 57-Pritsker , Matthew .(November 2005). A Fully-Rational Liquidity-Based Theory of IPO Underpricing and Underperformanc . Board of Governors of the Federal Reserve System .
- 58-R. Booth , James . C. Booth , Lena .(July 2003). Agreeing to Disagree: Why IPOs are Underpriced? .finance seminar of Hawaii university .
- 59-Rajan, Raghuram. Servaes , Henri . (1995). The Effect of Market Conditions on Initial Public Offerings. graduate sghool of university of Chicago
- 60-Ritter , Jay .(January 2006). Money Left on the Table in IPOs by Firm. University of Florida.
- 61-Ritter , Jay .(October 2007).Some Factoids About the 2006 IPO Market . University of Florida .
- 62-Ritter, J.R., 1991, The Long-Run Performance of Initial Public Offerings , *Journal of Finance*, 46, 3-27.
- 63-Rock, K . 1986. Why new issues are underpriced , *Journal of Financial Economics*,15, 187-212.
- 64-Rubinstein, M.2000, Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case, *Financial Analysts Journal*.
- 65-Schultz, Paul .(2003). Pseudo market timing and the long run underperformance of IPOs . *journal of finance* , 44 ,pp 421-450 .
- 66-Schwert, G. William, 2003, Anomalies and market efficiency, in George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz, eds.*Handbook of the economics of finance* North-Holland, Amsterdam.
- 67-Sherman, Ann E. 2000. IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building,*Review of Financial Studies* 13, 697-714.
- 68-Sun, Chuanli. D.Johnson , Lewis .(november 2004). The Role of Information In IPO Underpricing : Implications from Refiling Behavior in the IPO Pricing Process . School of Business , Queens University.

- 69-Trautena , Andreas. C. Schulzb , Roland . Dierkesc , Maik . (January 2007) . The Performance of IPO Investment Strategies and Pseudo Market Timing – Evidence from Germany. the Finance Center Muenster doctoral seminar.
- 70-wang , Ko . Yang , Jing .(august 2006). A Sequential Search Model for IPO Pricing and Contracting . city university of New york .
- 71-Welch, I., 1989, Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings, Journal of Finance 44, 421-449.
- 72-Yetman, M.H. (2001). Accounting-Based Value Metrics and the Informational Underpricing of Initial Public Offerings, Review of Financial Studies, 5, 709-742.