

مقدمه

از آنجا که هر تحقیق علمی بر پایه فرضیات ، نظریات ، ارکان و نتایج مطالعات و تحقیقات گذشته ، مبتنی است ، این فصل مربوط به اطلاعاتی است که خواننده را با مطالعات و تحقیقات قبلی انجام شده و حول موضوع مورد بررسی ، آشنا می کند .

در این فصل ابتدا نظریات و فرضیات موجود در رابطه با سهام جدیداً عرضه شده ، بیان می شود و پس از آن به بررسی تحقیقات مختلف در رابطه با موضوع مورد بحث در ایران و کشورهای دیگر جهان اشاره می کنیم . تحقیقات صورت گرفته در رابطه با عرضه اولیه سهام، حول دو موضوع اصلی صورت می گیرد :

اول - وجود بازده غیر عادی اولیه برای دارندگان سهام جدید : از آنجا که قیمت عرضه سهام در روزهای اول بسیار پایین تر از روزهای بعدی معامله است ، بازده غیر عادی کوتاه مدتی عاید دارندگان سهام جدید می شود .

دوم - که تحقیقات صورت گرفته در چند دهه گذشته را در بر می گیرد ، شامل بررسی بازده بلند مدت سهام جدید است : به طور معمول به این نتیجه رسیده اند که عملکرد سهام جدید در بلندمدت روند نزولی پیدا می کند .

به طور کلی ، وجود بازده غیر عادی را می توان به دو دلیل توجیه کرد :

اول - عرضه اولیه زیر قیمت^۱

دوم - عدم قیمت گذاری واقعی سهام جدید در معاملات بعدی بازار سهام (ناکارایی بازار ثانویه)

همچنین تئوری و فرضیه های مختلفی زیربنای " عرضه زیر قیمت " و " عملکرد کمتر سهام جدید در بلندمدت " معرفی شده اند که به بررسی روابط میان سرمایه گذاران ، انتشار دهندگان^۲ ، موسسات تضمین کننده (پذیره نویسان)^۳ تمرکز کرده اند . هر چند تئوری و نظریات مذکور ، منحصر به فرد نیستند ، ولی یک تئوری یا فرضیه می تواند برای بعضی از سهامهای جدید نسبت به سایرین ، با اهمیت تر تلقی شود .

۱ - Underpriced

۲ - Issuers

۳ - Underwrites

۱ - فرضیه اختلاف عقاید^۴

در مورد سهام جدید ، بحثی وجود دارد که سرمایه گذاران که حالت " خوش بینانه" دارند ، جز خریداران قرار خواهند گرفت . چنانچه در رابطه با سهام جدید تردید و یا ابهامی وجود داشته باشد ، ارزشگذاری سهام جدید توسط سرمایه گذاران خوش بین بسیار بیشتر از سرمایه گذاران بدبین بوده و در نتیجه قیمت سهام بالا می رود . بعد از گذشت زمان و افزایش میزان اطلاعات در دسترس عموم ، اختلاف عقاید میان سرمایه گذاران خوش بین و بدبین کاهش یافته و در نتیجه قیمت سهام نزول می کند .^۵

۲ - فرضیه عدم تقارن اطلاعات منتشره^۶

این فرضیه در سال ۱۹۸۲ توسط بارن^۷ با ارائه مدلی مطرح گردید . فرضیه فوق که در واقع شاخه ای از فرضیه اختلاف عقاید است ، دلالت بر این دارد که سهام جدیدی که در رابطه با ارزش آنها ، ابهام بیشتری وجود دارد ، عرضه زیر قیمتشان بیشتر از سایرین است^۸ . در مدل بارن میان انتشار دهندگان و موسسات تامین سرمایه عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد .

موسسات تامین سرمایه ، اطلاعات بیشتری درباره تقاضای سرمایه گذاران برای اوراق بهادار نسبت به انتشار دهندگان سهام دارند . علاوه بر آن ، شهرت و اعتبار موسسات تامین سرمایه ، ممکنست به تایید کیفیت سهام و ایجاد تقاضا برای سهام کمک کند . وقتی انتشار دهنده سهام درباره قیمت تعادلی اوراق بهادارش مطمئن نباشد ، احتمال دارد که قیمت گذاری آن را به موسسات تامین سرمایه

۴ - The divergence of opinion hypothesis

۵ - Ritter Jay R., "Initial Public Offering ", Warren Gorham & Lamont Hand book of Modern Financial , Vol. ۲, No. ۱, ۱۹۹۸, P.۱۶

۶ - The asymmetrically distributed information

۷ - Baron

۸ -Barry B. and Robert H. Jennings,"The Opening price performance of Initial Public offering of common Stock", Journal of financial Management , No.۲۲, ۱۹۹۳, P.۵۴

محول کند که در این صورت انتشاردهنده مجبور است ، در مقابل استفاده از اطلاعات موسسات تامین سرمایه به وی تخفیف دهد .^۹

این فرضیه توسط ماسکرالا و وتسی پنز^{۱۰} (۱۹۸۷) رد شده است . آنان سهامهایی که "خود تضمین کننده فروششان"^{۱۱} بودند را مثال می زنند که در آن نیز پدیده عرضه زیر قیمت وجود دارد.

همچنین این فرضیه توسط ریتر (۱۹۸۴) و بیٹی و ریتر^{۱۲} (۱۹۸۶) تایید شده است . ریتر استدلال می کند که هر چه میزان ابهام شرکت انتشار دهنده نسبت به بازار زیادتر باشد ، میزان تخفیفی که شرکت بایستی قائل شود تا سرمایه گذاران نامطلع ، قیمت پیشنهادی خرید را ارائه دهند ، بیشتر می شود .

۳ - فرضیه نفرین کردن برندگان^{۱۳}

یکی از اصلی ترین دلایل عرضه زیر قیمت سهام جدید که توسط راک^{۱۴} (۱۹۸۶) مطرح شده است ، پدیده "نفرین کردن برندگان" است که تقریباً از فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی نشأت می گیرد . یعنی دلیل اصلی به وجود آمدن پدیده نفرین کردن برندگان عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران مطلع و نامطلع است .

سرمایه گذاران مطلع ، افرادی هستند که تنها زمانی برای یک سهام جدید ، پذیره نویسی می کنند که انتظار دارند ، قیمت بازار ثانویه سهامی بیشتر از قیمت عرضه اولیه آن باشد .

۹ - Baron D.P., "A Model of Demand For Investment Banking Advising and Distribution Services of New Issues", Journal of Finance ,No.۳۷, PP. ۹۵۵ - ۹۵۶

۱۰ - Muscarella and Vetsuypens

۱۱ - Self - Underwriter

۱۲ - Beathy & Ritter

۱۳ - The winner curse hypothesis

۱۴ - Rock

سرمایه گذاران نامطلع نیز ، افرادی هستند که برای هر سهم جدیدی بدون استثنا پذیره نویسی می کنند . پدیده نفرین کردن برندگان زمانی روی می دهد که انتشار دهندگان و موسسات تامین سرمایه سعی کنند اوراق بهادار را به قیمتی که مورد تقاضای بازار است ، عرضه کنند که این امر موجب گران خریدن سرمایه گذاران نامطلع می شود .

برای جلوگیری از به وجود آمدن چنین وضعیتی ، موسسات تامین سرمایه موظفند برای سهام جدید نسبت به قیمتهای مورد انتظار بازار ، تخفیف قائل شوند . از طرفی بایستی عرضه سهام ، سهمیه بندی شود ، در این صورت ، خریداران نامطلع ، روی سهام تخصیص یافته به خودشان ، بازده ای عادی و مورد انتظار کسب می کنند . به عبارت دیگر زیانهای آنها به خاطر سهام تخصیص یافته گران از طریق بازده های اضافی روی سهام زیر قیمتی که به آنها تخصیص یافته است ، جبران می شود .^{۱۵}

برای روشن شدن مفهوم مدل راک و پدیده نفرین کردن برندگان ، فرض کنید که می خواهید برای خرید سهام جدیدی سرمایه گذاری کنید و در بازار بورس دو نوع سهام جدید وجود دارد . یکی از آنها ۲۰٪ بیشتر از ارزشش قیمت گذاری شده و دیگری ۲۰٪ زیر قیمتش عرضه خواهد شد . شما نمی توانید به میزان مساوی از سهم فوق خریداری کنید . به دلیل اینکه تعداد متقاضی برای سهام نوع اول کم است و به هر میزان که می خواهید ، این سهام را می خرید ولی سهام نوع دوم ، به دلیل زیر قیمت بودن آن متقاضی اش زیاد است و سهمیه شما برای خرید سهام جدید فوق نصف میزان درخواستی تان خواهد بود . بنابراین بازه مورد توقع شما به شرح زیر خواهد بود:

$$-۱۰\% = ۱۰۰\% \times (-۲۰\%) + ۵۰\% \times (۲۰\%)$$

و شما از خرید سهامهای فوق به دلیل وجود بازده منفی صرف نظر می کنید . انتشار دهندگان سهام با توجه به مثال بالا ، به دلیل اینکه خواستار کاهش میزان

۱۵- Rock K., "Why New Issues Are Underpriced?" Journal of Financial Economics, No. ۱۵, ۱۹۸۶, PP. ۱۸۷-۱۹۱

تقاضا براي سهامهاي جديد نيستند ، مجبورند كه آنها را زير قيمت عرضه كنند .

۱۶

بيتي و ريتز معتقدند ، به نفع موسسات تامين سرمايه است كه تعادل در عرضه زير قيمت سهام را حفظ كنند زيرا انتظار مي رود موسسات تامين سرمايه اي كه سهام جديد را بيش از سطح تعادلي زير قيمت عرضه مي كنند ، مشتريان خود را كه شرکتهای انتظار دهنده سهام هستند ، از دست بدهند . همچنين موسسات تامين سرمايه اي كه کمتر از سطح تعادلي سهام جديد را زير قيمت عرضه مي كنند ، براي آنها حفظ تقاضاي سرمايه گذاران ناآگاه مشكل است .^{۱۷}

۴ - فرضيه بازخورد قيمت سهام^{۱۸}

بانكهاي سرمايه گذار^{۱۹} ، سهام جديد را کمتر قيمت گذاري مي كنند تا سرمايه گذاران را تحريك كنند ، اطلاعات را جهت معرفي سهام به بازار انتشار دهند . اين اطلاعات مي تواند در زمان عرضه سهام به قيمت گذاري آن كمك زيادي كند . از طرف ديگر ، به دليل اينكه سهامداران نيز بيشتر تحريك شوند ، بانكهاي سرمايه گذار ، روشي را اتخاذ مي كنند و به افراي كه اطلاعات صادقانه بيشتر را افشا كنند ، سهام بيشتر زير ارزش ذاتي در اختيارشان قرار مي دهند . اين رخداد موجب ايجاد رقابت در ميان سرمايه گذاران شده و تعديلي جزئي در قيمت سهام ايجاد مي شود .^{۲۰}

۱۶- Ritter Jay R., "Initial Public Offering ", Warren Gorham & Lamont Hand book of Modern Financial , Vol. ۲, No. ۱, ۱۹۹۸, PP.۷

۱۷-Gonence Halit , "The Long-term Performance of Initial Public Offering: Venture Capitalists, Reputation Of Investment bankers and Corporate Structure", Dissertation of Doctor Philosopy Finance , Old Dominion University , ۱۹۹۰, PP. ۸ - ۱۰

۱۸- The market feedback hypothesis

۱۹- لازم به توضيح است كه در كشورهاي ديگر وظيفه قيمت گذاري ، توزيع و فروش (عرضه) سهام به عهده بانكهاي سرمايه گذاري (Investment bankers) است .

۲۰-Ritter Jay R., "Initial Public Offering ", Warren Gorham & Lamont Hand book of Modern Financial , Vol. ۲, No. ۱, ۱۹۹۸, P.۸

۲۱- The bandwagon hypothesis

۵ - فرضیه باندبازی^{۲۱}

بازار سهام جدید می تواند با یک باندبازی مواجه شود . یعنی سرمایه گذاران بالقوه به اطلاعاتشان در مورد سهام جدید ، توجهی نمی کنند و فقط به دنبال این مطلب هستند که آیا سایر سرمایه گذاران خواهان خرید سهام فوق هستند یا خیر . در حقیقت از سایر سهامداران پیروی می کنند و چنانچه سرمایه گذاری ببیند که هیچ کس خواستار خریداری سهام جدید نیست ، علی رغم وجود اطلاعاتی در مورد سودمند بودن آن ، ممکنست سهام جدید را نخرد . برای ممانعت از وقوع چنین وضعیتی و به منظور تحریک سرمایه گذاران بالقوه به خرید سهام ، انتشار دهنده قیمت سهام جدید را کاهش می دهد تا پدیده باندبازی برای این گروه سهام جدید اتفاق افتاده و تقاضا برای خرید آن افزایش یابد .

۶ - فرضیه اجتناب از طرح دعاوی حقوقی^{۲۲} (فرضیه بیمه ضمنی در مقابل مسوولیت‌های قانونی)

از زمان تصویب قانون ۱۹۹۳ که تمامی شرکا موظف شدند در زمان عرضه سهام ، مسوولیت کلیه اشتباهات بااهمیت را متقبل شوند ، یکی از راههای کاهش میزان دعاوی حقوقی و قانونی ، عرضه زیر قیمت شد . به نظر می رسد عرضه زیر قیمت برای کاهش احتمال دعاوی حقوقی در آینده ، راه حل پرهزینه ای باشد ولی علاوه بر کشور آمریکا ، کشورهای دیگر نیز این سیاست را در پیش گرفته اند که از جمله آنها ، کشور فنلاند است .^{۲۳} یکی دیگر از دلایلی که تضمین کننده فروش ، سهام جدید را زیر قیمت می فروشد ، می تواند ترس از مشکلات قانونی بالقوه ناشی از انتشار سهام جدید به قیمت گران باشد . تضمین کنندگان فروش سهام جدید همانند اعضای هیات مدیره لازم است که صحت اطلاعات آگهی پذیره نویسی را "مورد رسیدگی دقیق" قرار دهند .

۲۲- The lawsuit avoidance hypothesis

۲۳-Ritter Jay R., "Initial Public Offering ", Warren Gorham & Lamont Hand book of Modern Financial , Vol. ۲, No. ۱, ۱۹۹۸ , P.۹

۲۴- Tinic

سرمایه گذارانی که سهام تازه انتشار یافته را به قیمت خیلی گران خریده اند ، ممکنست علیه تضمین کنندگان فروش سهام جدید یا اعضای هیات مدیره شرکت به خاطر انتشار اطلاعات گمراه کننده یا ناقص در آگهی پذیره نویسی اقامه دعوی کنند . سرمایه گذاران می توانند اظهار کنند که آنها در تشخیص سهام خوب از بد ، گمراه شده اند .

به همین دلیل برخی از محققین از جمله تینیک^{۲۴} (۱۹۹۸) معتقدند ، تنبیهات قانونی برای اشتباهات در رسیدگی دقیق موجب ایجاد انگیزه در موسسات تامین سرمایه می شود تا سهام را زیر قیمت عرضه کنند . تینیک ، فرضیه بیمه را تدوین کرد . طبق این فرضیه ، عرضه زیر قیمت به عنوان بیمه در مقابل مسوولیت قانونی و خسارات مربوط به از دست دادن وجهه اعتبار موسسات تضمین کننده سرمایه عمل می کند .^{۲۵}

۷- فرضیه علامت دهی^{۲۶}

ولچ^{۲۷} (۱۹۸۹) ، گرینبلت و هوانگ^{۲۸} (۱۹۸۹) ، آلن و فالهابر^{۲۹} (۱۹۸۹) پیشنهاد کردند که عدم تقارن اطلاعاتی باعث می شود ، شرکتها ، کیفیت خود را به وسیله عرضه زیر قیمت ، علامت دهند و با این کار آنها انتظار دارند در آینده سرمایه مورد نیازشان را تحت شرایط بهتری به دست آورند . اما مطالبات بعدی توسط جیگوش ، وین استین و ولچ (۱۹۸۹) ، گارفینگل^{۳۰} (۱۹۹۳) فرضیه علامت دهی را مورد تردید قرار داد .^{۳۱}

۸- فرضیه ریسک گریزی تضمین کننده فروش اوراق بهادار

۲۴- Tinic

۲۵- Sanders Antony , " Why Are So Many New Stock Issues Underpriced? , " Business Review, ۱۹۹۰, P. ۲

۲۶- The Signalling hypothesis

۲۷- Welch

۲۸- Grinblatt and Hwang

۲۹- Allen & Faulhaber

۳۰- Garfinkel

۳۱- دموری داریوش "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، ۱۳۸۲ ، تحقیقات مالی ، سال پنجم ، شماره ۱۰ ، صفحه ۲۷

مطابق این فرضیه ، موسسه تامین سرمایه معمولاً سهام جدید خود را به منظور کاهش ریسک هایش به زیر قیمت می فروشد . به عبارت دیگر زیر قیمت بودن سهام جدید مانند دیواری از احتمال انتشار از ناموفق سهام و زیانهای ناشی از آن دفاع می کند . این توضیح ممکنست به عنوان فرضیه ای عنوان شده باشد ولی چندان قانع کننده نیست . زیرا اینکه چرا انتشار دهندگان سهام به موسسات تامین سرمایه برای تعدیل کمیسیونهای تضمین فروش اوراق بهادار به منظور جبران ریسکهای عرضه سهام فشار نمی آورند ، مشخص نیست . علاوه بر آن همانطوری که گفته شد ، موسسات تامین سرمایه اطلاعات خوبی درباره علاقه سرمایه گذاران بالقوه و به تبع آن تقاضای سهام جدید ، به دست می آورند . شواهد تجربی به دست آمده توسط ریتر (۱۹۸۴) و چالک و پیوی^{۳۲} (۱۹۸۷) ، فرضیه ریسک گریزی تضمین کننده فروش رد شده است . ریتر و چالک و پیوی اظهار می کنند که چنانچه سهام بر مبنای قرارداد عرضه با شرط نهایت کوشش منتشر شود ، به مقدار زیادی بیشتر از سهام جدیدی که با قرارداد تضمین فروش عرضه شده ، زیر قیمت خواهد بود . که این مطلب با فرضیه مذکور ناسازگار است.^{۳۳}

۹ - فرضیه قدرت انحصاری

برخی محققین مانند ریتر (۱۹۸۴) پیشنهاد کرده اند که عرضه زیر قیمت ممکنست در نتیجه قدرت انحصاری موسسات تامین سرمایه در تضمین فروش سهام شرکتهای کوچک پرخطر باشد . نتایج مطالعات آنها این بود که معمولاً موسسات تامین سرمایه ، تضمین فروش سهام شرکتهای کوچک ، پرخطر و تازه تاسیس را نمی پذیرند .

بر طبق نظریه ریتر ، بازار سهام جدید تقسیم شده است . سهام جدید شرکتهای کوچک به وسیله موسسات تامین سرمایه ای ، تضمین فروش می شوند که به

۳۲- Chalk & Peavy

۳۳-Seha , M. Tinic , " Anatomy of Initial Public offering of Common Stock " , Journal of Finance , XL ۱۱۱, NO. ۴ , ۱۹۹۸, P. ۷۹۱

دلایل نامعلومی از قدرت چانه زنی بیشتری در برابر انتشار دهندگان سهام برخوردار هستند. این موسسات تامین سرمایه به طور عمدی اوراق بهادار را زیر قیمت عرضه می کنند و آنها را برای مشتریان بزرگ خودشان که به طور منظم خدمات متنوع سرمایه گذاری را از آنها می خرند، سهمیه بندی می کنند. در استدلال مشابهی چالک و پیوی (۱۹۸۷) می گویند که تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار می توانند درآمدهایشان را به وسیله یک طرح قیمت گذاری ضمنی تبعیض آمیز، زیاد کنند. یعنی سهام عرضه شده زیر قیمت را فقط به مشتریان خاصی تخصیص دهند که به طور مرتب کارهای تجاری خود را با موسسات تامین سرمایه انجام می دهند و کمیسیونها یا حق الزحمه هایی بیش از نرخهای رقابتی می پردازند. به طور خلاصه، فرضیه قدرت انحصاری بیانگر این است که تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار، به طور عمدی سهام جدید را پایین تر از ارزش آنها در بازار ثانویه و با تخفیف می فروشند. زیرا آنها از این طریق می توانند حداقل بخشی از رانت ها را به طور غیر مستقیم نگه دارد.^{۳۴}

۱۰- فرضیه اعتبار موسسات تامین سرمایه^{۳۵}

بر طبق این فرضیه که اولین بار توسط لاج^{۳۶} (۱۹۷۳) مطرح شد، اعتبار موسسه تامین کننده سرمایه، می تواند انگیزه سرمایه گذاران را برای خرید سهام جدید مورد نظر، تحت تاثیر قرار دهد.

تیتمن و ترومن^{۳۷} (۱۹۸۶) در رابطه با چگونگی کیفیت حسابرس یا موسسه تامین سرمایه با انتخاب سرمایه گذاران برای خرید سهام جدید مربوطه، مدلی طراحی کردند. این مدل تعیین کرد که هرچه کیفیت موسسه تامین کننده سرمایه

۳۴-Seha, M. Tinic, "Anatomy of Initial Public offering of Common Stock", Journal of Finance, XL ۱۱۱, No. ۴, ۱۹۹۸, P. ۷۹۴

۳۵- The prestige of Issuer

۳۶- Louge

۳۷- Titman & Trueman

۳۸- Carter & Manaster

بهرتر باشد ، سرمایه گذاران اطلاعات را مناسب تر تلقی کرده و به همین دلیل می توان سهام جدید را گرانتر فروخت ، کارتر و منستر^{۳۸} (۱۹۹۰) ، اثرات اعتبار تامین کنندگان سرمایه (تضمین کنندگان اوراق بهادار) را بر عملکرد اولیه سهام جدید بررسی کردند و دریافته اند که بین اعتبار تامین کنندگان و میزان زیر قیمت بودن سهام جدید رابطه منفی معنی داری وجود دارد .^{۳۹} در یک مطالعه نیز کارتر ، دارک و سینک^{۴۰} (۱۹۹۸) دریافته اند که هر چه اعتبار تامین کننده بیشتر باشد ، دوره عرضه زیر قیمت ، کوتاه تر است .^{۴۱}

۱۱- فرضیه پراکندگی مالکان^{۴۲}

موسسات انتشار دهنده علاقه مند هستند که سهامشان را زیر قیمت عرضه کنند تا به این طریق بتوانند تقاضای بیشتری را برای سهام به وجود آورند . همچنین از این طریق می توانند مالکیت شرکت را به مجموعه ای از سهامداران خرد انتقال دهند . پراکندگی مالکان هم نقدینگی بازار سهام را افزایش می دهد و هم احتمال مبارزه طلبی سایر سهامداران را علیه مدیریت شرکت کاهش می دهد .^{۴۳}

۱۲- تفکر حباب سفته بازی^{۴۴}

بر مبنای این تفکر وجود بازده غیر عادی سهام جدید به دلیل امیدال سفته بازی سرمایه گذارانی است که نتوانسته اند آن را در عرضه اولیه از تضمین کنندگان اوراق بهادار بخرند .^{۴۵}

۳۹-Gonence Halit, " The Long- term Performance of Initial Public offering: Venture Capitalists, Reputation Of Investment Bankers and Corporate Structure", Dissertation of Doctor Philosophy Finance , Old Dominion University , ۱۹۹۰, PP. ۱۰-۱۳

۴۰- Carter , Dark , Singh

۴۱-Loughran T. , and Ritter J. R , " Why Has IPO Underpricing Changed Overtime?," University of Notre Dom Working Paper, ۲۰۰۲, P. ۷۲۱

۴۲- The Ownership dispersion hypothesis

۴۳-Ritter Jay R., "Initial Public Offering ", Warren Gorham & Lamont Hand book of Modern Financial , Vol. ۲, No. ۱, ۱۹۹۸ , P. ۱۰

۴۴- The Speculative bubbles

۴۵- دموری داریوش "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلند مدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، تحقیقات مالی ، شماره ۱۵ ، ۱۳۸۲ ، صفحه ۲۶

۴۶- Fads in the initial public offering

۴۷- Aggarwal & Rivoli

۱۳- فرضیه تمایلات زودگذر سرمایه گذاران نسبت به سهام جدید^{۴۶}

این فرضیه که توسط آگاروال و ریولی^{۴۷} (۱۹۹۰) مطرح شده است، بیانگر این مطلب است که تمایلات زودگذر سرمایه گذاران زمانی روی می دهد که خوش بینی بیش از اندازه عده ای از سرمایه گذاران باعث افزایش موقتی قیمت شود. به نظر آگاروال و ریولی، عوامل زیر می تواند موجب وقوع این پدیده شود. اول اینکه تعیین ارزش ذاتی سهام جدید به راحتی قابل برآورد نیست و چنانچه برآورد هم شود، اطمینان کافی برای آن وجود ندارد. دوم اینکه سهامهای پرریسک، طرفداران بیشتری دارند و همانطور که گفته شد یکی از دلایل طرفدار داشتن سهامی می تواند خوش بینی بیش از اندازه سرمایه گذاران نسبت به آن باشد و سومین عامل هم می تواند این باشد که سفته بازان بیشتر سراغ سهام جدید می آیند و همین امر باعث می شود یک تقاضای بیش از اندازه برای سهام جدید مذکور به وجود آمده و قیمت آن موقتاً افزایش یابد. به همین دلیل است که بین قیمت ذاتی سهام جدید و قیمت بازار آن انحراف زیادی وجود دارد.^{۴۸}

۱۴- فرضیه بازارهای سهام جدید داغ^{۴۹}

"سهام داغ" سهام جدیدی است که تقاضا برای آن بیشتر از عرضه اش باشد. پدیده سهام داغ هم در حجم مبادلات و هم در متوسط بازده اولیه سهام جدید تاثیر می گذارد. چنانچه در یک دوره زمانی حجم مبادلات و متوسط بازده اولیه را بررسی کنیم. متوجه می شویم که بازده اولیه بالا، افزایش حجم مبادلات را به همراه دارد. وجود "سهام داغ" موجب افزایش موقتی قیمت سهام می شود.

۴۶- Fads in the initial public offering

۴۷- Aggarwal & Rivoli

۴۸- Aggarwal R. and Rivoli R., " Fad in the Initial Public Offering?", Financial Management No. ۲۲، ۱۹۹۰، PP. ۴۷- ۴۹

۴۹- The hot issue markets

ایبوتسن و جف^{۵۰} (۱۹۷۵) دریافتند که پدیده عرضه زیر قیمت فقط در بعضی دوره ای ویژه اتفاق می افتد .

ریتر (۱۹۸۴) دوره بازار "سهام جدید داغ" را به وسیله مشخصات زیر تعریف کرد :

- ۱ - عرضه زیر قیمت بیشتر از حد معمول
 - ۲ - عرضه سهام جدید بیشتر از حد معمول
 - ۳ - وجود شکاف بزرگ بین بازده های اولیه دوره های انتشار داغ و سرد (بی رونق) سهام جدید
 - ۴ - انحراف معیارهای بزرگ در بازده های سهام جدید^{۵۱}
- آلن و فالهابر^{۵۲} (۱۹۸۹) معتقدند که در دوره های زمانی و صنایع خاصی ، هزینه های عرضه عمومی کمتر از منافع آن است ، به نحوی که انتشار سهام جدید می تواند آنقدر جذاب شود که یک شرکت مایل به پذیرش عرضه زیر قیمت بیشتر از حد معمول شود . برای همین چنین شرکتی از یک جو مناسب برای عرضه اولیه سهام جدید استفاده می کند .^{۵۳}

۱۵- عکس العمل بیش از حد سرمایه گذاران

این فرضیه توسط دی بونت و تالر^{۵۴} مطرح شده است و بیانگر این است که افراد به انتشار اطلاعات مهم و غیر منتظره ، بیش از حد عکس العمل نشان می دهند . مطالعات انجام شده به وسیله دی بونت و تالر نشان می دهد که پاسخهای بازار به اخبار عمومی اقتصادی و عکس العملهای قیمت سهام به وقایع شرکت بیشتر از

۵۰- Ibbotson and Jaffe

۵۱- Ritter Jay , "The Hot Issue Market of ۱۹۸۰," Journal of Business, Vol. ۵۷ , No. ۲, ۱۹۸۴, pp. ۲۱۵- ۲۱۹

۵۲- Allen and Faulhaber

۵۳-Allen F. and Faulhaber G.R. , "Signalling by Underpricing In the IPO Market", Journal of Financial Economics, No.۲۳, ۱۹۸۹, P.۳۰۳

۵۴- De Bondt & Thaler

سطوح تعادلي است . آنها "عكس العمل بيش از اندازه" را يك قاعده داد و ستيدي براي خريد بازندگان و فروش برندگان طراحي كردند . اين فرضيه را مي توان معادل فرضيه حباب سفته بازي و فرضيه اختلاف عقايد دانست . دي بونت و تالر بعد از ۳۶ ماه پرتفوي برندگان و بازندگان را با هم مقايسه كردند و به اين نتيجه رسيدند كه پرتفوي بازندگان به طور ميانگين ۲۵٪ بيشتر از برندگان ، سود آور بوده است .^{۵۵}

پيشينه تحقيق درباره عملکرد کوتاه مدت و بلند مدت سهام جديد

اولين افراي كه به وجود بازده غير عادي اوليه سهام جديد و عملکرد معماگونه آن پي بردند، ريلي و هاتفيلد^{۵۶} (۱۹۶۹) ، استون و كرلي^{۵۷} (۱۹۷۰) هستند . بعد از آنها لوج (۱۹۷۳) ، جانسون و ميلر^{۵۸} (۱۹۸۸) و ميلر و ريلي^{۵۹} (۱۹۸۷) ، تحقيقات قبلي را بسط داده و بر روي وجود انحراف ميان بازده هاي غير عادي در شرکتهاي مختلف و انواع تضمين كنندگان فروش اوراق بهادار گوناگون مطالعه و تحقيق کرده اند .

از ديد آگاروال و ريولي (۱۹۹۰) وجود بازده غير عادي مي تواند به دو دليل باشد ، نخستين علت كه بيشتر مورد توجه محققين بوده و اكثريت به طور سنتي وجود بازده غير عادي را محصول آن مي دانند ، آن است كه سهام جديد در عرضه اوليه زير قيمت فروخته مي شود و دليل دوم آن است كه سهام جديد در معاملات بعدي به طور واقعي قيمت گذاري نمي شود .

الف - تحقيقات مرتبط با عملکرد بلندمدت غير عادي سهام جديد

۵۵- De Bondt F.M. and Thaler R. , "Does The Stock Market Overreact?" , Journal of finance , Vol. ۴۰, No. ۳ , ۱۹۸۵ , P. ۷۹۳

۵۶ – Reilly and Hotfield

۵۷- Stoll and Curley

۵۸ –Logue , Johnson and Miller

۵۹ – Miller & Reilly

ایبوتسن (۱۹۷۵) عملکرد بلندمدت سهام جدید را که در آن از روش رگرسیون "بازده ها بر حسب زمان و اوراق بهادار"^{۶۰} استفاده شده بود، مورد بررسی قرار داد. طبق نتایج تحقیق وی عملکرد سهام جدید در سال اول مثبت، سه سال بعدی منفی و در سال پنجم مثبت بوده است.

بعد از ایبوتسن، ریتز (۱۹۸۴)، رفتار بازار بعد از عرضه اولیه را مورد آزمون قرار داد. در دوره تحقیق ریتز "بازار داغ اوراق بهادار" در بورس وجود داشت. به خصوص که در آن زمان تقاضا برای سهامهای کوچک (خرده)^{۶۱} افزایش یافته بود. ریتز در آن زمان، وقوع تفکر حباب سفته بازی را در بازار بعدی مبادلات سهام انکارناپذیر دانست. وی بازده سهام را در بازار بعد از عرضه اولیه در حد فاصل سپتامبر ۱۹۸۱ تا آگوست ۱۹۸۲ برای شرکتهایی که بین سالهای ۱۹۸۲ - ۱۹۷۷ وارد بورس شده بودند، بررسی کرد و نتیجه گرفت که عملکرد سهام جدید به میزان ۱۵ درصد از شاخص کل بازار کمتر است.

چالک و پیوی^{۶۲} (۱۹۸۷) بازده بازار بعد از عرضه اولیه سهام را در سالهای ۱۹۸۲ - ۱۹۷۵ به مدت ۱۹۰ روز بعد از عرضه مورد آزمون قرار دادند. نتایج تحقیق وجود بازده غیر عادی انباشته ای را برای شرکتهای مورد بررسی اثبات کرد. بازده غیر عادی برای سهامهای جدیدی که به قیمت پایین تر از یک دلار منتشر شده بودند، بیشتر از سایرین بود.^{۶۳}

مشهورترین بررسی در مورد سهام جدید، متعلق به ریتز (۱۹۹۱) است. وی از طریق محاسبه "بازده های غیر عادی تجمعی"^{۶۴}، بازده سهامهای جدید را در مدت ۳۶ ماه مورد بررسی قرار داد. در بازده های غیر عادی تجمعی (C. A. R.)، میانگین بازده هر ماه محاسبه شده و از نظر معنی دار بودن، آزمون می شود. ریتز به بازده های غیر عادی تجمعی منفی به میزان ۲۹/۱۳ درصد دست یافت.

۶۰ - Returns across time and securities (R. A. T. S.)

۶۱ - Penny Stocks

۶۲ - Chalk and Paevy

۶۳ - Aggarwal R. and Rivoli R. , " Fads in the Initial Public Offering? ," Financial Management , No. ۲۲ , ۱۹۹۰, PP. ۴۵ - ۴۷

۶۴ - Cumulative abnormal returns

آگاروال و ریولی (۱۹۹۰) نیز بازده بلندمدت ۱۵۹۸ سهام جدید را در سالهای ۱۹۸۷-۱۹۷۷ مورد بررسی قرار دادند. آنها به طور متوسط برای سرمایه گذارانی که در عرضه اولیه سهام جدید خود را خریده بودند و به مدت ۲۵۰ روز آن را نگهداری کرده بودند بازده بلندمدت منفی به میزان ۱۳/۷۳ درصد را به دست آوردند. لیوایز^{۶۵} (۱۹۹۳) در انگلستان با استفاده از روش C. A. R. و استفاده از یک معیار قرینه، تحقیق ریتر را تکرار و بازده غیر عادی منفی ۲۲/۹۶ درصد را نتیجه گرفت.

کلوهارجو^{۶۶} (۱۹۹۳) در فنلاند، در مورد عملکرد بلندمدت سهام جدید، تحقیق ریتر را تکرار و بازده منفی ۲۶/۴ درصد را اعلام کردند. هاونگ و جیرامن^{۶۷} (۱۹۹۹) در بازار ژاپن عملکرد بلندمدت ۱۵ ساله سهام جدید را طی سالهای ۱۹۸۹-۱۹۷۵، منفی و ۹ درصد گزارش کردند. همچنین در چین نیز، لویی و لی^{۶۸} (۲۰۰۰) ۷۸۱ سهام را در بازارهای شانگهای و شینزن^{۶۹} طی سالهای ۱۹۹۹-۱۹۹۱ بررسی کرده و به میانگین بازده تعدیل شده بلندمدت مثبت ۳۹/۴ درصد رسیدند. در بازار آمریکا نیز علاوه بر ریتر، لوفران و ریتر برای سالهای ۱۹۸۹-۱۹۷۰ بازده بلندمدت منفی ۱۷ درصد را نتیجه گرفتند.

جین و کینی^{۷۰} (۱۹۹۴)، ۶۸۲ سهام جدید را در فواصل زمانی سالهای ۱۹۸۸-۱۹۷۶ بررسی کردند و متوسط عملکرد عملیاتی بلندمدت سهام جدید را با استفاده از نرخ بازده داراییها، اندازه گیری نمودند و به این نتیجه رسیدند که کاهش قابل توجهی در عملکرد سهام جدید به وجود آمده است.^{۷۱}

۶۵- Levis

۶۶- Keluharju

۶۷- Hawang & Jiraman

۶۸- Lui & Li

۶۹- Shanghai & Shenzhen

۷۰- Jain & Kini

۷۱- Jain & Kini, "The Post - Issue Operation Performance of IPO Firms," Journal of finance, ۱۹۹۴, P.۲۳

جاگ^{۷۲} (۱۹۹۷) نیز ۳۰۰ شرکت کانادایی را مورد بررسی قرار داده و بازده بلندمدت ۶ ساله آن را با شاخص کل بازار کانادا مقایسه کرد و به این نتیجه رسید که متوسط بازده غیر عادی تجمعی سهام جدید در پایان پنجمین سال بعد از ورودش به بورس تفاوت بااهمیتی از صفر ندارد. این طور به نظر می رسد که شرایط بازار بر روی بازده سهام جدید تفاوت چندانی نمی گذارد. همچنین بررسیهای انجام شده جاگ در رابطه با بازده بلندمدت سهام جدید در دو بازار بول و بیر^{۷۳} کانادا، به نتایج تقریباً یکسانی منجر شده است.

در آزمون انجام شده توسط ولچ و ریتر (۲۰۰۲) در رابطه با ارزیابی بازار بورس اوراق بهادار آمریکا بین سالهای ۲۰۰۱-۱۹۸۰ میلادی عملکرد بازار نسبت به قیمت گذاری سهام شرکتهای تازه وارد بررسی شده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که در پایان اولین روز معامله سهام و اوراق بهادار شرکتهای تازه پذیرفته شده در بازار بورس، به طور میانگین قیمتهای مبادله ۱۸/۶ درصد بیشتر از قیمت فروخته آنها در ابتدای روز معامله سهام شرکت در بازار توسط شرکت اصلی است. همچنین بعد از گذشت ۳ سال مشاهده شد که میانگین قیمت گذاری و ارزیابی ضعیف این شرکتها در مقایسه با شاخص بازار ۲۳/۴ درصد بوده است.^{۷۴}

کولی^{۷۵} (۲۰۰۳) نیز، ۱۴۱ شرکت کانادایی را از سال ۲۰۰۰-۱۹۸۶ در نظر گرفت. بازده سهام جدید در تحقیق وی در سال اول مثبت و در سال دوم و سوم با میزان قابل توجهی اختلاف از صفر، منفی شده بود.^{۷۶}

گومپرز و لرنر^{۷۷} (۲۰۰۱)، عملکرد ۵ ساله ۳۶۶۱ سهام جدید در بازار نزدیک^{۷۸} آمریکا را، که بین سالهای ۱۹۷۲-۱۹۳۵ وارد بورس شده بودند، بررسی کردند.

۷۲- Jog

۷۳- Bull and Bear

۷۴- Welch I and Ritter J, " A Review of IPO Activity , Pricing and Allocation , Yale University Working Paper , ۲۰۰۲

۷۵- Kooli

۷۶- Change Ye Sun , "The Long-term Performance and Survival Pattern of Canadian IPOS , " Dissertation of thesis finance , Carlton University , ۲۰۰۴, P.۶

۷۷- Gompers & Lerner

۷۸- NASDAQ

آنها هم از روش رگرسیون "بازده بر حسب زمان و اوراق بهادار" (C. A. R.) و هم از روش بازده خرید و نگهداری^{۷۹} (B. A. H. R.) استفاده کردند. نتایج نشان دادند که بازده سال اول در تمامی سهام جدید بالا و مثبت بوده اند. در اکثر سهامهای جدید در سال دوم، سوم و پنجم ورودشان به بورس، منفی ولی عملکرد آنها در چهارمین سال مثبت بوده است.

گومپرز و لرنر، تحقیق فاما (۱۹۹۸) را که نتیجه گرفته بود نمی توان برای تعیین میزان عملکرد کمتر بلندمدت سهامهای جدید در سالهای مختلف مدلی را طراحی کرد را تایید کردند.^{۸۰}

ب - تحقیقات مرتبط به زیر قیمت بودن سهام جدید

اولین تحقیق انجام شده در زمینه زیر قیمت عرضه شدن سهام جدید توسط لوج (۱۹۷۳) انجام گرفته است. نتیجه این تحقیق نشان دهنده وجود پدیده های غیر عادی بازار سهام جدید است. این محقق بیان می کند که شهرت یا اعتبار موسسات تامین سرمایه و موسسات حسابرسی آنها یکی از عوامل موثر بر روی عرضه زیر قیمت سهام شرکت است. زیرا هرچه شهرت یا اعتبار این موسسات بیشتر باشد، سرمایه گذاران نسبت به آینده شرکت خوش بین تر خواهند بود و حاضرند بهای بیشتری را برای خرید سهام شرکت پرداخت کنند.^{۸۱}

در حالی که ریتر (۱۹۹۱) دریافت که زیر قیمت بودن سهام جدید با بازده بلندمدت آن رابطه منفی دارد، کریگمن، شاو و وومک^{۸۲}، این رابطه را مثبت نتیجه گرفتند. سرانجام جانگویست، ناندا و سینگ^{۸۳} (۲۰۰۳) با ارائه مدلی به این نتیجه رسیدند که لزوماً نبایستی نتایج تحقیقات به عمل آمده در این رابطه، همسو باشند و زمانی رابطه فوق منفی است که احتمال اتمام "دوره بازار داغ" ضعیف باشد.

۷۹- Buy and hold returns

۸۰- Gompers Paul A. and Lerner J. , "The Really Long-run Performance of Initial Public offerings : The Pre-NASDAQ Evidence , Harvard University Working Paper, ۲۰۰۱

۸۱-Logue E, "On the Pricing of Unseasoned Equity Issues : ۱۹۶۵- ۱۹۶۹," Journal of Financial and Quantitative Analysis , ۱۹۷۳, No.۸ ,PP.۹۱-۱۰۳

۸۲- Krigman , Shaw & Womak

۸۳- Ljungqvist , Nanda & Singh

افک و ریچاردسون^{۸۴} (۲۰۰۲) دریافتند که بازده اولیه بالا زمانی رخ می دهد که موسسین در روز اول سهامهای جدید را به سهامداران جزء بفروشند ، البته چنین بازده اولیه بالایی تا زمان سقوط بزرگ در سال ۲۰۰۰ ادامه داشته است . درن^{۸۵} (۲۰۰۳) اطلاعات ۵۰۰۰ سهامدار جز را از کارگزاران در آلمان گرفت و به این نتیجه رسید که سهامهای جدیدی که بیشتر زیر قیمت هستند ، به دلیل تقاضا برای آنان بیشتر از سایر سهامها بوده و سرمایه گذاران جزء حاضرند برای دستیابی به آن مبلغ بیشتری پرداخت کنند که همین امر موجب افزایش قیمت سهام شده و به دنبال آن بازده غیر عادی کوتاه مدت به وجود می آید . درن، چنین استدلال کرد که در زمان عرضه زیر قیمت "سهامهای داغ جدید" به سرعت از موسسین به سهامداران جزء منتقل می شود . با گذشت زمان و به محض واگذاری سهام جدید توسط سهامداران جزء طی ۶ الی ۱۲ ماه بعد از عرضه ، عملکرد سهام جدید عکس شده و رو به ضعف می رود .^{۸۶} در ایتالیا نیز جیودیسی و پالییری^{۸۷} (۱۹۹۹) ، ۱۳۵ شرکت را در دو دوره زمانی ، شامل سالهای ۱۹۹۳-۱۹۸۵ و دیگری ۱۹۹۸-۱۹۹۴ در نظر گرفته و به بررسی عوامل موثر بر میزان زیر قیمت بودن سهام جدید پرداختند .

در تحقیق دیگری که توسط درابتز^{۸۸} و همکاران (۲۰۰۳) انجام شده ، عملکرد بازار بورس سوئیس درباره شرکتهای تازه پذیرفته شده در این بازار مورد بررسی قرار گرفته است . در این تحقیق مجموعه وسیعی از اطلاعات بازار بورس از ۲۰۰۰-۱۹۸۳ مورد استفاده قرار گرفته و سعی گردیده که تعدادی از عوامل موثر بر عدم کارایی بازار بورس در زمینه شرکتهای تازه پذیرفته شده مورد بررسی قرار گیرد . نتایج این آزمون نشان می دهد که میانگین بازده اولیه تعدیل شده بازار نسبت به شرکتهای پذیرفته شده در آن برابر ۳۴/۹۷ درصد است . با توجه به بخشهای مختلف

۸۴- Ofek and Richardson

۸۵- Dorn

۸۶-Ljunvist , Nanda & Singh , " Hot Market , Investor Sentiment and IPO Pricing " , New York University Working Paper, ۲۰۰۳, P.۵

۸۷-Giudici & Paleari

۸۸-Drobtetz

بازار می توان بیان کرد که میانگین بازده ها در بخش اصلی برابر ۱۱/۳۲ درصد و برای قسمت جدید بازار بورس سوییس برابر ۳۸/۹۸ درصد است.^{۸۹}

سهامداران اکثریت به این نتیجه رسیدند که پنج سال دوم ، رابطه معنادار آماری بین درصد مالکیت سهامداران اکثریت و میزان زیر قیمت بودن سهام جدید وجود ندارد ولی در پنج سال نخست میان مالکیت سهامداران اکثریت و میزان زیر قیمت بودن سهام جدید رابطه مثبت معناداری وجود دارد . همچنین در هر دو دوره ، بین نوسان قیمت سهام در ده روز نخست معامله و میزان زیر قیمت بودن آن رابطه مثبت وجود دارد و همچنین در هر دو دوره بین سائز شرکت و میزان زیر قیمت بودن سهام جدید رابطه ای وجود ندارد.^{۹۰}

خلاصه تحقیقات صورت گرفته روی عرضه زیر قیمت سهام جدید (بازده بالای اولیه) و عملکرد بلندمدت کمتر سهام جدید در انتهای فصل و در جدولهای ۱-۲ و ۴-۲ آورده شده است . در ادامه چند نمونه از تحقیقات مهم صورت گرفته در کشورهای خارجی و ایران را به طور خلاصه اشاره می کنیم :

۱ - بررسی عملکرد بلندمدت سهام جدید توسط ریتر (۱۹۹۱)

ریتر در ۱۹۹۱ ، در آمریکا ، ۱۵۲۶ شرکت در بدو ورود به بورس را طی سالهای ۱۹۸۴-۱۹۷۵ مورد بررسی قرار داد و عملکرد بلندمدت آنها را با شرکتهای تطبیقی در طی ۳ سال مقایسه کرد . در تحقیق ریتر ، برای هر سهم جدید مورد آزمون ، یک شرکت تطبیقی که از نظر جنسیت و اندازه با نمونه مورد بررسی در تحقیق یکسان باشد ، در نظر گرفت . در سالهای ۱۹۸۴-۱۹۷۵ در بازار بورس آمریکا ، شرکتهایی که در دوره های حجم بالای معامله در بورس ، عرضه اولیه شده بودند ، دارای بدترین عملکرد بوده اند . همچنین عملکرد بلندمدت کمتر سهام جدید از سالی به سال دیگر و از صنعتی به صنعت دیگر به مقدار زیادی تغییر می کرد .

^{۸۹}-Drobtz W. , Kammerman M. and Welch U," Performance of IPO : The Evidence for Switzerland Basel University Working Paper, ۲۰۰۳

^{۹۰}-Giudici G. & Paleari S. ,"Underpricing , Price Stabilization & Long term performance in Initial public offerings : A study on the Italian Stock Market Between ۱۹۸۵ – ۱۹۹۸ , ۱۹۹۹, Unpublished working Paper

به نظر ریتر تفاوت عملکرد بلندمدت سهام جدید با عملکرد بازار ، فرضیه بازار کارا را زیر سوال می برد . ریتر نتیجه گرفت که سهام کوچکتر دارای عملکرد بلندمدت پایین تری نسبت به سهام بزرگتر است و این عملکرد پایین تر در شرکتهای نسبتاً جوانی که در دوره های با حجم بالایی عرضه سهام جدید ، به بورس وارد می شوند ، متمرکز شده است . همچنین در دوره های با حجم پایین عرضه اولیه سهام جدید ، هیچ عملکرد بلندمدت پایینی وجود نداشته است . ریتر دلیل وجود رابطه منفی میان حجم انتشار سالانه و عملکرد بلندمدت را علاقمندی شرکتها به عرضه عمومی ، در زمانی که اعتماد سرمایه گذاران بالاست ، عنوان می کند . یعنی در زمانی که سرمایه گذاران نسبت به عملکرد بازار بیش از حد خوش بین هستند و ارزش فعلی عایدات بالاتری برای سهام برآورد می کنند ، مایل هستند که P/E بالاتری را برای خرید سهام بپردازند . بعد از مدتی و به دلیل تحقق نشدن برآوردهایشان ، عملکرد منفی ایجاد شده برای سهام جدید ، آنان را مایوس می کند .

به طور خلاصه نتایج تحقیق ریتر به شرح زیر است :

الف - میانگین بازده اولیه سهام جدید (بازده اولین ماه عرضه سهام) ۱۵۲۶ نمونه ، ۱۴/۰۶ درصد مثبت است .

ب - میانگین بازده تجمعی تعدیل شده بر مبنای شرکتهای مشابه در تاریخ عرضه سهام جدید (بجز بازده اولیه) تا ۳۶ ماه بعد ، به ۲۹/۱۳ درصد منفی می رسد .

ج - میانگین بازده نگهداری سه ساله ۱۵۲۶ سهام جدید نمونه ، ۳۴/۴۷ درصد است . در حالی که میانگین بازده نگهداری سه ساله سهام شرکتهای مشابه ، طی همان دوره ، ۶۱/۶۸ درصد بوده است .

همچنین ریتر به رابطه مثبتی میان عمر شرکتهای منتشر کننده اوراق بهادار و بازده بلندمدت دست یافت . شرکتهای قدیمی تر دارای بازده سه ساله بیشتری بودند .

برعکس آن رابطه ای منفی بین عمر شرکت و بازده اولیه آن وجود داشت . یعنی شرکت‌های جوان تر ، بازده اولیه بیشتری دارند .^{۹۱}

۲ - بررسی عملکرد کوتاه مدت و بلندمدت سهام توسط لیوایز (۱۹۹۳)

لیوایز (۱۹۹۳) در انگلستان ، ۷۱۲ سهام جدید که طی سال‌های ۱۹۸۸-۱۹۸۰ انتشار یافته بودند را مورد بررسی قرار داد . لیوایز با استفاده از سه شاخص موجود در بازار انگلستان ، عملکرد کوتاه مدت و بلندمدت سهام جدید را ارزیابی کرد . دوره عملکرد کوتاه مدت در تحقیق وی ، اولین روز معامله در بورس و دوره عملکرد بلندمدت ، سی و ششمین ماه بعد از عرضه اولیه بود .

هدف لیوایز تکمیل نمودن تحقیق انجام شده توسط ریتز و رفع نکات ابهام موجود در آن بود .

لیوایز نشان داد که سهام جدید انگلستان نسبت به سه شاخص ^{۹۲} FTA ، ^{۹۳} HGSC و ^{۹۴} ASEW در طی سی و ششمین ماه پس از پذیرش در بورس (بجز ماه اول معامله) دارای بازده کمتری است . اما بازده های تعدیل شده جمعی ۳۶ ماهه سهام جدید را چنانچه اولین روز معامله نیز در نظر بگیریم ، به بازده مثبتی می رسیم که این نتیجه با تحقیق ریتز همخوانی دارد . لیوایز به رابطه مثبتی میان اندازه شرکت و عملکرد بلندمدت آن پی برد . از مهمترین نتایجی که از تحقیق لیوایز می توان گرفت این بود که سهام جدید با بیشترین بازده اولیه ، دارای کمترین عملکرد در بازار ثانویه است . این موضوع ، فرضیه عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران را تایید می کند . شواهد موجود بیشتر حاکی از این است که سطح معینی از بازده های اولیه در نتیجه عرضه زیر قیمت عمده است و اگر بازده های اولیه از سطح معینی بیشتر شود ، نشان دهنده عکس العمل بیش از اندازه بازار است . به طور کلی نتایج لیوایز به صورت خلاصه به شرح زیر است :

۹۱- Ritter Jay R., " The Long – run Performance of Initial Public Offerings," Journal of Finance, Vol. ۴۶, No.۱, ۱۹۹۱, PP. ۳-۲۷

۹۲- Financial Times Actuaries Index

۹۳- Hoare Govett Smaller Companies Index

۹۴- All Share Equally Weighted Index

الف - میانگین بازده کوتاه مدت (روز اول معامله) بر مبنای شاخص FTA ، ۱۴/۳ درصد است .

ب - میانگین بازده تعدیل شده تجمعی بر مبنای شاخص FTA ، HGSC و ASEW در پایان ماه سی و ششم به ترتیب ۱۱/۳۸ - ، ۸/۳۱ - و ۲۲/۹۶ - درصد است .

ج - بازده حاصل از نگهداری سه ساله سهام جدید نمونه (پس از دوره بازده اولیه) ، ۵۵/۷۲ درصد است . در حالی که بازده بازار بر مبنای شاخص ASEW ۹۷/۸۳ درصد است.^{۹۵}

۳ - بررسی رابطه میان زیر قیمت بودن سهام جدید با حجم مبادلات (علاقمندی سرمایه گذاران^{۹۶}) توسط هانلی (۱۹۹۳) ، میلر و ریلی (۱۹۸۷) و شولتز و زامان (۱۹۹۴) و ریس (۱۹۹۸)

در مدل سهام جدید زیر قیمت که توسط بنونیست و اسپینت^{۹۷} (۱۹۸۹) طراحی شده بود، تضمین کنندگان اوراق سهام با احتیاط بیشتری قیمت سهام را کاهش می دادند . این امر موجب می شد ، سرمایه گذاران بالقوه مجبور شوند که علاقمندي شان را نسبت به سهام جدید در دوره قبل از انتشار سهام صادقانه بیان کنند . چنانچه ، تضمین کنندگان سهام جدید ، میزان "علاقمندی" بیشتری به سهام فوق نسبت به آنچه که به طور معمول پیش بینی می کردند ، کشف کنند ، قیمت عرضه سهام را تا جایی بالا می برند که مطمئن باشند تمامی اوراق سهام را به بالاترین قیمت می فروشند . این امر موجب می شود تا در آینده سرمایه گذاران از نشان دادن صادقانه میزان علاقمندي خود مایوس شوند . بنونیست و اسپینت با استفاده از مدلی تجربی نشان دادند که زیر قیمت بودن سهام جدید دقیقاً با سطح علاقمندي قبل از انتشار سهام رابطه مثبت دارد .

۹۵-Levis Mario, "The Long-run Performance of Initial Public Offerings the UK Experience ۱۹۸۰-۱۹۸۸" , Journal of Financial Management , NO.۲۲, ۱۹۹۳, PP.۲۸-۴۱

۹۶- Investors Interest

۹۷- Benvenist and Spindt

هانلی^{۹۸} (۱۹۹۳) مدل بنونیست و اسپینت را آزمون کرد و چنین نتیجه گرفت که قیمت‌های سهام جدید زیر قیمت به بالاتر بودن از میانگین قیمت سهام متمایل هستند ، در حالی که قیمت‌های سهام جدید بالاتر از قیمت به پایین تر بودن از میانگین قیمت سهام متمایل دارند . این نتیجه به پدیده "تعدیل جزئی"^{۹۹} مرتبط است .

چنانچه تضمین کننده اوراق بهادار به علاقمندی بیشتری نسبت به آنچه قبلاً پیش بینی شده بود ، پی ببرد ، قیمت سهام را "تعدیل جزئی" می کند . از ترکیب مدل بنونیست و اسپینت و نتایج هانلی می توان به وجود رابطه ای مثبت بین سطح علاقمندی سرمایه گذاران و میزان زیر قیمت بودن سهام جدید دست یافت .

در دوره قبل از انتشار سهام ، از عموم متقاضیان ، درخواست می شود میزان علاقمندی شان نسبت به سهام جدید را ابراز کنند . علی رغم اینکه نشان دادن علاقمندی مذکور ، نیازی به انعقاد قرارداد یا ایجاد تعهدی برای افراد نمی کند ، ولی آنان نسبتاً اطلاعات درستی را برای تعیین میزان سهامی که قرار است به نرخ مشخصی عرضه شود را در اختیار تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار قرار می دهند .

در رابطه با وجود ارتباط میان حجم مبادلات و بازده اولیه سهام جدید نیز تحقیقات زیادی به عمل آمده است : میلر و ریلی^{۱۰۰} (۱۹۸۷) ، تحقیقی در رابطه با ۵۱۰ شرکت که در سالهای ۱۹۸۲ و ۱۹۸۳ عرضه شده بودند ، انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که بازده اولیه مثبتی دارند ، در پنج روز اول عرضه شان ، حجم مبادلات بالایی نیز دارند . آنان علت این امر را عدم اطمینان سهامداران قبل از انتشار سهام از ارزش واقعی سهام جدید ، دانسته اند و هنگامی که سهام به عموم به زیر قیمت عرضه شوند ، آنگاه مبادرت به خرید سهام می کنند . شولتز و زامان^{۱۰۱} (۱۹۹۴) نیز به این نتیجه رسیده اند که در روز اول عرضه ، حجم مبادلات بیشتری برای سهام جدیدی که زیر قیمت هستند ، وجود دارد . ریس (۱۹۹۸) ، ۳۵۴۱ سهام

۹۸- Hanley

۹۹- Partial adjustment

۱۰۰- Miller & Reilly

۱۰۱- Schultz and Zaman

جدید را که در فاصله سالهای ۱۹۹۳-۱۹۸۳ وارد بورس شده بودند ، بررسی کرد . ریس در تحقیق خود برای تعیین عوامل موثر بر میزان علاقمندی سرمایه گذاران از چند روش استفاده کرد . اول اینکه ، چنانچه علاقمندی سرمایه گذاران به سهام جدید در بدو ورود به بورس زیاد باشد ، بازده غیر عادی کوتاه مدت (زیر قیمت بودن) همچنین حجم مبادلات اولیه بالایی را برای سهام جدید به وجود می آورد و می توان رابطه مثبتی میان بازده اولیه سهام جدید و حجم مبادلات اولیه پیش بینی کرد .

دوم اینکه ، چنانچه تحت تاثیر علاقمندی سرمایه گذاران در آینده نیز بر حجم مبادلات سهام تاثیر بگذارد ، نیز می توان به وجود رابطه ای مثبت بین بازده اولیه سهام و حجم مبادلات در بلندمدت پی برد .

و سوم ، میزان علاقمندی سرمایه گذاران به سهام جدید می تواند تبلیغی برای آن باشد . البته گاهی میزان شهرت و تبلیغات سهام جدید بر میزان علاقمندی سرمایه گذاران می افزاید . به هر ترتیب تبلیغات منتشر شده برای سهام با میزان حجم مبادلات اولیه ، میزان بازده اولیه و حجم مبادلات سهام در بلندمدت رابطه مثبتی دارد . دوره کوتاه مدت تحقیق وی سال اول مبادلات سهام و دوره بلندمدت آن سوم سال بعد از عرضه اولیه به بورس است .

نتایج تحقیق ریس به طور خلاصه به شرح زیر است :

الف - ریس نمونه های تحقیق را از نظر سائز شرکت (اندازه) به ۴ گروه تقسیم و از روش رگرسیون خطی میزان ارتباط بین بازده اولیه و بلندمدت حجم مبادلات را بررسی کرد . (متغیر وابسته در تحقیق وی حجم مبادلات بود) در هر ۴ گروه بین بازده اولیه و بلندمدت و حجم مبادلات رابطه مثبتی وجود داشت . هرچه سائز شرکت افزایش پیدا می کرد ، از نظر آماری ارتباط معنادارتری بین متغیرها برقرار بود . ریس از رابطه میان زیر قیمت بودن سهام جدید و اندازه شرکت هیچ گونه صحبتی در تحقیق خود نکرد .

ب - همچنین وی در تحقیق خود تعداد مجلات و رسانه هایی که برای سهام جدید قبل از ورود به بورس تبلیغ کرده بودند ، را متغیر قرار داده و میزان ارتباط آن با حجم

مبادلات در کوتاه مدت و بلندمدت و میزان زیر قیمت بودن سهام جدید را مثبت قلمداد کرد.^{۱۰۲}

۴ - بررسی بازده بلندمدت شرکتهای انتشاردهنده سهام توسط لافران و ریتر در

۱۹۹۵

لافران و ریتر (۱۹۹۵) در آمریکا، بازده بلندمدت کلیه شرکتهای منتشر کننده سهام در طی پنج سال بعد از زمان عرضه سهام و طی سالهای ۱۹۹۰ - ۱۹۷۰ را مورد بررسی قرار داده اند و به این نتیجه رسیدند که بعد از گذشت پنج سال، بازده بلندمدت آنها، بسیار کمتر از شرکتهایی است که سهامی منتشر نکرده اند. آنها دریافتند که عملکرد پنج ساله بعد از انتشار برای سهام جدید شرکتها ۵٪ و برای سهام جاافتاده ۷٪ است.

لافران و ریتر به تحقیق فاما و فرنچ^{۱۰۳} (۱۹۹۲) اشاره کرده و بیان نمودند که در دهه های اخیر بیشتر شرکتهای انتشار دهنده سهام جدید با نسبتهای پایین ارزش دفتری به ارزش بازار، دارای بازده های پایینی بوده اند. لافران و ریتر با استفاده از رگرسیون مقطعی و رگرسیون چندگانه سریهای زمانی، بازده های ماهانه و اثرات اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار را مورد بررسی قرار دادند. لافران و ریتر نتایج تحقیق را هماهنگ با بازار تفسیر کردند که در آن بازار، وقتی به طور متوسط سهام جدید بیش از اندازه ارزشیابی می شود، شرکتها از دوره زمانی زودگذر که فرصت سرمایه گذاری در آن میسر نیست، به وسیله انتشار سهام استفاده می کنند.

۱۰۴

۵ - بررسی عملکرد اولیه و بلندمدت سهام جدیدی که مالکیت آن خصوصی است در

بورس آمستردام توسط فریدریکسلیوست و گریست (۲۰۰۱)

۱۰۲-Reese W. , "IPO Underpricing, Trading Volume and Investor Interest" , Arizona University Working Paper, ۱۹۹۸

۱۰۳- Fama & French

۱۰۴- Laughran & Ritter , "The New Issues Puzzle", Journal of Finance, Vol.۵۰, No.۱, (۱۹۹۵), PP. ۲۳-۵۱

۱۰۵- Frederikslust & Geest

۱۰۶- The average wealth relative ratio

فریدریکسلویست و گریست^{۱۰۰} (۲۰۰۱) ، ۳۸ سهام جدید که مالکیت آن خصوصی است و ۶۸ سهام جدیدی که مالکیت آن غیر خصوصی است را بین سالهای ۱۹۹۸-۱۹۸۵ در هلند و در بورس آمستردام مورد بررسی قرار دادند . آنان قصد داشتند تا عوامل موثر بر عملکرد کوتاه و بلندمدت سهام جدید را تعیین کنند .

متغیرهایی که فریدریکسلویست و گریست انتخاب کردند ، مالکیت خصوصی یا غیر خصوصی سهام جدید ، شهرت مدیران و مشاوران آن ، عمر شرکت و نرخ رشد فروش بود و روش ارزیابی آنان ، به دست آوردن " C.A.R. " و "نسبت میانگین ارزش نسبی"^{۱۰۶} سهام بود . نتایج تحقیقات آنان به شرح زیر خلاصه می شود :

الف - میانگین بازده اولیه روز اول ۱۰۶ سهام جدید مورد ارزیابی ، ۱۶ درصد است . سهامهایی که مالکیت خصوصی داشتند ، بازده اولیه آنها ۱۳ درصد و آنهایی که مالکیت غیر خصوصی داشتند ، ۱۷ درصد زیر قیمت بودند . علیرغم اینکه بازده اولیه شرکتهای مالکیت خصوصی کمتر از مالکیت غیر خصوصی بود ، ولی تفاوت بین این دو دسته از نظر آماری با اهمیت نبوده است .

ب - شرکتهایی که دارای مالکیت غیرخصوصی بودند و در هنگام عرضه از روشهای "انعطاف پذیرتری" استفاده کرده بودند ، بیشتر زیر قیمت عرضه شده بودند ، یعنی بازده اولیه آنها بیشتر بوده است . روشهای انعطاف پذیر این امکان را به انتشار دهندگان می دهد که قیمت عرضه شان را با انتظار خریداران تعدیل کنند یعنی به اصطلاح به آنها تخفیف دهند .

ج - شرکتهای با تجربه تر به میزان بیشتری زیر قیمت بودند . زیرا این قبیل شرکتهای می توانند به میزان بیشتری قابلیت اعتماد سهامداران را به خود جلب کنند . این مطلب تایید تحقیقات قبلی است که نشان دادند ، بازده اولیه کمتر می تواند به دلیل احساس منفی سرمایه گذاران نسبت به پیشرفت و رشد سهام جدید باشد .

د - بعد از گذشت سه سال (دوره بلندمدت) ، ۷۵ شرکت از ۱۰۶ سهام جدید نمونه ، عملکرد منفی داشته اند. عملکرد منفی در سهامهایی که مالکیت غیر خصوصی داشته

اند ، به میزان قابل توجهی بیشتر از سهامهای جدیدی است که دارای مالکیت خصوصی هستند . محققان دلیل این امر را وجود پدیده "انتخاب دوگانه"^{۱۰۷} دانسته اند . انتخاب دوگانه به سرمایه گذاری و وجود فرصت در شرکتهای خصوصی اشاره دارد . شرکتهای خصوصی به طور کلی در شرکتهایی سرمایه گذاری می کنند که توان کافی برای تحقق اهداف بازدهی شان را داشته باشند یعنی هم قیمتشان بالا رود و هم سود تقسیم کنند .^{۱۰۸}

۶ - بررسی عملکرد بلندمدت سهام جدید در چین توسط چی و یگت (۲۰۰۲)

چی و یگت^{۱۰۹} (۲۰۰۲) در چین عملکرد سه ساله ۷۴۹ سهام جدید را که طی سالهای ۱۹۹۷-۱۹۹۶ وارد بورس شده بودند ، بررسی کردند . چی و یگت سهام جدید را به دو دسته تقسیم کردند . ۳۴۰ سهام جدید که در بازار بورس شانگهای^{۱۱۰} عرضه شده بودند و ۴۰۹ سهام جدیدی که در بازار بورس شینزن^{۱۱۱} عرضه شده اند . عوامل مورد بررسی شامل قیمت عرضه ، نوع مالکیت و اندازه شرکت در هنگام عرضه و میانگین سود هر سهم و نوع صنعتی که سهام جدید در آن قرار دارد ، است . برای محاسبه عملکرد شرکت و همچنین گروهی از شرکتها ، روش مورد استفاده برای تعیین بازده اولیه متدلوزی تحقیق آگاروال ، لیل و هرناندز (۱۹۹۳) یعنی تعیین بازده غیرعادی تعدیل شده بازار^{۱۱۲} (MAAR) است و چی و یگت بعد از تعیین بازده اولین روز نمونه های مورد تحقیق در دو بازار چین به این نتیجه رسیدند که MAAR اندازه گیری شده برای تمامی نمونه ها ، معادل ۱۲۷/۳۱ درصد ($t = ۳۱/۲۶$) است ولی میانگین بازده اولیه تعدیل شده برای نمونه

۱۰۷-Double Selection

۱۰۸-Frederikslust R. & Geest R. , "Initial Returns & Long-run Performance of Private Equity Backed IPO on the Amsterdam Stock Exchange , Erasmus University Working Paper, ۲۰۰۱

۱۰۹- Chi & Padgett

۱۱۰- Shanghai

۱۱۱- Shenzhen

۱۱۲- Market adjusted abnormal return

هاي بورس شانگهاي (۱۲۲/۴۹ درصد) پايين تر از بازده اوليه نمونه هاي بورس شينزن (۱۳۱/۴۰ درصد) بود .

براي محاسبه بازده بلندمدت سه ساله نيز از معيار بازده خريد و نگهداري تعديل شده^{۱۱۳} (MABHR) استفاده شد . کنراد و کال^{۱۱۴} (۱۹۹۳) اذعان کردند که اين روش از روش بازده غير عادي جمعي (C.A.R.) که توسط ريتز (۱۹۹۱) تعيين شده بود و روشي جانبدارانه بود ، دقيق تر است . چي و پگت بازده غير عادي سي و شس ماهه را براي تمامي سهام جديد معادل ۱۰/۲۶ درصد ($t = ۳/۹۶۲$) تعيين کردند . ساير نتايج حاصل شده از تحقيق چي و پگت را مي توان به صورت زير خلاصه کرد :

الف - هر چه ميزان مالکيت دولتي سهام جديد کمتر باشد ، امکان رشد شرکت بيشتر بود ، ريسک سياسي آن کاهش يافته و در نتيجه بازده بلندمدت آن بيشتر خواهد شد . بنا بر اين يکي از راههاي پيشرفت شرکتي ، خصوصي سازي است که بايستي توسط چين ترويج پيدا کند .

ب - برخلاف نتايج حاصل از تحقيق ليوايز (۱۹۹۳) در کشور چين ارتباطي بين اندازه شرکت در هنگام عرضه اوليه و بازده بلندمدت آن وجود ندارد . همچنين بين صنعتي که سهام جديد در آن قرار دارد و بازده سه ساله آن نيز رابطه اي وجود ندارد .

ج - برخلاف انتظار محققين بين ميانگين سود هر سهم سه ساله شرکت قبل از عرضه آن به بورس و بازده سي و شس ماهه سهام جديد نيز هيچ گونه رابطه اي وجود ندارد .

۱۱۳- Market adjusted buy and hold return

۱۱۴- Conrad and Kaul

د - و بالاخره همانند تمامی تحقیقات گذشته چي و پگت نیز نتیجه گرفتند که بین بازده اولیه و بازده بلندمدت تعدیل شده سهام جدید ارتباط منفي وجود دارد . یعنی هر چه بازده اولیه سهامی بالاتر باشد ، عملکرد بلندمدت آن بدتر می شود .^{۱۱۵}

۷ - بررسی رابطه میان عمر شرکت و عملکرد بلندمدت سهام جدی در صنایع

تکنولوژیکی و غیرتکنولوژیکی توسط کلارک (۲۰۰۲)

دیوید کلاک^{۱۱۶} (۲۰۰۲) به بررسی رابطه میان عمر شرکت در بدو ورود به بورس و عملکرد سهام جدید پرداخت . وی اعتقاد داشت در یک بازار کارا ، قیمت سهام در معاملات بعدی ، بایستی منعکس کننده میزان استعداد شرکت در رشد و پیشرفت آن باشد ، وی بازده سی و شش ماهه ، ۱۲۳۴ سهام جدید را در فاصله زمانی ۱۹۹۷-۱۹۹۱ در آمریکا بررسی کرد . کلارک در تحقیق خود بازده سهام جدید را با میانگین ۳ شاخص بازار بورس آمریکا یعنی AMEX + NASDAR + NYSEC که در اصطلاح به آن CRSP می گویند ، مقایسه کرد و همانطوریکه در جدول زیر می بینید ، به این نتیجه رسید که بین عمر شرکت در صنایع تکنولوژیکی و بازده بلندمدت سهام جدید ، رابطه منفي وجود دارد .

میانگین بازده اضافی بلندمدت	متوسط عمر سهام جدید (ماه)	تعداد نمونه	گروه
۵/۴۹ - %	۲۲/۳	۹۶	۱
۳۴/۰۱ - %	۴۸/۳	۹۵	۲
۳۴/۳۱ - %	۷۵/۹	۹۶	۳
۳۶/۱۹ - %	۱۱۵/۲	۹۵	۴

۱۱۵- Chi Jina , Padgett Carol," The performance and Long-run Charactristic of the Chines IPO Market", ISMA Center Working Paper, ۲۰۰۲

۱۱۶- David Clark

همچنین کلارك دریافت که میان عمر شرکت در صنایع غیر تکنولوژیکی و بازده بلندمدت سهام جدید (به میزان قابل توجهی از نظر آماری) رابطه مثبتی وجود دارد. جدول زیر نشان دهنده نتایج حاصل از بازده های بلندمدت در صنایع غیر تکنولوژیکی است^{۱۱۷}:

میانگین بازده اضافی بلندمدت	متوسط عمر سهام جدید (ماه)	تعداد نمونه	گروه
۶۲/۸۱ - %	۷	۱۵۱	۱
۶۰/۸۲ - %	۳۳/۸	۱۵۱	۲
۵۸ - %	۸۲	۱۵۲	۳
۵۳/۷۷ - %	۱۷۲/۵	۱۵۱	۴
۴۵/۹۲ - %	۵۳۸/۸	۱۵۱	۵

۸ - بررسی دلایل افزایش میزان زیر قیمت بودن سهام جدید طی سالهای اخیر توسط

ریترو و لافران (۲۰۰۴)

در بازار NYSEC، در دوره ۱۹۸۹-۱۹۸۰، میزان بازده در اولین معامله، ۷٪ و در سالهای ۱۹۹۸-۱۹۹۰ به ۱۵٪ و بالاخره طی دوره ۲۰۰۰-۱۹۹۹ میانگین بازده در اولین روز به ۶۵٪ رسیده است. ریترو و لافران به بررسی افزایش بازده اولیه طی دهه اخیر علاقمند شده و تحقیقی را درباره ۶۱۶۹ شرکت که طی سالهای ۲۰۰۰-۱۹۸۰ وارد بورس NYSEC شده بودند را آغاز کردند.

آنان استدلال کردند که در ارتباط با تغییر میزان زیر قیمت بودن سهام جدید دو فرضیه مصداق دارد:

۱۱۷- Clarck David T., "A Study of The Relationship Between Firm Age-at-IPO and Aftermarket Stock Performance," Working Paper of Quicksman Institute for Research in Securities Market, ۲۰۰۲

الف - فرضیه تغییر در ریسک ترکیب^{۱۱۸}

که مبتنی بر این امر است که سهام جدید پرریسک ، بیشتر در معرض زیر قیمت بودن هستند تا سهام جدیدی که ریسک کمتری دارند . پیش بینی فوق از مدلهایی گرفته شده که زیر قیمت بودن سهام به منظور ایجاد زمینه ای برای تحریک سرمایه گذاران به خرید سهام جدید تلقی شده است . ریتز (۱۹۸۴) بیان کرد که چنانچه میزان عرضه سهامهای جدید پر ریسک افزایش یابد ، میانگین زیر قیمت بودن آنها نیز افزایش خواهد یافت . ریسک بازتابی از میزان عدم اطمینان سهام جدید از قیمت گذاری و بازدهی در آینده است . ریتز و لافران به این نتیجه رسیدند ، با آنکه شرایط و خصوصیات سهام جدید با یکدیگر متفاوت است ، ولی این مساله تاثیر بسیار کمی به میزان زیر قیمت بودن سهام جدید ارد .

قبلاً کامبل ، لوتایو ، مالکیل و زو^{۱۱۹} (۲۰۰۱) گزارش کرده بودند که در سه دهه اخیر ، میزان ناپایداری^{۱۲۰} بازدهی سهام طبق اذهان عمومی ، کاهش یافته است . به نظر ریتز و لافران ، یکی از دلایل تغییر میزان زیر قیمت بودن سهام جدید ، افزایش عدم اطمینان سرمایه گذاران از قیمت گذاری سهام است .

ب - فرضیه تغییر انگیزه و اهداف انتشار دهندگان^{۱۲۱}

این فرضیه که توسط جانگویست و ویلهلم^{۱۲۲} (۲۰۰۳) عنوان شده است ، بیان می کند که "پول روی میز"^{۱۲۳} عایدی انتشار دهندگان (از تفاوت میان قیمت عرضه و قیمت پایان اولین روز عرضه ضربدر تعداد سهام فروخته شده به دست می آید) طی دهه های اخیر به میزان زیادی افزایش یافته است و دلیل آن نیز کاهش در میزان

۱۱۸- The Changing risk Composition

۱۱۹- Campbell, Lettau, Malkiel and Xu

۱۲۰- Volatile

۱۲۱- The Changing in incentives and objectives of issuers

۱۲۲- Ljungqvist and Wilhelm

۱۲۳- Money on the table

مالکیت هیات مدیره (CEO)^{۱۲۴} در سهام جدید ، کاهش میزان سهام عرضه شده ثانویه و افزایش میزان تخصیص سهام جدید به دوستان و آشنایان است . بنابراین تغییر در پول روی میز انتشار دهندگان موجب کاهش در میزان انگیزه این موسسات برای چانه زدن به قیمتهای عرضه بالاتر می شود .

ریتز و لافران به این نتیجه رسیدند که میان تغییرات زیر قیمت بودن سهام جدید و فرضیه انگیزه و اهداف انتشار دهندگان رابطه کمی وجود دارد .

همچنین لافران و ریتز در این تحقیق ، فرضیه ای را مطرح کردند که می توان آن را زیر مجموعه ای از تئوری مالکیت قلمداد کرد . آنان این فرضیه را "فرضیه تضاد"^{۱۲۵} نامگذاری کردند . این فرضیه به تضاد منافع میان تصمیم گیرندگان و سهامداران قبل از عرضه سهام جدید اشاره دارد .

تصمیم گیرندگان ، افرادی هستند که تضمین کنندگان فروش اوراق بهادار را تعیین می کنند . اکثر این افراد جزء شرکای یک شرکت "سرمایه گذاری پر مخاطره"^{۱۲۶} هستند که سهام جدید توسط آنها تامین مالی می شود ، همچنین از طرفی جزء مدیران رده بالایی شرکت انتشار دهنده نیز هستند .

فرضیه تضاد اذعان می کند که تصمیم گیرندگان علاقمندند تضمین کنندگانی را استخدام کنند که سابقه شان زیر قیمت پذیره نویسی کردن سهام جدید است . همچنین پرداختهایشان به گونه ای باشد که در طرف دیگر ، تصمیم گیرندگان ، آن را دریافت کنند .

ریتز و لافران از طریق سریهای زمانی و رگرسیون مقطعی فرضیه تضاد را در طی سه دهه اخیر ، آزمون کرده و به این نتیجه رسیدند که این فرضیه به عنوان انگیزه ای برای افزایش زیر قیمت بودن سهام جدید است و وجود آن با گذشت زمان نیز بیشتر احساس خواهد شد.^{۱۲۷}

۱۲۴- Chief executive officer

۱۲۵- The corruption hypothesis

۱۲۶- Venture Capital

۱۲۷-Loughran Time and Ritter Jay , "Why Has IPO Underpricing Changed Overtime?" , Financial Management Vol. ۳۳ , NO. ۳ , ۲۰۰۴ , PP. ۳-۲۴

۹ - بررسی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران توسط عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲)

دکتر حسین عبده تبریزی و دکتر داریوش دموری (۱۳۸۲) ، با مورد مطالعه قرار دادن ۱۰۴ شرکت که طی سالهای ۱۳۷۴-۱۳۶۹ برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله قرار گرفته بودند ، به بررسی عوامل موثر بر میزان بازدهی بلندمدت آنها ، پرداختند.

متغیرهای تحقیق دکتر عبده تبریزی و دکتر دموری ، اندازه شرکت ، حجم معاملات سالانه سهام ، نوع صنعت ، بازده کوتاه مدت حاصل از خرید و فروش سهام شرکتهای تازه وارد است همچنین برای اندازه گیری و تعیین روابط میان متغیرها از روش C.A.R استفاده

شده است . یافته های تحقیق دکتر دموری و دکتر عبده تبریزی به صورت زیر است :

- ۱ - بیشترین بازده کوتاه مدت مربوط به سالهای ۱۳۶۹ و ۱۳۷۰ است .
- ۲ - با طبقه بندی بازده بلندمدت بر مبنای اولیه تعدیل شده سهام جدید ، به این نتیجه رسیدند که بازده های اولیه ، شاخص خوبی برای پیش بینی بازده های بلندمدت نیست ، زیرا صرفنظر از این که بازده کوتاه مدت سهام جدید منفی با مثبت است ، بازده بلندمدت تعدیل شده سهام جدید برای همه طبقات منفی است .
- ۳ - شرکتهای خیلی کوچک و شرکتهای خیلی بزرگ نسبت به سایر شرکتهای ، در بلندمدت عملکرد بهتری دارند .
- ۴ - بین بازده بلندمدت و حجم معامله سهام جدید رابطه ای وجود ندارد .
- ۵ - بازده بلندمدت سهام جدید صنایع بزرگ بیشتر از بازده بلندمدت سهام جدید صنایع کوچک است . یعنی بین بازده بلندمدت و نوع صنعت رابطه مثبت وجود دارد .
- ۶ - در سالهای ۱۳۷۴-۱۳۶۹ به نظر می رسد که "دوره سهام داغ" وجود ندارد .

به طور کلی نتیجه تحقیق نشان داد که بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بازار شاخص بازار و بازده بلندمدت آن کمتر از شاخص کل بازار بورس تهران است. از این نظر می‌توان بیشتر از عملکرد قیمت گذاری سهام شرکت‌های تازه وارد در بورس ایران را مشابه دیگر بازارهای سرمایه در کشورهای مختلف دانست

۱۲۸

خلاصه فصل

این فصل با بررسی نظریات و فرضیات مطرح شده در رابطه با عرضه اولیه سهام آغاز شد. سپس به بررسی تایید و یا رد هر یک از فرضیات یا نظریات پرداخته شد. همانطور که در طول فصل دوم ذکر شده تحقیقات زیادی بر روی بازده حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس کشورهای مختلف دنیا انجام شده است. شواهد و نتایج حاصل از این تحقیقات حاکی از وجود سه پدیده غیر عادی در زمینه سهام جدید تازه پذیرفته شده در بازار بورس می‌باشد. این پدیده عبارتند از:

۱ - عرضه اولیه زیر قیمت سهام شرکت‌های تازه وارد که باعث می‌شود بازده کوتاه مدت این شرکتها بیشتر از بازده کوتاه مدت بازار طی دوره مشابه گردد.

۲ - بازده بلندمدت کمتر سهام شرکت‌های تازه وارد نسبت به بازده بلندمدت سهام شرکت‌های مشابه در بازار

۳ - وجود دوره های مشخص تاثیر گذار بر روی میزان عرضه اولیه سهام و مقدار قیمت گذاری کمتر از واقع شرکتها در بازار

در این فصل به بررسی تحقیقات مهم و صورت گرفته در رابطه با عرضه اولیه زیر قیمت و بازده بلندمدت کمتر نسبت به بازار پرداختیم و سپس با بیان خلاصه ای از ۹ تحقیق صورت گرفته در این زمینه در ایران و سایر کشورها فصل را به پایان رساندیم.

۷۳ - دکتر عبده تبریزی حسین و دموری داریوش ، "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، ۱۳۸۲ ، تحقیقات مالی ، سال پنجم ، شماره ۱۵

به طور کلی نتیجه گرفته شد که عملکرد بلندمدت کمتر از بازار در مورد سهام جدید یکی از معماهای بزرگ مدیریت مالی امروز است. سوال این است که چرا مردم مایل هستند سهام جدید را علیرغم اینکه بازده آن تناسبی با ریسکش ندارد، نگهداری کنند؟ پاسخ این سوال به رفتار غیر منطقی سرمایه گذاران برمی گردد. دو مورد از توضیحات عملکرد بلندمدت پایین تر سهام جدید نسبت به بازار که توسط ولچ (۱۹۹۶) بررسی شده اند، عبارتند از:

۱ - مدیران شرکت زیرک تر از بازار هستند و برای همین در تعیین زمان مناسب برای عرضه سهام جدید خوب عمل می کنند.

۲ - مدیران به طور قانونی درآمدهای شرکت ها را طوری دستکاری می کنند که شرکتها در زمان عرضه سهام جدید دارای بهترین سود شوند.

دلایل دیگری نیز برای عملکرد کمتر سهام جدید در بلندمدت ارائه نشده که هیچ کدام قانع کننده نیست. ایبوتسن (۱۹۷۵) به عملکرد پایین به عنوان یک "راز"^{۱۲۹} اشاره می کند، لافران و ریتر (۱۹۹۵) نیز این پدیده را "معما"^{۱۳۰} می دانند. اسپیس، افلیک و گراوز^{۱۳۱} (۱۹۹۵) به پدیده استمرار قابل ملاحظه عملکرد پایین حتی در سالهای چهارم و پنجم پس از عرضه سهام جدید به عنوان پدیده ای "معماگونه"^{۱۳۲} یاد می کنند.

در انتهای فصل جدولهای توضیحی در رابطه با خلاصه تحقیقات صورت گرفته بنیادین در رابطه با عرضه اولیه سهام به بورس و همچنین تحقیقات صورت گرفته در رابطه با عرضه زیر قیمت و عملکرد کمتر سهام جدید، آورده شده است.

۱۲۸- Mystrey

۱۲۹- Puzzle

۱۳۰- Spiess, Affleck and Graves

۱۳۱- Puzzling

جدول ۱-۲

موضوع مورد مطالعه	نام محققین	سال	نتیجه تحقیق
۱	ریتز	۱۹۹۱	عملکرد بلندمدت سهام جدید کمتر از بازار است . سرمایه گذاران به طور دوره ای خوش بین هستند و شرکتها از دوره های زودگذر فرصت سرمایه گذاری استفاده می کنند . بین اندازه و عمر سهام جدید با بازده بلندمدت رابطه مثبتی وجود دارد ، بین حجم انتشار سالانه سهام جدید با عملکرد بلندمدت آن رابطه منفی وجود دارد .
۲	لیوایز	۱۹۹۳	بازده بلندمدت سهام جدید کمتر از بازار است . سرمایه گذاران به طور دوره ای خوش بین هستند . بین اندازه سهام جدید با عملکرد بلندمدت رابطه مثبت وجود دارد . بین حجم انتشار سالانه سهام جدید با عملکرد بلندمدت آن رابطه ای وجود ندارد .
۳	بیتی و ریتز	۱۹۸۶	بین اندازه شرکت و عرضه اولیه زیر قیمت سهام جدید يك رابطه منفی وجود دارد

جدول ۱-۲ (ادامه)

موضوع مورد مطالعه	نام محققین	سال	نتیجه تحقیق
۴	بنز	۱۹۸۱	بازده شرکتهاي کوچک نسبت به شرکتهاي بزرگ بیشتر است

شركتها			
۵	عملکرد بلندمدت سهام جديد	بودن و ها	۱۹۹۳
			بين اندازه شركت و بازده بلندمدت رابطه مثبت وجود دارد (عكس تحقيق بنز)
۶	عملکرد بلندمدت سهام جديد و سهام معتبر	لافران و ريتز	۱۹۹۵
			عملکرد بلندمدت سهام جديد کمتر از بازار است . عملکرد بلندمدت پايين تر از بازار شرکتهای منتشر کننده سهام در طول زمان تغيير مي کند ، شرکتهای از "دوره های زودگذر فرصت سرمايه گذاري " استفاده مي کنند . مطرح کردن معماي سهام جديد
۷	عملکرد شرکتهای در زمان عرضه سهام جديد	میککلسن و شه	۱۹۹۴
			قيمت سهام جديد در زمان انتشار نشان دهنده ارزش سرمايه اي بهبود هاي عملياتي زودگذر است .
۸	عملکرد بلندمدت سهام جديد و مديریت سود	تئو ، ولچ و ونگ	۱۹۹۸
			بين عملکرد بلندمدت سهام جديد و به کارگيري سيستم تعهدي سود، رابطه منفي وجود دارد .

جدول ۱-۲ (ادامه)

موضوع مورد مطالعه	نام محققين	سال	نتيجه تحقيق
۹	ولچ	۱۹۹۶	مدیران در زمان بندي عرضه سهام جديد خوب عمل مي کنند ، مديران به طور قانوني درآمدهای شرکتهای را در زمان عرضه سهام جديد دستکاري مي کنند
۱۰	بري و	۱۹۹۳	بين اندازه بر بازده بلندمدت و بازده بلندمدت آن رابطه مثبت وجود دارد .

<p>آنها دليل چنين ارتباطي را سطوح بالاي عدم اطمينان نسبت به شرکتهاي کوچک اعلام مي کنند . چون شرکتهاي بزرگ داراي حسن شهرت و اعتبارند ، بازده بلندمدت آنها نسبت به شرکتهاي کوچکتر بيشتر است.</p>		<p>جنينگز</p>	<p>سهام جديد</p>	
--	--	---------------	------------------	--

جدول ۲-۲ - تحقیقات گذشته در رابطه با عملکرد بلندمدت و کوتاه مدت سهام جدید

عملکرد		اندازه نمونه	دوره	مطالعه	کشور
درصد بازده بلندمدت	درصد بازده کوتاه مدت				
-۶/۵	۲۹/۲	۹۳	۱۹۶۶-۱۹۸۷	Finn and Higham (۱۹۸۸)	استرالیا
-۴۷	۷۸/۵	۶۲	-۱۹۹۰ ۱۹۸۰	Aggarwal , Lealand, Hernandez (۱۹۹۳)	برزیل
-۲۳/۷	۱۶/۷	۲۸	-۱۹۹۰ ۱۹۸۲	Aggarwal , Lealand, Hernandez (۱۹۹۳)	شیلی
-۷/۴	۲۱/۵	۹۷	-۱۹۸۷ ۱۹۷۷	Uhlir (۱۹۸۹)	آلمان
-۹/۳	۱۳/۸	۲۱	-۱۹۸۳ ۱۹۷۸	Dawson (۱۹۸۷)	هنگ کنگ
+۱۸/۲	۱۶۶/۷	۲۱	-۱۹۸۳ ۱۹۷۸	Dawson (۱۹۸۷)	مالزی
-۱۹/۶	۲/۸	۴۴	-۱۹۹۰ ۱۹۸۷	Aggarwal , Lealand, Hernandez (۱۹۹۳)	مکزیک
-۲/۷	۳۹/۴	۳۹	-۱۹۸۳ ۱۹۷۸	Dawson (۱۹۸۷)	سنگاپور
-۶/۱	۳۵/۸	۴۲	-۱۹۸۹ ۱۹۸۳	Kunz and Aggawal (۱۹۹۴)	سوئیس
-۲۲/۹۶	۱۴/۳	۷۱۲	-۱۹۸۸ ۱۹۸۰	Levis (۱۹۹۳)	انگلستان
-۲۹/۱	۱۴/۰۶	۱۵۲۶	-۱۹۸۴ ۱۹۷۵	Ritter (۱۹۹۱)	آمریکا
-۱۳/۷	۱۰/۷	۱۵۹۸	-۱۹۸۷ ۱۹۷۷	Aggarwal & Rivoli	آمریکا
-۱۱/۶	۱۰/۹	۴۸۶	-۱۹۷۵ ۱۹۷۲	Reilly (۱۹۹۷)	آمریکا

ایران	حسین عبده تبریزی و داریوش داموری	۱۳۷۴- ۱۳۶۹	۱۰۴	۱/۹۶	-۵/۳۵
-------	----------------------------------	---------------	-----	------	-------

خلاصه تحقیقات قبلی در رابطه با عملکرد کوتاه مدت و بلندمدت سهام جدید همانطوری که می بینید الگویی رفتار بازده کوتاه مدت و بلندمدت در کشورها تقریباً مشابه به هم است .

جدول ۲-۳ - تحقیقات گذشته در رابطه با میزان زیر قیمت بودن سهام جدید

کشور	مطالعه	دوره زمانی	اندازه نمونه	درصد بازده کوتاه مدت
آلمان	Ljungvist (۱۹۹۷)	۱۹۷۰ - ۹۳	۱۸۰	۹/۲
استرالیا	Lee et al. (۱۹۹۴)	۱۹۷۶ - ۸۹	۲۶۶	۱۱/۹
بلژیک	Manigart and Rogiers (۱۹۹۲)	۱۹۸۴ - ۹۰	۲۸	۱۳/۷
کانادا	Jog and Srivastava (۱۹۹۴)	۱۹۷۱ - ۹۲	۲۵۴	۷/۴
کره	Dhatt et al. (۱۹۹۳)	۱۹۸۰ - ۹۰	۳۴۷	۷۸/۱
اسپانیا	Rahnema et al. (۱۹۹۳)	۱۹۸۵ - ۹۰	۸۵	۱۰/۸
اسپانیا	Freixas and Inurrieta (۱۹۹۱)	۱۹۸۶ - ۹۰	۵۸	۲۲/۴
آمریکا	Ibbotson et al. (۱۹۹۴)	۱۹۶۰ - ۹۲	۱۰۶۲۶	۱۵/۳
آمریکا	Ritter (۱۹۸۷)	۱۹۷۷ - ۸۲	۶۶۴	۱۴/۸
آمریکا	Ritter (۱۹۸۷)	۱۹۷۷ - ۸۲	۳۶۴	۴۷/۸
فنلاند	Keloharju (۱۹۹۳)	۱۹۸۴ - ۹۲	۹۱	۱۴/۴
فرانسه	Jacquillat (۱۹۸۶)	۱۹۸۴ - ۹۲	۸۷	۴/۸
انگلستان	Jenkinson and Mayer (۱۹۸۸)	۱۹۸۳ - ۸۶	۱۴۳	۱۰/۷
انگلستان	Jenkinson and Mayer (۱۹۸۸)	۱۹۸۳ - ۸۶	۶۸	۴/۷
انگلستان	Jenkinson and Mayer (۱۹۸۸)	۱۹۸۳ - ۸۶	۲۶	-۲/۲
انگلستان	Jenkinson and Mayer (۱۹۸۸)	۱۹۷۹ - ۸۷	۲۰	۲۲/۲
هنگ کنگ	McGuinness (۱۹۹۲)	۱۹۸۰ - ۹۰	۸۰	۱۷/۶
ایتالیا	Cherubini and Ritter (۱۹۹۲)	۱۹۸۵ - ۹۱	۷۵	۲۹/۷

ژاپن	Jenkinson (۱۹۹۰)	۱۹۸۶ - ۸۸	۴۸	۵۴/۷
------	------------------	-----------	----	------

ادامه جدول ۳-۲- تحقیقات گذشته در رابطه با میزان زیر قیمت بودن سهام جدید

کشور	مطالعه	دوره زمانی	اندازه نمونه	درصد بازده کوتاه مدت
ژاپن	Kanebo and Pettway (۱۹۹۴)	۱۹۸۹ - ۹۳	۳۷	۱۲
ژاپن	Dawson and Hiraki (۱۹۸۵)	۱۹۷۹ - ۸۴	۱۰۶	۵۱/۹
مکزیک	Aggawal et al. (۱۹۹۳)	۱۹۸۷ - ۹۰	۳۷	۳۳
نیوزیلند	Vos and Cheung (۱۹۹۲)	۱۹۷۹ - ۹۱	۱۴۹	۲۸/۸
هلند	Buijs and Eijgenhuijsen (۱۹۹۳)	۱۹۸۲ - ۹۱	۷۲	۷/۴
هلند	Wessels (۱۹۸۹)	۱۹۸۲ - ۸۷	۴۶	۵/۱
پرتغال	Alpao (۱۹۸۹)	۱۹۸۶ - ۸۷	۶۲	۵۴/۴
سنگاپور	Koh and Walter (۱۹۸۹)	۱۹۸۳ - ۸۷	۶۶	۲۷
سوئد	Rydqvist (۱۹۹۳)	۱۹۷۰ - ۹۱	۲۱۳	۳۹
تایلند	Wethyavivirn and Koo- Smith (۱۹۹۱)	۱۹۸۸ - ۸۹	۳۲	۵۸/۱
تایوان	H.L Chen (۱۹۹۲)	۱۹۷۱ - ۹۰	۱۶۸	۴۵
کانادا	Jog and Riding (۱۹۸۷)	۱۹۷۱ - ۸۳	۱۰۰	۱۱
فرانسه	Jenkinson and Mayer (۱۹۸۸)	۱۹۸۶ - ۸۷	۱۱	۲۵/۱
فرانسه	Husson and Jacquillat (۱۹۹۰)	۱۹۸۳ - ۸۶	۱۳۱	۱۴
کره	Kim and Lee (۱۹۹۰)	۱۹۸۴ - ۸۶	۴۱	۳۷
کره	Lrinsky , Kim and Lee (۱۹۹۲)	۱۹۸۵ - ۹۰	۲۷۵	۷۹

جدول ۲-۴- تحقیقات گذشته در رابطه با عملکرد بلندمدت سهام جدید

کشور	مطالعه	دوره	نمونه	دوره بلندمدت	درصد بازدهی
------	--------	------	-------	--------------	-------------

			زمانی		
-۱۲/۱	۳	۱۴۵	۱۹۷۰-۹۰	Ljungqvist (۱۹۹۷)	آلمان
-۳۲/۳	۵	۱۰۵	۱۹۵۶-۶۳	Shaw (۱۹۷۱)	کانادا
+۹۱/۶	۳	۹۹	۱۹۸۵-۸۸	Kim (۱۹۹۵)	کره
-۳۷/۷	۵	۷۰	۱۹۲۳-۲۸	Stigler (۱۹۶۴)	آمریکا
-۳۹	۵	۳۵	۱۹۲۶-۳۳	Simon (۱۹۸۹)	آمریکا
+۶/۲	۵	۲۰	۱۹۳۴-۴۰	Simon (۱۹۸۹)	آمریکا
-۲۵/۱	۵	۴۶	۱۹۴۹-۵۵	Stigler (۱۹۶۴)	آمریکا
+۳۳/۶	۳	۱۴۶	۱۹۶۵-۸۸	Cuasatis (۱۹۹۳)	آمریکا
-۳۳/۳	۶	۳۶۵۶	۱۹۶۷-۸۷	Loughran (۱۹۹۳)	آمریکا
-۳۰	۵	۴۷۵۳	۱۹۷۰-۹۰	Loughran & Ritter (۱۹۹۵)	آمریکا
-۲۹/۱	۳	۱۵۲۶	۱۹۷۵-۸۴	Ritter (۱۹۹۱)	آمریکا
-۲۱/۱	۳	۷۹	۱۹۸۴-۸۹	Keloharju (۱۹۹۳)	فنلاند
-۸/۱	۳	۷۱۲	۱۹۸۰-۸۸	Levis (۱۹۹۳)	انگلستان
-۱۸/۳	۲	۷۲	۱۹۸۰-۹۰	McGuinness (۱۹۹۳)	هنگ کنگ
-۲۷	۳	۱۷۲	۱۹۷۱-۹۰	Cai & Wei (۱۹۹۷)	ژاپن
-۹/۲	۳	۴۵	۱۹۷۶-۸۴	Hin & Mahmood (۱۹۹۳)	سنگاپور
+۱/۲	۳	۱۶۲	۱۹۸۰-۹۰	Loughran (۱۹۹۴)	سوئد
-۶/۱	۳	۳۴	۱۹۸۳-۸۹	Kunz & Aggarwal (۱۹۹۴)	سویس

References:

- 1 - Aggarwal R. and Klappe L., "Ownership Structure and IPO", Georgetown University of Washington D.C. Working Paper, April 2003.
- 2 - Aggarwal R. and Rivoli P., "Fads in the Initial Public Offering?" Financial Management 22, 1990, PP.42-53.
- 3 - Ali A., and Durtschi C., and Lev B., and Trombley M., "Change in Institutional Ownership and Subsequent Earning Announcement Abnormal Returns", University of Arizona Working Paper, June 2002.
- 4 - Alvares Susana, and Gonzalez Victor M., "Long – Run Performance of Initial Public Offering in the Spanish Capital Market", University of Oviedo Working Paper.
- 5 - Barry B. and Robert H. Jennings, "The Opening Price Performance of Initial Public Offering of Common Stock", Journal of financial Management 22, 1993, PP. 54-63.
- 6 - Beatty Randolph p., and Ivo Welch, "Issuer Expenses and Legal liability in Initial Public Offering", Journal of Law and Economics 39, 1996, PP. 545-602.
- 7 - Barry Ch., "Initial Public Offering Under pricing: The Issuer View – A Comment", Journal of Finance 44, 1989, PP- 1099-1103.
- 8 - Baron D., "A Model of The Demand of Investment Banking Advising and distribution Services For New Issuer", Journal of Finance 37, 1982, PP. 955 – 976.
- 9 - Clarck David T., "A Study of the Relationship between Firm Age-at-IPO and Aftermarket Stock Performance", the Leonard N.Sterm School of Business Working Paper, April 2002.
- 10 - Carter Richard B., and Manaster S., "Initial Public Offering and Underwriter Reputation", Journal of Finance 45, 1990, PP. 1045-1068.
- 11 - Foerster Stephen, "IPOS: The Short and Long of What We Know ", Canadian Investment Review, fall 2001.
- 12 - Grinblatt M., and Chuan- Yuan Hwang, "Signaling and the Pricing of New Issuers ", Journal of Finance 44, 1989, PP.393-420.

