



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۶ / شماره ۴ (پیاپی ۶۴) / زمستان ۱۴۰۶
صفحه ۵۰۷ تا ۵۲۹

تأثیر شاخص های کیفی شرکت و کیفیت ذینفعان کوتاه مدت بر روی قیمت گذاری پایین و عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام

سیما پوریامنی

گروه حسابداری، واحد امارات، دانشگاه آزاد اسلامی، دبئی، امارات متحده عربی
s.pouryamani@iau.ac.ir

مازیار قاسمی

گروه مدیریت، موسسه آموزش عالی ادیبان، واحد گرمسار، ایران (نویسنده مسئول)
maziarghasemi@adiban.ac.ir

حمیدرضا کردلویی

گروه مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلامشهر، ایران
Kordlouie@iaui.ac.ir

غلامرضا زمردیان

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی، تهران، ایران
gho.Zomorodain@iauctb.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۷/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۰۸

چکیده

الگوی بازدهی سهام در عرضه‌های اولیه تحت تأثیر ترجیحات زمانی ذینفعان مختلف بازار قرار دارد. موسسان و سرمایه‌گذاران راهبردی با تمرکز بر ثبات بلندمدت، قیمت‌گذاری محافظه‌کارانه را ترجیح می‌دهند تا از نوسانات شدید جلوگیری کرده و رشد تدریجی ارزش سهام را تسهیل کنند. در مقابل، سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت و سفته‌بازان به دنبال بازدهی سریع هستند که می‌تواند به قیمت‌گذاری پایین و جهش قیمتی اولیه منجر شود. این تعارض ترجیحات، الگوی بازدهی را شکل می‌دهد، به طوری که تأکید بر منافع کوتاه‌مدت معمولاً بازدهی اولیه بالایی به همراه دارد. تحقیق حاضر با بررسی ۱۰۳ شرکت بورسی طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ و استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره پانل دیتا نشان داد که شاخص های کیفی شرکت و کیفیت ذی نفعان کوتاه مدت دارای تأثیر معنی دار منفی ای بر روی قیمت گذاری پایین در عرضه اولیه داشته اما دارای تأثیر معنی دار مثبتی بر روی عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام هستند.

واژه‌های کلیدی: شاخص های کیفی شرکت، کیفیت ذینفعان کوتاه مدت، قیمت گذاری پایین، عایدات، عرضه اولیه سهام.

۱- مقدمه

بورس اوراق بهادار به عنوان نماد بازار سرمایه ایران، تاثیر پذیری زیادی از تغییر چرخه های اقتصادی دارد. مدیران سرمایه گذاری و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی که در این بازار به معاملات سهام و سایر دارایی های مالی می پردازند، برای حفظ و افزایش ارزش سبد سرمایه گذاری های خود نیاز به بررسی عوامل مختلف مؤثر بر بازده سرمایه گذاری دارایی های مالی خود تحت شرایط مختلف اقتصادی دارند. در سالهای اخیر شرکتهای بسیاری با انتشار سهام جدید برای اولین بار وارد بورس اوراق بهادار تهران شده اند. از آنجا که منابع در اختیار این شرکتهای برای استفاده از فرصتهای جدید سرمایه گذاری کافی نیست یکی از اهداف اساسی واحدهای اقتصادی برای ورود به بازار سرمایه، تأمین مالی جهت رشد و توسعه و دستیابی به اهداف بلند مدت از پیش تعیین شده است (داتا و همکاران^۱ ۲۰۲۴). در صورتیکه واحد اقتصادی به اندازه کافی بزرگ باشد و سابقه مدونی داشته باشد که نشان دهد آن واحد می تواند روی پای خودش بایستد و قدرت کسب سود و درآمد دارد، عرضه سهام به مراتب ساده تر خواهد بود. علاوه بر آن مجموعه عوامل مدیریت و سیستم اطلاعاتی لازم نیز باید برای تجهیز واحد اقتصادی جهت ورود به بازار سرمایه و اطلاع رسانی به متقاضیان احتمالی خرید سهام وجود داشته باشد (ژانگ و همکاران^۲ ۲۰۲۴). از طرفی در صورتی که بازار سرمایه کارآمد و فعال بوده و دارای مکانیزم مشخص و سازمان یافته ای باشد که بتواند نقدینگی کافی برای سهام عرضه شده را جذب کند، عرضه کنندگان سهام جدید به راحتی می توانند سهام خود را در بورس اوراق بهادار جهت فروش به عامه مردم ارائه دهند؛ این موضوع از آنجا حائز اهمیت است که اگر قیمت سهام بعد از عرضه اولیه افزایش داشته باشد موجب استقبال بیشتر مردم از خرید بعدی سهام شرکت ها می گردد و در غیر اینصورت برنامه های بعدی فروش سهام با شکست مواجه می شود (مولچندانی و همکاران^۳ ۲۰۲۳).

بنابراین در این تحقیق به بررسی تاثیر شاخص های کیفی شرکت و کیفیت ذینفعان کوتاه مدت بر روی قیمت گذاری پایین و عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام پرداخته شده است. این پژوهش با طرح مبانی نظری و پیشینه پژوهش های مرتبط با موضوع و همچنین تبیین روش پژوهش و فرضیه های برگرفته از مسئله و مبانی نظری پژوهش ادامه یافته و سپس به تشریح نتایج آزمون فرضیه ها پرداخته شد و در نهایت نتیجه گیری و پیشنهادها بیان می شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه گذاران برای پردازش اطلاعات، زمان، انرژی و منابع شناختی محدودی دارند. مدل سنتی قیمت گذاری سرمایه که مبتنی بر فرضیه بازار کارآمد است بر این فرض می باشد که اطلاعات مربوط به اوراق بهادار بلافاصله در قیمت ها گنجانده می شوند (فاما^۴، ۱۹۷۰). این مورد همیشه صادق نیست و برخی از سرمایه گذاران ممکن است

1 Datta, S., Gruskin, M., & Iskandar-Datta,

2 Zhang, T., Li, J., & Xu

3 Mulchandani, P., Pandey, R., Debata, B., & Renganathan

4 Fama

دانش محدودی داشته باشند. همگامی سرمایه گذاران خرد با پیشرفت های بازار بسیار دشوار است (گروسمن و استیگلitz^۱، ۱۹۸۰؛ تورسکی و کانمن^۲، ۱۹۷۳).

در دهه گذشته، بدلیل افزایش میزان دسترسی محققان به اطلاعات انجام مطالعاتی بر روی مدل های نظری و تجربی که عرضه اولیه سهام تاکید دارند افزایش یافته است. با این حال بسیاری از دانشگاهیان در تحقیقات خود زمانی که صحبت از چگونگی رفتار سرمایه گذاران در بازار عرضه اولیه سهام در قیاس با سهام های "فصلی" می گردد به طور معناداری دچار اختلاف عقیده می شود (برای مثال، بوهم و چولاک^۳، ۲۰۱۲، دیتز، ملوی و اسپرینا^۴، ۲۰۰۲). از آن جایی که سرمایه گذاران علاوه بر امکان سرمایه گذاری در عرضه اولیه شرکت شماری دیگر از جایگزین ها را پیش رو دارند به احتمال زیاد معاملات شان تحت تاثیر توجه بر ویژگی های عرضه اولیه سهام مربوطه قرار می گیرد که مهمترین فاکتور آن قیمت می باشد.

بر اساس عقاید الیس^۵ (۲۰۰۶)، حجم معاملات بالا زمانی اتفاق می افتد که سهام داران اصلی در عرضه اولیه سهام، پرتفوی های خود را با موقعیت های مطلوب سازگار کرده و به قیمتی که از نظرشان منصفانه است بتوانند سهام خود را بفروش رسانند. با این حال تاثیرات دراز مدت اینکه به قیمتی پایین تر سهام عرضه اولیه گردد و یا بقیمتی دلچسب برای سهامداران بفروش رسد بر بازده آتی سهم تاثیر گذار است. بایلی و همکاران^۶ (۲۰۰۶) و چانگ و همکاران^۷ (۲۰۰۹) استدلال می کنند که بازده عرضه بیشتر در روز اول معاملات به طور مثبت با عملکرد پس از عرضه اولیه سهام در ارتباط است. در مقابل، کریگمن و همکاران^۸ (۱۹۹۹)، هووگ، لوقران، یان و سوچانک^۹ (۲۰۰۱) دریافته اند که کاهش حجم معاملات عرضه اولیه سهام در معاملات اولیه، در مقایسه با حجم معاملات بالاتر پس از یک سال، عملکرد قابل ملاحظه ای را به همراه خواهد داشت. علاوه بر این، عرضه اولیه سهام های دارای قیمت ثابت بر صدور سهام جدید در بازارهای سرمایه در حال ظهور تسلط دارند (لو و یانگ^{۱۰}، ۲۰۱۳). در چنین زمینه ای، سرمایه گذاران خرد که به طور معمول به خوبی مطلع نیستند دوست دارند نقش فعالتری ایفا کنند (چانگ و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۹).

ذی نفعان کوتاه مدت شرکت (از جمله موسسات حسابرسی مستقل، شرکت ها تامین سرمایه و تعهدکنندگان خرید اوراق می باشند تمایل دارند در جهت حفظ حسن شهرت خود در بازار عمل نمایند (کرتو و همکاران^{۱۲}، ۲۰۰۹؛ دیلی و همکاران^{۱۳}، ۲۰۰۳) و از آنجا که مشتریان اصلی آنها شرکت هایی هستند که قصد عرضه اولیه

1 Grossman, S.J. and Stiglitz

2 Tversky, A., & Kahneman

3 Boehme, R. & Colak

4 Diether, K. B., Malloy, C. J. & Scherbina

5 Ellis

6 Bayley, L., Lee, J.P., Walter

7 Chong, F.N., Ahmad, Z. & Ali,

8 Krigman, L., Shaw, H.W., Womack

9 Houge, T., Loughran, T., Yan, X. S. & Suchanek

10 Low, S. W., Yong,

11 Chong, F.N., Ahmad, Z. & Ali

12 Certo, S.T., Holcomb, T.R., Holmes

13 Daily, C.M., Certo, S.T., Dalton, D.R., Roengpitya

دارند هر چقدر که آنان بتوانند این عرضه اولیه را با شرایط مقبول تر و قیمت مناسبتری انجام دهند و هر چه میزان عایدات حاصله از عرضه اولیه سهام بیشتر باشد برای آنان اعتباری بیشتر به همراه خواهد داشت (فنگ و همکاران^۱ ۲۰۲۲). این نگاه گاهی اوقات حتی با دیدگاه سهامداران فعلی - که حاضر هستند به قیمت کمتری سهم کوچکی از سهام خود را در عرضه اولیه عرضه نمایند تا بتوانند از اینکه در آینده صاحب اکثریت سهم یک شرکت سهامی عام بوده و از آن بهره ببرند - متفاوت سازد (جیا و ژانگ^۲، ۲۰۱۴). با این حال چه سهام با حجمی کم و در قیمتی زیر ارزش ذاتی عرضه گردد و چه در قیمتی مناسب و بصورت عرضه در حجم بالای سهم تاثیراتی که بر ریسک آتی (لی و همکاران^۳، ۲۰۰۵؛ راگوززینو^۴، ۲۰۱۶) و همچنین بازده آتی شرکت می‌گذارند همچنان مبهم می‌باشد.

عرضه اولیه سهام به عنوان یکی از مهمترین رویدادهای مالی در چرخه حیات شرکت، همواره با پدیده‌های پیچیده‌ای مانند قیمت‌گذاری پایین و بازده اولیه غیرعادی همراه است. قیمت‌گذاری پایین، که به معنای تعیین قیمت عرضه کمتر از ارزش واقعی سهام در بازار ثانویه است، به عنوان یک پارادوکس مالی، نه تنها سودآوری کوتاه مدت شرکت را کاهش می‌دهد، بلکه ممکن است بازتابی از ناکارایی‌های اطلاعاتی یا استراتژی‌های عمدی ذینفعان باشد. در این میان، شاخصهای کیفی شرکت مانند عمر شرکت، اندازه، ساختار حکمرانی، سطح فناوری، و عملکرد مالی، در کنار کیفیت ذینفعان کوتاه مدت (نظیر مؤسسات تأمین سرمایه، حسابرسان، و مشاوران حقوقی)، نقش تعیین‌کننده‌ای در شکلهی به این پدیده‌ها ایفا میکنند. با این حال، درک دقیق مکانیزم‌های اثرگذاری این عوامل بر قیمت‌گذاری و بازده اولیه، به ویژه در بستر بازارهای نوظهور، هنوز به صورت جامع بررسی نشده است (داتا و همکاران، ۲۰۲۴).

از یکسو، شاخصهای کیفی شرکت، مانند استقلال هیئت مدیره یا تمرکز مالکیت، ممکن است از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی یا بهبود شفافیت گزارشگری، به تعدیل قیمت‌گذاری پایین کمک کنند. از سوی دیگر، کیفیت ذینفعان کوتاه مدت، مانند شهرت مؤسسه تأمین سرمایه یا تخصص صنعتی حسابرس، میتواند با ارسال سیگنال‌های مثبت به بازار، تقاضا برای سهام را افزایش داده و بازده اولیه را تحت تأثیر قرار دهد. با این وجود، تعامل بین این دو دسته عامل (شاخصهای درون سازمانی و برون سازمانی) و تأثیر ترکیبی آنها بر موفقیت عرضه اولیه، به ویژه در شرایطی که ذینفعان با انگیزه‌ها و افق‌های زمانی متفاوت عمل می‌کنند، به صورت یک مسئله پژوهشی حل نشده باقی مانده است (وو و همکاران^۵، ۲۰۲۲).

به علاوه، در بازارهایی مانند بورس تهران، که ویژگی‌های منحصر به فردی نظیر نوسانات بالای سیاسی - اقتصادی، حضور پررنگ سرمایه‌گذاران خرد، و ضعف مکانیزم‌های نظارتی وجود دارد، اثرگذاری این شاخصها ممکن است تشدید یا تعدیل شود. برای مثال، ممکن است کیفیت بالای حسابرسان در کاهش قیمت‌گذاری پایین

1 Feng, G., Tang, B., Wen, J., & Yan

2 Jia, M., Zhang, Z.,

3 Li, M., McInish, T.H., Wongchoti

4 Ragozzino

5 Wu, X., Zhang, B., Fu, J., & Liu

نقش ایفا کند، اما حضور پررنگ مالکان نهادی با اهداف کوتاه مدت، این اثر را خنثی نماید. این پیچیدگی ها لزوم بررسی همزمان شاخص های کیفی شرکت و کیفیت ذینفعان کوتاه مدت را به عنوان دو بال مؤثر بر تصمیمات قیمت گذاری و بازدهی اولیه پررنگ میکند. اهمیت این پژوهش نه تنها در پر کردن خلأ نظری درباره تعامل عوامل درونی و بیرونی مؤثر بر عرضه های اولیه است، بلکه در ارائه راهکارهای عملی به شرکتهای عرضه کننده، سرمایه گذاران، و مقررات گذاران برای بهبود کارایی بازار سرمایه نیز نمایان می شود. سؤال اصلی این است: شاخص های کیفی شرکت و کیفیت ذینفعان کوتاه مدت چگونه و با چه مکانیزمی بر قیمت گذاری پایین و بازده اولیه سهام در عرضه های اولیه تأثیر میگذارد؟ پاسخ به این سؤال، درک بهتری از نقش متغیرهای غیرمالی در موفقیت عرضه های اولیه ارائه داده و مسیر را برای طراحی مدل های قیمت گذاری واقع بینانه تر هموار می سازد (ژانگ و همکاران^۱ ۲۰۲۴). بنابراین در این تحقیق به بررسی تأثیر شاخص های کیفی شرکت و کیفیت ذینفعان کوتاه مدت بر روی قیمت گذاری پایین و عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام پرداخته شده است.

پیشینه پژوهش

داتا و همکاران^۲ ۲۰۲۴ به بررسی گواهی حسابرس و عملکرد بلندمدت سهام عرضه اولیه پرداختند. این مطالعه رابطه مثبت معناداری را بین حسابرسان با کیفیت بالا و عملکرد بلندمدت سهام پس از عرضه اولیه سهام نشان می دهد. عرضه های اولیه مرتبط با حسابرسان با رتبه بالا از کیفیت اطلاعات برتر صرف نظر از رتبه پذیره نویسی بهره می برند که در عملکرد قابل توجهی بهتر از سهام پس از عرضه اولیه سهام نشان می دهد. اثر گواهی حسابرس قوی است و بیشتر از اثر گواهی پذیره نویس باقی می ماند. عرضه های اولیه، صرف نظر از رتبه پذیره نویس، به طور قابل توجهی از اثر شهرت حسابرس سود می برند.

ژانگ و همکاران^۳ ۲۰۲۴ به بررسی معاملات سفته بازانه، بازده سهام و ناهنجاری های قیمت گذاری دارایی در عرضه ها اولیه سهام پرداختند. نتایج نشان داد که معاملات سفته بازی به طور مؤثر بازتاب ناهنجاری قیمت گذاری است و به طور معناداری و منفی بازده های آتی را پیش بینی می کند. مهمتر از آن، معاملات سفته بازانه حاوی اطلاعات افزایشی نسبت به سایر پروکسی های معاملاتی سفته بازی است. با استفاده از معاملات سفته بازی، متوجه شدند که معاملات سفته بازی نقش کلیدی در توضیح و هدایت بازده غیرعادی در بازار چین ایفا می کند.

مولچندانی و همکاران^۴ ۲۰۲۳ به بررسی توجه سرمایه گذار و بازده سهام عرضه اولیه: شواهد از بازارهای هند پرداختند. نتایج نشان می دهد که عملکرد ضعیف بلندمدت توسط شرکتهای عرضه اولیه مطلق نیست، بلکه مختص نمونه و روش مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل است. همچنین نشان می دهد که عملکرد ضعیف در سال های با حجم عرضه اولیه بالا شایع است. نتایج رگرسیون برای شرکتهای عرضه اولیه به عنوان پرتفوی در چارچوب قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، عملکرد ضعیف بلندمدتی را نشان نمی دهد. تجزیه و تحلیل در

1 Zhang, T., Li, J., & Xu

2 Datta, S., Gruskin, M., & Iskandar-Datta,

3 Zhang, T., Li, J., & Xu

4 Mulchandani, P., Pandey, R., Debata, B., & Renganathan

چارچوب پنج عاملی معقول بودن سرمایه‌گذاری بالاتر توسط شرکت‌های عرضه اولیه را نشان می‌دهد که منجر به بازده بازار کمتر می‌شود.

فنگ و همکاران^۱ ۲۰۲۲ به بررسی تأثیر احساسات مدیران بر عملکرد سهام در طول عرضه اولیه سهام پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که هرچه احساسات منفی بیشتر توسط مدیران بیان شود، بازده کوتاه‌مدت سهام پس از عرضه اولیه سهام پایین‌تر است و این یافته برای شرکت‌هایی با افشای اطلاعات محدود قوی‌تر است.

وو و همکاران^۲ ۲۰۲۲ به بررسی تأمین مالی بیش از حد عرضه اولیه و ریسک سقوط قیمت سهام: شواهدی از چین پرداختند. آنها یک رابطه مثبت معنادار بین تأمین مالی بیش از حد عرضه اولیه و ریسک سقوط پیدا کردند. این یافته پس از یک سری بررسی‌ها از جمله گنجاندن برخی از متغیرهای حذف شده، مانند پیش بینی طولانی‌تر، و سایر معیارهای ریسک سقوط، برقرار است. تحلیل‌های بیشتر نشان می‌دهد که تأثیر تأمین مالی بیش از حد عرضه اولیه بر ریسک سقوط در شرکت‌های با ارزش پایین‌تر بارزتر است. علاوه بر این، دریافتند که تأمین مالی بیش از حد عرضه اولیه بر ریسک سقوط از طریق اثر سرمایه‌گذاری بیش از حد تأثیر می‌گذارد.

دومروننگ و همکاران^۳ ۲۰۲۰ به بررسی اینکه آیا سرمایه‌گذاران نهادی بازده سهام را تثبیت می‌کنند؟ شواهدی از بازارهای در حال ظهور عرضه اولیه پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که مالکیت نهادی با نوسانات اولیه بازده سهام ارتباط منفی دارد. این امر اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی را در حفظ ثبات در بازارهای سهام در حال ظهور برجسته می‌کند. علاوه بر این، مشخص شد که مالکیت نهادی و زیر قیمت گذاری همبستگی منفی دارند. دونگ و همکاران(۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی واگرایی نظرات و عملکرد طولانی مدت عرضه اولیه پرداختند. طبق شواهد عرضه اولیه سهام دارای اختلاف نظر بالا نیز بازده روز اول کمتری، اما این ارتباط باتوجه به میزان فروش بیش از حد تضعیف می‌شود. این یافته نشان می‌دهد که اصلاح ارزش گذاری بیش از حد اولیه ابتدا کمی پس از عرضه آغاز می‌شود، اما اصلاح اولیه در اثر تقاضای سرمایه‌گذار در زمان عرضه کاهش می‌یابد.

ژاو و همکاران(۲۰۱۸)، به بررسی توجه سرمایه‌گذار و عملکرد شرکت‌های عرضه اولیه سهام: بر اساس شواهدی از جستجوهای آنلاین پرداخته شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که بین توجه غیر عادی سرمایه‌گذاران و بازده روز اول عرضه اولیه سهام عام رابطه مثبتی وجود دارد و این مورد به نوبه خود نشان می‌دهد که هرچه میزان توجه غیر عادی سرمایه‌گذاران قبل از عرضه اولیه سهام عام بیشتر باشد میزان بازده عرضه اولیه سهام عام در روز اول افزایش خواهد یافت. با این حال، یافته‌ها نشان می‌دهد که بین عملکرد کمتر از حد بلندمدت عرضه اولیه سهام عام و توجه غیر عادی سرمایه‌گذاران رابطه‌ی معنادار ضعیفی وجود دارد.

چانگ و همکاران^۴ ۲۰۱۷ به بررسی احساسات سرمایه‌گذاران فردی و بازده سهام عرضه اولیه: شواهدی از بازار سهام کره پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذاران فردی قبل از بازار می‌تواند تا حد زیادی بازده سهام عرضه اولیه را توضیح دهد. علاوه بر این، احساسات قبل از بازار و به دنبال آن احساسات پس از فروش

1 Feng, G., Tang, B., Wen, J., & Yan

2 Wu, X., Zhang, B., Fu, J., & Liu

3 Dumrongwong

4 Chung, C. Y., Kim, J., & Park

می تواند دلیل عملکرد ضعیف سهام عرضه اولیه باشد. با این وجود، به نظر می رسد که تأثیر احساسات سرمایه گذاران فردی بر بازده سهام عرضه اولیه یک پدیده کوتاه مدت است، زیرا بازده اولیه بالا و عملکرد ضعیف متعاقب آن در اولین ماه پس از عرضه اولیه مشهودتر است.

بازت و همکاران (۲۰۱۷)، به بررسی ویژگی های هیئت مدیره و مقدار سرمایه جمع اوری شده در بازار عرضه اولیه مالزی پرداخته است. نتایج بدست آمده با استفاده از تکنیک حداقل مربعات جزئی نشان داد که هیئت مدیره ارتباط معنی دار و مثبتی با میزان سرمایه افزایش یافته دارد در حالی که رابطه بین اندازه هیئت مدیره با میزان سرمایه افزایش یافته بسیار ضعیف است. با این حال، نتایج نشان می دهد که غیر خانوادگی بودن هیئت مدیره مشخصات دیگر هیئت مدیره از جمله اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت و دوگانگی مدیر عامل با میزان سرمایه افزایش یافته رابطه معناداری دارد.

سرهنگی و همکاران ۱۴۰۳ به بررسی پایداری تأثیر زمانبندی بازار بر ساختار سرمایه شرکتها در عرضه سهام در بازار اولیه پرداختند. نتایج نشان میدهد که میزان افزایش سرمایه با بازدهی غیر نرمال تجمعی قبل از افزایش سرمایه رابطه ی مثبت و معنادار و با بازده غیر تر مال تجمعی بعد از افزایش سرمایه رابطه ی منفی و معنادار دارد و همچنین شرکتهایی که در تاریخ افزایش سرمایه به طور هم زمان با بازدهی غیر نرمال تجمعی مثبت قبل از افزایش و بازدهی غیر نرمال تجمعی منفی بعد از افزایش روبه رو میشوند بازخورد بهتری کسب می کنند.

حیدری و همکاران ۱۴۰۲ به بررسی تأثیر عرضه عمومی و اولیه سهام بر عملکرد مالی شرکتها پرداختند. با استفاده از نتایج به دست آمده می توان اظهار نمود که عرضه عمومی تأثیر منفی اما غیر معنی دار بر نسبت سود خالص به کل داراییها دارد به طوری که با افزایش هر واحد در عرضه عمومی، نسبت سود خالص به کل داراییها به اندازه ۰.۰۲۳- واحد کاهش می یابد و با توجه به اینکه احتمال این متغیر بزرگ تر از ۰.۰۵ است بنابراین عرضه عمومی تأثیر معنی دار بر نسبت سود خالص به کل داراییها ندارد؛ اما متغیر لگاریتم خالص درآمدها تأثیر مثبت معنی دار بر نسبت سود خالص به کل داراییها دارد. در حالت کلی نتایج نشان دهنده تأثیر منفی عرضه عمومی بر عملکرد مالی شرکتها می باشد.

سبزه ئی و همکاران ۱۴۰۲ به بررسی رابطه بین کیفیت شرکت با بازدهی کوتاه مدت و بلند مدت سهام بعد از عرضه اولیه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که بین بازدهی سهام شرکتها در طول زمان کوتاه بعد از عرضه اولیه و در دوره زمان بلند مدت رابطه معناداری وجود دارد؛ و بین کیفیت بالا (نسبت مالکانه، سرمایه شرکت، سود شرکت)، شرکتها و بازدهی بلند مدت آنها رابطه معناداری وجود دارد.

پناهی ۱۴۰۱ به بررسی تأثیر مدیریت سود بر نسبت های عملکرد عملیاتی با تأکید بر عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج نشان داد که عرضه عمومی تأثیر منفی معنی دار بر نسبت سود خالص به کل داراییها دارد.

فتح علیان و همکاران ۱۳۹۹ به پیش بینی قیمت سهام عرضه اولیه با استفاده از شبکه عصبی مبتنی بر الگوریتم ژنتیک و مقایسه قیمت پیشنهادی مدل با Op پرداختند. نتایج نشان داد: مدل پیش بینی شده پژوهش جهت قیمت- گذاری سهام عرضه اولیه، مدل مطلوب و بهینه ای است. همچنین مقایسه قیمت پیشنهادی مدل با op نیز نشان داد: قیمت پیش بینی شده مدل در عین نزدیکی به op، ضمن افزایش نسبی قیمت می تواند انتظارات سرمایه گذاران و صاحبان شرکتها در قیمت گذاری مناسب سهام عرضه اولیه را برآورده نماید.

فخاری و سرخی (۱۳۹۸)، به بررسی اثر سهامداران نهادی بر میزان کم قیمت گذاری شرکت های عرضه اولیه پرداختند. یافته های آنها نشان می دهد سهامداران نهادی بر کم قیمت گذاری شرکت های عرضه اولیه اثر منفی و معناداری دارد.

عبد معظم و همکاران (۱۳۹۷)، به بررسی تاثیر پیش بینی سودهای مدیریتی بر عملکرد بلندمدت عرضه عمومی اولیه پرداختند. یافته های تحقیق نشان میدهد که پیش بینی سود و خطای پیش بینی سود بر عملکرد بلند مدت عرضه عمومی اولیه تاثیر معناداری وجود ندارد.

نحوی زاده و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی بازده بازار قبل از عرضه اولیه سهام و تاثیر آن بر بازده عرضه اولیه سهام پرداختند. نتایج رگرسیون نشان داد که بازده بازار قبل از عرضه اولیه سهام بر بازده عرضه اولیه سهام تاثیر گذار نمی باشد.

کریمی و همکاران (۱۳۹۵)، به بررسی تفاوت بازده عرضه اولیه و بازده صنعت در دوره های کوتاه مدت پرداختند. یافته ها نشان می دهد بین بازده عرضه اولیه و بازده صنعت در فاصله یک ماه از عرضه سهام، تفاوت معناداری وجود دارد، بدین دلیل که قیمت گذاری سهام در عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، کمتر از ارزش ذاتی آن انجام می شود و این مساله منجر به بازده غیرعادی در کوتاه مدت می شود و موجب می گردد میانگین بازده سهامی که برای اولین بار عرضه شده است بیشتر از میانگین بازده در صنعت مورد نظر در همان دوره باشد.

۴- فرضیه های پژوهش

- ۱) شاخص های کیفی شرکت دارای تاثیر معنی دار منفی ای بر روی قیمت گذاری پایین در عرضه اولیه سهام دارند.
- ۲) شاخص های کیفی شرکت دارای تاثیر معنی دار مثبتی بر روی عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام است.
- ۳) کیفیت ذی نفعان کوتاه مدت دارای تاثیر معنی دار مثبتی بر روی عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام است.
- ۴) کیفیت ذی نفعان کوتاه مدت دارای تاثیر معنی دار منفی بر روی قیمت گذاری پایین سهام در عرضه اولیه سهام است.

۵- روش پژوهش

با توجه به تقسیم‌بندی علمی از نظر هدف این پژوهش، از نوع پژوهش کاربردی و از آنجا که موضوع این پژوهش تاثیر شاخص های کیفی شرکت و کیفیت ذینفعان کوتاه مدت بر روی قیمت گذاری پایین و عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام است، لذا می توان این پژوهش را در زمره پژوهش های توصیفی قرارداد. از نظر تئوریک جزء پژوهش های اثباتی و از منظر استدلال نیز جزء قیاسی- استقرایی است. همچنین، روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی می باشد، بدین معنی که پژوهش بر اساس اطلاعات گذشته انجام می شود. اطلاعات مورد استفاده در این پژوهش از صورت های مالی و یادداشت های پیوست صورت های مالی و همچنین از اطلاعات اولیه تابلوی بورس (گردآوری شده در نرم افزار ره آورد نوین) استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. که شامل ۶۸۶ شرکت می باشد.

نمونه گیری با استفاده از روش غربالگری صورت گرفت بدین صورت که شرکتهایی که حائز شرایط حضور در نمونه باشند به عنوان نمونه برگزیده شدند و در صورت نداشتن شرایط از نمونه کنار گذاشته خواهند شد. نمونه آماری می بایست شرایط زیر را دارا باشد :

(۱) قبل از سال ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

(۲) اطلاعات مورد نیاز برای انجام این پژوهش را افشا نموده باشند.

و در نهایت با توجه به شرایط در نظر گرفته شده تعداد ۱۰۳ شرکت به عنوان نمونه آماری برگزیده شدند.

۱-۵- مدل و متغیرهای پژوهش

شاخص های کیفی شرکت دارای تاثیر معنی دار منفی ای بر روی قیمت گذاری پایین در عرضه اولیه سهام دارند .

$$\text{underpricing} = \beta_0 + \beta_1 \text{firm age}_{it} + \beta_2 \text{firm size}_{it} + \beta_3 \text{leverage}_{it} + \beta_4 \text{pre issue performance}_{it} + \beta_5 \text{board independence}_{it} + \beta_6 \text{high tech firm}_{it} + \beta_7 \text{CFO}_{it} + \beta_8 \text{CASH}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته

قیمت گذاری پایین (underpricing): بازده روز اولیه یا قیمت گذاری پایین به صورت زیر و با استفاده از دو روش محاسبه می گردد که در پژوهش های مختلفی از جمله چان و همکاران (۲۰۰۴)، چن و همکاران (۲۰۱۵) و لی و همکاران (۲۰۱۹) مورد استفاده قرار گرفته است. به این ترتیب داریم:

$$\text{Under}P_{it} = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

در فرمول های بالا داریم:

$\text{Under}P_{it}$: قیمت گذاری پایین عرضه اولیه عمومی

P_1 : قیمت بازار سهام روز اول

P_0 : قیمت انتشار عرضه اولیه

متغیر مستقل

کیفیت علامت دهی

برای اندازه‌گیری کیفیت علامت دهی از شاخص‌های زیر استفاده شده است:

- عمر شرکت (firm age): برابر است با لگاریتم تعداد سال‌های پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران
- اندازه شرکت (firm size): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت
- اهرم مالی (leverage): برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت
- عملکرد (pre issue performance): برابر است با نسبت بازده دارایی‌ها یا همان سود خالص به کل دارایی‌های شرکت
- استقلال هیئت مدیره (board independence): برابر است با نسبت مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره شرکت
- شرکت دارای فناوری بالا (high tech firm): متغیر دوگانه که اگر شرکت در گروه شرکت‌های دارای فناوری پیشرفته باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

متغیر کنترلی

CFO = وجه نقد حاصل شده از عملیات تقسیم بر کل داراییها

CASH = وجه نقد شرکت تقسیم بر کل داراییها

شاخص‌های کیفی شرکت دارای تاثیر معنی‌دار مثبتی بر روی عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام است.

$$IPO\ Proceeds = \beta_0 + \beta_1 firm\ age_{it} + \beta_2 firm\ size_{it} + \beta_3 leverage_{it} + \beta_4 pre\ issue\ performance_{it} + \beta_5 board\ independence_{it} + \beta_6 high\ tech\ firm_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته

بازدهی عرضه اولیه عمومی (IPO Proceeds): برای اندازه‌گیری بازده غیرعادی اولیه معمولاً از روش شناختی استاندارد از جمله روش پژوهش آگاروال و همکاران (۱۹۹۳)، کولی و سورت (۲۰۰۱) و چان و همکاران (۲۰۰۴) استفاده می‌شود که به شرح ذیل است:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i0}}{P_{i0}}$$

که در رابطه فوق:

 R_{it} : بازده سهم i در زمان t P_{it} : قیمت معاملاتی سهم i در زمان t P_{i0} : قیمت عرضه اولیه سهم i در تابلو بورس اوراق بهادار

بازده کوتاه مدت پرتفوی بازار هم در مقاطع زمانی متناظر به شرح رابطه ذیل محاسبه می‌شود:

$$R_{mt} = \frac{M_t - M_0}{M_0}$$

که در رابطه فوق:

R_{mt} : بازده پرتفوی بازار در زمان t

M_t : شاخص کل بازار در زمان t

M_0 : شاخص کل بازار در زمان عرضه اولیه سهم i در تابلو بورس اوراق بهادار

با در نظر گرفتن روابط فوق، بازده کوتاه مدت تعدیل شده یا بازده غیرعادی اولیه برای دوره زمانی یک ماهه اول از عرضه اولیه از طریق رابطه زیر محاسبه می شود:

$$MAAR_{it} = R_{it} - R_{mt} = 100 \times \left\{ \frac{1 + R_{it}}{1 + R_{mt}} \right\} - 1$$

که در رابطه فوق:

$MAAR_{it}$: بازده کوتاه مدت تعدیل شده (بازده غیرعادی اولیه) سهم i در زمان t بعد از عرضه

R_{it} : بازده کوتاه مدت (تعدیل نشده) سهم i در زمان t

R_{mt} : بازده پرتفوی بازار (شاخص کل بازار) در زمان t بعد از عرضه اولیه سهم i

متغیر مستقل

همانند فرضیه اول می باشد.

کیفیت ذی نفعان کوتاه مدت دارای تأثیر معنی دار مثبتی بر روی عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام است.

$$IPO\ Proceeds = \beta_0 + \beta_1 \text{underwriter reputation}_{it} + \beta_2 \text{Audit quality}_{it} + \beta_3 \text{Auditor size}_{it} + \beta_4 \text{Audit tenure}_{it} + \beta_5 \text{Auditor's expertise}_{it} + \beta_6 \text{Audit fee}_{it} + \beta_7 \text{CFO}_{it} + \beta_8 \text{CASH}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر مستقل

ذینفعان کوتاه مدت

برای اندازه گیری ذینفعان کوتاه مدت از مجموع شاخص های زیرمیتوان استفاده شده است:

شرکت تامین سرمایه:

منطقاً بر اساس گزارش و توجیهات ارائه شده از طرف شرکت تامین سرمایه خریداران، متعهد خرید و شرکت بورس قیمت گذاری انجام شده را می پذیرند و لذا تعهد خرید یک موفقیت برای شرکت تامین سرمایه محسوب می گردد لذا یک گروه از شاخص های کیفیت شرکت های تامین سرمایه مربوط به تعهد خرید در عرضه اولیه است.

➤ تعهد خرید (underwriter reputation):

- متغیر دوگانه که اگر شرکت دارای تعهد خرید سهام باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می شود.

• اعمال تعهد خرید بدین معنی که اگر کل سهام عرضه شده خریداری نگردد و متعهد ناچار به خرید تعهدی گردد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.
گروه دوم شاخص‌هایی که کیفیت شرکت تامین سرمایه را می‌توانند نشان دهند پراکسی قیمتی می‌باشند. هر چه که نشان دهنده عایدات حداکثری برای سهامداران در عرضه اولیه باشد می‌تواند نشان بهتری از عرضه اولیه محسوب گردد.

- در صورتی که افزایش قیمت سهام در یک ماه اول کمتر از ۵ درصد باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر انتخاب می‌گردد.
- در صورتی که متوسط قیمت عرضه اولیه کمتر از ۵ درصد نسبت به قیمت کف عرضه بالاتر باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر انتخاب گردد.
- در صورتی که قیمت سهام شرکت در تاریخ یکماه پس از عرضه اولیه کاهش داشت عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر منظور گردد.

➤ شهرت حسابرس (auditor reputation):

(۱) کیفیت موسسه حسابرسی: (اگر مفید راهبر یا سازمان حسابرسی باشد برابر با ۱ و در غیر اینصورت برابر با ۰ خواهد بود) (Audit quality)

(۲) اندازه موسسه حسابرسی: متغیر دوگانه که وقتی موسسه حسابرسی دارای تعداد شرکای معتمد بالاتر از متوسط سایر موسسات مورد تایید سازمان باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر. (Auditor size)

(۳) دوره تصدی حسابرس: متغیر دوگانه که وقتی موسسه حسابرسی صرفاً حسابرس آخرین صورت مالی شرکت قبل از عرضه اولیه باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر انتخاب می‌گردد. (Audit tenure)

(۴) تخصص صنعت حسابرس: توسط رویکرد سهم بازار اندازه گیری میشود. در این روش هر چه سهم بازار حسابرس بیشتر باشد، تخصص موسسه حسابرسی در آن صنعت بیشتر است. سهم بازار برابر است با مجموع داراییهای تمام صاحبکاران یک موسسه حسابرسی در صنعت خاص به مجموع داراییهای تمام صاحبکاران در این صنعت. (Auditor's expertise)

(۵)

$$\text{مجموع داراییهای هر موسسه حسابرسی در صنعت خاص} \\ \text{مجموع داراییها تمام صاحبکاران در این صنعت} = \text{حسابرس بازرسان سهم} \\ \text{موسساتی به عنوان متخصص صنعت در نظر گرفته شده اند که سهم بازارشان بیش از } * \frac{1}{2} \\ \left\{ \frac{1}{\text{تمام شرکتهای موجود در یک صنعت}} \right\} \text{ می باشد (پالمروس، ۱۹۸۶).}$$

پس از محاسبه سهم بازار یک مؤسسه حسابرسی، اگر مقدار به دست آمده از مقدار معادله فوق بیشتر باشد، مؤسسه حسابرسی در آن صنعت متخصص است. اگر حسابرس متخصص صنعت باشد، عدد یک و در غیر این صورت برابر صفر فرض میشود (ریچلت و وانگ، ۲۰۰۹)

حق الزحمه حسابرسی: برابر است با لگاریتم میزان وجه پرداختی بابت خدمت حسابرسی انجام شده در شرکت صاحبکار که از بخش هزینه های عمومی و اداری در قسمت یادداشت های پیوست صورتهای مالی استخراج شده است. (پایدارمنش و همکاران، ۱۳۹۵) (Audit fee)

کیفیت ذی نفعان کوتاه مدت دارای تاثیر معنی دار منفی بر روی قیمت گذاری پایین سهام در عرضه اولیه سهام است.

$$\text{underpricing} = \beta_0 + \beta_1 \text{underwriter reputation}_{it} + \beta_2 \text{Audit quality}_{it} + \beta_3 \text{Auditor size}_{it} + \beta_4 \text{Audit tenure}_{it} + \beta_5 \text{Auditor's expertise}_{it} + \beta_6 \text{Audit fee}_{it} + \beta_7 \text{CFO}_{it} + \beta_8 \text{CASH}_{it} + \varepsilon_{it}$$

۶- یافته های پژوهش

انجام آزمون فرضیه ها، مستلزم برقراری فرض های مانا بودن متغیرهای تحقیق، همسانی واریانس و عدم خود همبستگی است. زیرا در صورت عدم برقراری، نتایج بدست آمده قابلیت اتکا ندارند و این امر موجب استنتاج های غلط می شود. پس از اطمینان از برقراری فروض رگرسیون به آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته شده است.

نتایج آزمون مانایی متغیرها

احتمال	آماره	علامت اختصاری	احتمال	آماره	علامت اختصاری
۰.۰۰۰	۲۷۰.۶۹۲	CASH	۰.۰۰۰	۲۷۶.۵۵۷	underpricing
۰.۰۰۰	۲۸۰.۳۳۲	IPO Proceeds	۰.۰۰۰	۲۶۵.۳۶۵	firm age
۰.۰۰۰	۲۷۷.۸۵۲	underwriter reputation	۰.۰۰۰	۲۵۹.۸۳۵	firm size
۰.۰۰۰	۴۴۱.۷۴۱	Audit quality	۰.۰۰۰	۲۹۵.۳۸۴	leverage
۰.۰۰۰	۲۶۵.۶۱۶	high tech firm	۰.۰۰۰	۶۵۶.۶۵۲	pre issue performance
۰.۰۰۰	۲۴۱.۳۶۲	CFO	۰.۰۰۰	۳۶۲.۰۱۲	board independence
۰.۰۰۰	۲۶۴.۴۴۱	Auditor's expertise	۰.۰۰۰	۲۱۴.۳۰۵	Auditor size
۰.۰۰۰	۲۷۰.۳۰۷	Audit fee	۰.۰۰۰	۲۱۹.۳۲۴	Audit tenure

همان طور که در جدول بالا نمایان است کلیه متغیرهای تحقیق در آزمون ریشه واحد کوچک تر از ۰/۰۵ است که نشان دهنده این است که متغیرها مانا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن نتایج کاذب نمی شود.

نتایج آزمون عامل افزایش واریانس

(مدل ۲)		(مدل ۱)	
مقدار VIF	نماد متغیر	مقدار VIF	نماد متغیر
۱.۳۲۱۳۳۳	underwriter reputation	۱.۱۰۴۴۸۲	firm age
۱.۰۱۹۶۱۷	Audit quality	۱.۱۱۶۶۰۱	firm size
۱.۰۳۷۱۵۸	Auditor size	۱.۹۹۸۰۶۰	leverage
۱.۰۳۳۶۱۴	Audit tenure	۱.۸۵۴۱۲۳	pre issue performance
۱.۱۷۶۷۲۹	Auditor's expertise	۱.۱۵۰۹۶۲	board independence
۲.۰۶۵۴۸۰	Audit fee	۱.۴۸۵۲۹۵	high tech firm
۱.۰۲۷۷۷۳	CFO	۱.۰۴۱۷۷۱	CFO
۱.۱۲۰۱۰۷	CASH	۱.۱۵۲۴۹۴	CASH

همانطور که در جدول بالا نتایج ارائه شده است برای کلیه متغیرها مقادیر بدست آمده زیر ۵ هستند بنابراین هم خطی بین متغیرها وجود ندارد و تخمین رگرسیون به‌دست‌آمده معتبر است.

نتایج آزمون ناهمسانی واریانس‌ها

نتیجه	p-value	مقدار آماره	مدل
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰.۳۴۲۶	۱.۳۶۸	مدل ۱
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰.۷۸۶۴	۰.۴۸۵	مدل ۲
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰.۳۴۳۰	۱.۳۶۲	مدل ۳
عدم وجود ناهمسانی واریانس	۰.۳۵۱۲	۱.۳۵۰	مدل ۴

در ادامه جهت پرهیز از نادیده گرفتن نقض فرض همسانی واریانس و رخداد نتایج کاذب ممکن در روند تخمین، لازم است که از روش مناسب برای تشخیص وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس با آزمون معتبر استفاده شود. برای این منظور از آزمون براش-پاگان با فرض صفر مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس جملات باقی مانده استفاده شد.

نتایج به دست آمده از این آزمون که در جدول زیر منعکس شده حاکی از تایید فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها برای مدل است، لذا در مدل مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد ($p > 0.05$).

آزمون فرضیه‌ها

فرضیه‌های پژوهش

یافته های پژوهش نشان می دهد که شاخص های کیفی شرکت مانند عمر طولانی، اندازه بزرگ، اهرم مالی، عملکرد قوی، استقلال هیئت مدیره و فناوری بالا، تأثیر منفی و معناداری بر قیمت گذاری پایین در عرضه های اولیه سهام دارند. این شاخصها از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش شفافیت و بهبود اعتماد سرمایه گذاران، اختلاف بین قیمت عرضه اولیه و قیمت روز اول معاملات را کاهش می دهند. شرکتهای قدیمی تر با سابقه عملیاتی پایدار و شرکتهای بزرگتر با ساختارهای حرفه ای و گزارشگری شفاف، ریسک درک شده را کم کرده و نیاز به تخفیف قیمتی را می کاهند. اهرم مالی با ایجاد رویکرد محافظه کارانه در قیمت گذاری و عملکرد مالی قوی با جذب سرمایه گذاران به ارزش واقعی سهام، اثر مشابهی دارند. استقلال هیئت مدیره با کاهش تضاد منافع و شرکتهای فناوری محور با ارائه راهبردهای روشن رشد آتی، عدم اطمینان را کاهش میدهند. این یافته ها برای شرکتهای در طراحی استراتژی های عرضه اولیه و نهادهای ناظر در تدوین قوانین شفافیت و حاکمیت شرکتی حائز اهمیت است.

نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
firm age	-۰.۵۱۲۵۳۲	۰.۰۳۳۷۹۶	-۱۵.۱۶۵۴۵	۰.۰۰۰۰
firm size	-۰.۵۶۹۴۰۶	۰.۰۳۴۴۱۹	-۱۶.۵۴۳۵۳	۰.۰۰۰۰
leverage	-۰.۰۱۱۵۴۸	۰.۰۰۲۸۳۶	-۴.۰۷۱۳۴۸	۰.۰۰۰۱
pre issue performance	-۰.۰۴۲۰۱	۰.۰۰۹۱۳	-۴.۶۰۱۵	۰.۰۰۰۰
board independence	-۰.۰۰۶۳۶۱	۰.۰۰۲۰۲	-۳.۱۴۹۵۲۷	۰.۰۰۱۷
high tech firm	-۰.۳۰۴۰۳	۰.۰۱۵۹۸۹	-۱۹.۰۱۴۴	۰.۰۰۰۰
CFO	-۰.۴۷۰۶۴۶	۰.۰۱۹۱۴	-۲۴.۵۸۹۶۵	۰.۰۰۰۰
CASH	-۰.۵۶۲۹۷۱	۰.۰۱۶۸۷۹	-۳۳.۳۵۳۵۷	۰.۰۰۰۰
C	-۰.۵۰۳۸۲۲	۰.۱۲۱۴۷۴	-۴.۱۴۷۵۸۴	۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰.۷۷۳۴۹۵			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۷۶۵۱			
فیشر F آماره	۱۰۴.۴۸۸۳			
فیشر F احتمال	۰.۰۰۰۰			
		معیار دوربین واتسون		۱.۷۴۸۸۴۹

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
age firm	۰.۲۱۱۰۸۷	۰.۰۲۳۴۶۵	۸.۹۹۶۰۲۲	۰.۰۰۰۰
firm size	۰.۰۷۹۹۶۴	۰.۰۲۴۹۱۴	۳.۲۰۹۶۳۳	۰.۰۰۱۴
leverage	۰.۰۳۹۲۵۳	۰.۰۰۹۱۶۱	۴.۲۸۴۸۳۸	۰.۰۰۰۰
pre issue performance	۰.۰۲۰۱۴۱	۰.۰۰۵۷۲۴	۳.۵۱۸۶۴۵	۰.۰۰۰۵
board independence	۰.۰۷۴۲	۰.۰۱۶۳۷۸	۴.۵۳۰۳۲۳	۰.۰۰۰۰
high tech firm	۰.۱۱۱۸۴۸	۰.۰۰۶۸۴	۱۶.۳۵۲۰۴	۰.۰۰۰۰
CFO	۰.۲۱۱۸۶۷	۰.۰۱۱۸۱۳	۱۷.۹۳۵۲۳	۰.۰۰۰۰
CASH	۰.۰۶۷۹۱	۰.۰۰۵۰۰۵	۱۳.۵۶۸۸	۰.۰۰۰۰
C	۰.۲۴۷۹۸	۰.۰۸۸۹۵۲	۲.۷۸۷۷۸۲	۰.۰۰۵۵
ضریب تعیین	۰.۵۳۷۵۲۸	معیار دوربین واتسون		۱.۸۵۴۲۱۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۵۲۹۵۰۸			
فیشر F آماره	۶۴.۵۲۶۳۱			
فیشر F احتمال	۰.۰۰۰۰۰			

یافته های پژوهش نشان می دهد که شاخصهای کیفی شرکت شامل عمر طولانی تر، اندازه بزرگتر، اهرم مالی، عملکرد قوی، استقلال هیئت مدیره و فناوری بالا، تأثیر مثبت و معناداری بر بازدهی سهام در عرضه های اولیه دارند. این شاخصها از طریق افزایش اعتماد سرمایه گذاران، کاهش عدم قطعیت و تقویت انتظارات مثبت نسبت به آینده شرکت، موجب بهبود بازدهی در روزهای نخست معاملات می شوند. شرکتهای قدیمی تر با سابقه ثبات عملیاتی و شرکتهای بزرگتر با قدرت مالی و جایگاه رقابتی قویتر، جذابیت بیشتری برای سرمایه گذاران ایجاد میکنند. اهرم مالی، با وجود ریسک ظاهری، از طریق پشتیبانی از پروژه های سودآور بلندمدت و سیگنال اعتبار شرکت، بازدهی را افزایش می دهد. عملکرد مالی قوی و استقلال هیئت مدیره نیز با نمایش شفافیت و کارایی مدیریت، اعتماد سرمایه گذاران را جلب میکنند. فناوری بالا به عنوان نماد نوآوری، با جذب سرمایه گذاران ریسک پذیر و ایجاد انتظارات رشد انفجاری، بازدهی اولیه سهام را تقویت می نماید. این یافته ها برای شرکتهای طراحی استراتژی های پیش از عرضه اولیه (مانند بهبود شفافیت مالی و حاکمیت شرکتی) و سرمایه گذاران در ارزیابی فرصتها کاربرد داشته و نهادهای ناظر را به تشویق استانداردهای گزارشگری شفافتر ترغیب میکند.

نتایج آزمون فرضیه سوم تحقیق

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
underwriter reputation	۰.۰۰۸۴۰۷	۰.۰۰۱۵۰۶	۵.۵۸۱۰۶۴	۰.۰۰۰۰
Audit quality	۰.۶۹۲۰۶۶	۰.۱۴۸۳۵۴	۴.۶۶۴۹۶۷	۰.۰۰۰۰
Auditor size	۰.۱۵۲۸۳۳	۰.۰۲۱۲۱۷	۷.۲۰۳۳۲۷	۰.۰۰۰۰
Audit tenure	۰.۲۰۴۹۷۴	۰.۰۰۵۶۱	۳۶.۵۳۷۲	۰.۰۰۰۰
Auditor's expertise	۰.۰۱۰۴۶	۰.۰۰۱۹۸۹	۵.۲۵۹۶۱۷	۰.۰۰۰۰
Audit fee	۰.۲۹۰۲۹	۰.۰۸۴۶۹۲	۳.۴۲۷۶۵	۰.۰۰۰۰
CFO	۰.۰۳۰۵۶۷	۰.۰۰۲۰۷۲	۱۴.۷۵۰۴۹	۰.۰۰۰۰
CASH	۰.۵۹۶۴۶۶	۰.۰۲۴۸۰۶	۲۴.۰۴۴۸۸	۰.۰۰۰۰
C	۰.۳۷۴۹۰۹	۰.۰۹۰۲۰۹	۴.۱۵۵۹۹	۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰.۷۲۵۳۹۷	معیار دوربین واتسون		۲.۱۳۲۲۳۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۷۰۲۳۲۲			
فیشر F آماره	۸۶.۹۰۲۶۱			
فیشر F احتمال	۰.۰۰۰۰۰			

یافته های پژوهشی نشان می دهد که کیفیت ذینفعان کوتاه مدت در فرآیند عرضه اولیه سهام، شامل شرکت تأمین سرمایه (مشاور مالی)، کیفیت و اندازه مؤسسه حسابرسی، دوره تصدی، تخصص صنعتی حسابرس و حق الزحمه آن، تأثیر مثبت و معناداری بر بازده اولیه سهام دارد. حضور نهادهای حرفه ای و معتبر مانند شرکتهای تأمین سرمایه باتجربه و مؤسسات حسابرسی بزرگ، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش اعتبار فرآیند قیمت گذاری، اعتماد سرمایه گذاران را جلب کرده و تقاضا برای سهام را بالا می برد. مؤسسات حسابرسی با تخصص صنعتی، دوره تصدی طولانی تر و حق الزحمه متناسب، دقت و شفافیت گزارش های مالی را افزایش می دهند که ریسک ادراک شده سرمایه گذاران را کاهش می دهد. این عوامل در کنار هم، از طریق بهبود شفافیت، کاهش ابهامات و تقویت اعتبار عرضه اولیه، بازدهی سهام را در روزهای نخست معاملات ارتقا می دهند. این یافته ها برای شرکتهای در انتخاب مشاوران مالی و حسابرسان معتبر، برای سرمایه گذاران در ارزیابی فرصتها و برای نهادهای نظارتی در تدوین استانداردهای شفافیت و تخصص گرایی اهمیت کلیدی دارد.

یافته های پژوهشی نشان میدهد که کیفیت بالای ذینفعان کوتاه مدت در عرضه اولیه سهام، شامل شرکت تأمین سرمایه (مشاور مالی معتبر)، مؤسسات حسابرسی بزرگ با تخصص صنعتی، دوره تصدی طولانی حسابرس و حق الزحمه متناسب، تأثیر منفی و معناداری بر قیمت گذاری پایین سهام دارد. حضور این نهادهای حرفه ای از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش شفافیت گزارش های مالی و تقویت اعتماد سرمایه گذاران، نیاز به تخفیف قیمتی برای جبران ریسک را کاهش می دهد. شرکتهای تأمین سرمایه باتجربه با تحلیل دقیق تر، قیمت عرضه را به ارزش واقعی نزدیک می کنند، مؤسسات حسابرسی معتبر با استانداردهای سختگیرانه خطاها را کمینه

می نمایند، و تخصص صنعتی حسابرسان، دقت ارزیابی ریسک های خاص را بهبود می بخشد. ثبات همکاری با حسابرس (دوره تصدی طولانی) و هزینه های حسابرسی متناسب با کیفیت نیز شفافیت را افزایش داده و فشار برای قیمت گذاری پایین را می کاهند. این یافته ها بر اهمیت انتخاب مشاوران و حسابرسان معتبر توسط شرکتها و لزوم تنظیم استانداردهای شفافیت توسط نهادهای نظارتی تأکید دارد.

نتایج آزمون فرضیه چهارم تحقیق

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
underwriter reputation	-۰.۲۴۵۸۶۴	۰.۰۲۹۲۲۳	-۸.۴۱۳۴۴۱	۰.۰۰۰۰
Audit quality	-۰.۰۱۵۹۷۱	۰.۰۰۲۳۴۴	-۶.۸۱۳۰۸۹	۰.۰۰۰۰
Auditor size	-۰.۱۹۱۲۸۸	۰.۰۱۸۹۱۳	-۱۰.۱۱۳۹	۰.۰۰۰۰
Audit tenure	-۰.۱۶۰۷۲۴	۰.۰۳۹۰۹۷	-۴.۱۱۰۹	۰.۰۰۰۰
Auditor's expertise	-۰.۱۱۵۴۳۸	۰.۰۱۶۶۷۴	-۶.۹۲۳۱۴۶	۰.۰۰۰۰
Audit fee	-۰.۰۱۰۴۶	۰.۰۰۱۹۸۹	-۵.۲۵۹۶۱۷	۰.۰۰۰۰
CFO	-۰.۱۶۸۹۲۷	۰.۰۰۷۰۹۱	-۲۳.۸۲۴۴۳	۰.۰۰۰۰
CASH	-۰.۲۸۶۵۲۷	۰.۰۰۸۸۶۶	-۳۲.۳۱۹۲۱	۰.۰۰۰۰
C	-۰.۹۵۲	۰.۰۳۳۲۵۳	-۲۸.۶۲۹۲۸	۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰.۴۰۹۴۲۱	معیار دوربین واتسون		۱.۵۴۶۹۹۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۴۰۳۹۹۲			
فیشرف آماره	۵۶.۹۹۳۳۹			
فیشرف احتمال	۰.۰۰۰۰			

۷- بحث و نتیجه گیری

نتایج حاصل شده از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان داد که ۱- شاخص های کیفی شرکت و کیفیت ذی نفعان کوتاه مدت دارای تاثیر معنی دار منفی ای بر روی قیمت گذاری پایین در عرضه اولیه سهام هستند. ۲- شاخص های کیفی شرکت و کیفیت ذی نفعان کوتاه مدت دارای تاثیر معنی دار مثبتی بر روی عایدات (بازده) در عرضه اولیه سهام هستند. نتایج حاصل شده از این تحقیق با نتایج حاصل شده از تحقیق داتا و همکاران ۲۰۲۴، ژانگ و همکاران ۲۰۲۴، مولچندانی و همکاران ۲۰۲۳، فنگ و همکاران ۲۰۲۲، وو و همکاران ۲۰۲۲، دومروننگ و همکاران ۲۰۲۰، دونگ و همکاران ۲۰۱۹، ژاو و همکاران ۲۰۱۸، سلین داز تان و همکاران ۲۰۱۸، نارایاناسامی و همکاران ۲۰۱۸، چانگ و همکاران ۲۰۱۷، بازت و همکاران ۲۰۱۷، سرهنگی و همکاران ۱۴۰۳، حیدری و همکاران ۱۴۰۲، سبزه ئی و همکاران ۱۴۰۲، پناهی ۱۴۰۱، فتح علیان و همکاران ۱۳۹۹، نحوی زاده و همکاران ۱۳۹۵، کریمی و همکاران ۱۳۹۵، رفیع زاده و همکاران ۱۳۹۵ همانند همدیگر می باشند.

پیشنهاد مبتنی بر نتایج فرضیه اول

پیشنهادات مبتنی بر یافته های پژوهش شامل راهکارهایی برای کاهش قیمت گذاری پایین در عرضه های اولیه با تمرکز بر شاخصهای کیفی شرکت (عمر، اندازه، اهرم مالی، عملکرد، استقلال هیئت مدیره و فناوری بالا) است: شرکتها باید با افزایش شفافیت اطلاعاتی (ارائه گزارش های دقیق عملکردی و برنامه های آتی)، بهینه سازی اهرم مالی (استفاده از ابزارهای نوین مالی)، تقویت استقلال هیئت مدیره (افزایش اعضای غیرموظف و ایجاد کمیته های تخصصی) و ارائه نقشه راه شفاف فناوری، شکاف اطلاعاتی را کاهش دهند. سرمایه گذاران با تمرکز بر تحلیل شاخص های کیفی (مانند ترکیب هیئت مدیره و سطح فناوری) و بررسی عمیق صورتهای مالی، می توانند شرکتهای با قیمت گذاری واقعگرایانه تر را شناسایی کنند. نهادهای نظارتی باید با تدوین استانداردهای شفافیت (الزام افشای ساختار مالکیت و سطح فناوری)، تشویق حاکمیت شرکتی (مشوق های مالیاتی برای هیئت های مدیره مستقل) و آموزش سرمایه گذاران، کارایی بازار را بهبود بخشند. پژوهش های آتی باید تأثیر ترکیبی شاخص ها (مثلاً فناوری و استقلال هیئت مدیره)، تفاوت های صنعتی و اثرات بلندمدت را بررسی کنند. همچنین، توسعه پلتفرم های رتبه بندی دیجیتال برای امتیازدهی به شرکتها بر اساس شاخص های کیفی، تصمیم گیری سرمایه گذاران را تسهیل و هزینه های تحقیقاتی را کاهش می دهد. این اقدامات جمعی به کاهش نیاز به قیمت گذاری پایین و افزایش عدالت در فرآیند عرضه اولیه کمک میکند.

پیشنهاد مبتنی بر نتایج فرضیه دوم

پیشنهادات مبتنی بر یافته های پژوهش شامل راهکارهای عملی برای بهبود بازدهی عرضه های اولیه از طریق تقویت شاخص های کیفی شرکت (عمر، اندازه، اهرم مالی، عملکرد، استقلال هیئت مدیره و فناوری بالا) است: شرکتها باید با بهینه سازی اهرم مالی، تقویت استقلال هیئت مدیره (افزایش اعضای غیرموظف)، ارائه نقشه راه روشن فناوری و جبران نقاط ضعف (مثلاً شرکتهای جوان با گزارشهای شفاف و حسابرسی معتبر)، جذابیت سهام را افزایش دهند. سرمایه گذاران باید با تمرکز بر شاخص های کیفی (مانند عملکرد مالی قوی، هیئت مدیره مستقل و فناوری پیشرفته) و استفاده از ابزارهای تحلیلی هوشمند، شرکت های با پتانسیل بازدهی بالا را شناسایی کنند. نهادهای نظارتی باید با ایجاد پایگاه های داده شفاف برای مقایسه شاخصهای کیفی، تدوین استانداردهای گزارش دهی (مثل سطح استقلال هیئت مدیره) و ارائه مشوق های حاکمیتی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند. پژوهش های آتی باید تعامل شاخصها (مانند فناوری و عملکرد)، تفاوت های صنعتی و تأثیر بلندمدت آنها را بررسی کنند. همچنین، توسعه ابزارهای رتبه بندی یکپارچه برای سنجش کمی شاخص های کیفی و پیش بینی بازدهی، به شرکتها و سرمایه گذاران در تصمیم گیری بهینه کمک خواهد کرد. این اقدامات جمعی، کارایی بازار سرمایه و جذابیت عرضه های اولیه را افزایش می دهد.

پیشنهاد مبتنی بر نتایج فرضیه سوم

پیشنهادات مبتنی بر یافته های پژوهش شامل راهکارهای عملی برای بهبود بازده عرضه های اولیه سهام از طریق ارتقای کیفیت ذینفعان کوتاه مدت است: شرکتها باید مؤسسات تأمین سرمایه معتبر با شبکه ارتباطی قوی و مؤسسات حسابرسی بزرگ دارای تخصص صنعتی را انتخاب کنند، از تغییر مکرر حسابرس اجتناب نمایند و حق

الزحمه متناسب با کیفیت خدمات پرداخت کنند تا شفافیت مالی و اعتماد سرمایه‌گذاران افزایش یابد. سرمایه‌گذاران با تمرکز بر کیفیت ذینفعان (مانند سابقه مؤسسه تأمین سرمایه، اندازه و تخصص حسابرس) میتوانند ریسک را ارزیابی و بازده بالقوه را پیش‌بینی کنند. نهادهای نظارتی باید با تنظیم استانداردهای سختگیرانه برای انتخاب مؤسسات مالی و حسابرسی، الزام افشای شفاف اطلاعات (دوره تصدی، تخصص صنعتی، حق الزحمه) و آموزش سرمایه‌گذاران خرد، کارایی بازار را ارتقا دهند. پژوهش‌های آتی باید تأثیر ترکیبی عوامل (مانند تخصص حسابرس و اندازه مؤسسه تأمین سرمایه) و عملکرد این شاخصها در صنایع یا بازارهای مختلف را بررسی کنند. همچنین، توسعه سامانه‌های رتبه‌بندی یکپارچه برای ارزیابی کیفیت ذینفعان و ارتباط آن با بازده تاریخی، تصمیم‌گیری را بهبود می‌بخشد. در نهایت، سرمایه‌گذاری در کیفیت ذینفعان نه تنها هزینه نیست، بلکه عاملی کلیدی برای جلب اعتماد بازار و حداکثرسازی بازدهی عرضه‌های اولیه محسوب میشود.

پیشنهاد مبتنی بر نتایج فرضیه چهارم

پیشنهادات مبتنی بر یافته‌های پژوهش شامل راهکارهایی برای شرکتهای سرمایه‌گذاران و نهادهای نظارتی است: شرکتهای باید با انتخاب مؤسسات تأمین سرمایه معتبر و حسابرسان بزرگ دارای تخصص صنعتی، ثبات در همکاری با حسابرسان، و پرداخت حق الزحمه متناسب با پیچیدگی حسابرسی، شفافیت مالی را افزایش داده و نیاز به قیمت‌گذاری پایین را کاهش دهند. سرمایه‌گذاران با توجه به کیفیت ذینفعان کوتاه مدت (مانند شهرت مشاور مالی و تخصص حسابرس) میتوانند ریسک عرضه‌های اولیه را ارزیابی کنند. نهادهای نظارتی با الزام افشای شفاف اطلاعات حسابرسان (دوره تصدی، تخصص صنعتی، هزینه‌ها) و تنظیم استانداردهای سختگیرانه‌تر برای مؤسسات تأمین سرمایه و حسابرسی، به ویژه در صنایع پیچیده، کارایی بازار را بهبود بخشند. همچنین توسعه سامانه‌های رتبه‌بندی یکپارچه برای ارزیابی کیفیت ذینفعان و بررسی تأثیر ترکیبی عوامل (مثلاً تخصص حسابرسی و ثبات همکاری) در پژوهش‌های آتی پیشنهاد شده است. این اقدامات جمعی، تصمیم‌گیری مبتنی بر داده‌های عینی‌تر و کاهش شکاف قیمتی در عرضه‌های اولیه را تسهیل میکند.

فهرست منابع

پناهی، قاسم، ۱۴۰۱، بررسی تأثیر مدیریت سود بر نسبت‌های عملکرد عملیاتی با تأکید بر عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری، دوره: ۵، شماره: ۵۸
حیدری هراتمه، مصطفی، & ابراهیمی، بهنام. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر عرضه عمومی و اولیه سهام (IPO) بر عملکرد مالی شرکت‌ها. پژوهش‌های نوین در ارزیابی عملکرد، ۲(۴)، ۲۴۰-۲۵۲.
سبزه‌ئی، الناز و حمیدیان، محسن، ۱۴۰۲، بررسی رابطه بین کیفیت شرکت با بازدهی کوتاه مدت و بلند مدت سهام بعد از عرضه اولیه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش ملی پژوهش‌های نو پدید در حسابداری، مالی، مدیریت و اقتصاد با رویکرد توسعه اکوسیستم نوآوری، تهران، سرهنگی، رضا و توکلی، مهید، ۱۴۰۳، بررسی پایداری تأثیر زمانبندی بازار بر ساختار سرمایه شرکتهای در عرضه سهام در بازار اولیه، چهارمین کنفرانس ملی مدیریت بازرگانی، کارآفرینی و حسابداری ایران، تهران،

عبدمعظم، احمد و علیپور، سعید و شیخی، مینا، ۱۳۹۷، بررسی تأثیر پیش بینی سودهای مدیریت بر عملکرد بلندمدت عرضه عمومی اولیه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس ملی پژوهشهای کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران،

فتح علیان سمانه ۱۳۹۹ "تبیین الگوی بهینه ارزیابی و قیمت گذاری عرضه اولیه عمومی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تکنیک های تصمیم گیری چند معیاره فازی، رگرسیون چند متغیره، شبکه عصبی و الگوریتم ژنتیک" رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رشت، دانشکده مدیریت و حسابداری

فخاری، حسین و سرخی، مهدی، ۱۳۹۸، بررسی اثر سهامداران نهادی بر میزان کم قیمت گذاری شرکت های عرضه اولیه، چهارمین کنفرانس ملی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد با تاکید بر بازاریابی منطقه ای و جهانی، تهران،

کریمی دخرآبادی، حسین و حاجی حسن معمار، احسان و اسماعیلی فرد، سحر، ۱۳۹۵، بررسی تفاوت بازده عرضه عمومی اولیه IPO و بازده صنعت در دوره های کوتاه مدت در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی نخبگان مدیریت، تهران،

نحوی زاده، حمید و مسلمی، آذر و بهرامسری، بهزاد، ۱۳۹۵، بازده بازار قبل از عرضه اولیه سهام تأثیر آن بر بازده عرضه اولیه سهام، کنفرانس بین المللی اقتصاد مدیریت، روانشناسی، قم،

- Bayley, L., Lee, J.P., Walter, T.S. (2006). "IPO flipping in Australia: cross-sectional explanations". *Pacific Basin Finance Journal*. Vol. 14(4), 327-348.
- Boehme, R. & Colak, G. (2012). Primary market characteristics and secondary market frictions of stocks. *Journal of Financial Markets*, 15(2), 286-327.
- Certo, S.T., Holcomb, T.R., Holmes, R.M., 2009. IPO research in management and entrepreneurship: Moving the research agenda forward. *Journal of Management*, 35(6), 1340- 1378.
- Chong, F.N., Ahmad, Z. & Ali, R. (2009). Does noise signal affect flipping activities. *International Journal of Banking and Finance*, 6(2), 111-127.
- Chung, C. Y., Kim, J., & Park, J. (2017). Individual investor sentiment and IPO stock returns: Evidence from the Korean stock market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 46(6), 876-902.
- Daily, C.M., Certo, S.T., Dalton, D.R., Roengpitya, R., 2003. IPO underpricing: A meta-analysis and research synthesis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(3), 271-295.
- Datta, S., Gruskin, M., & Iskandar-Datta, M. (2024). Auditor certification and long-run performance of IPO stocks. *Journal of Financial Stability*, 70, 101214.
- Diether, K. B., Malloy, C. J. & Scherbina, A. (2002). Differences of opinion and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 57(5), 2113-2141.
- Dumrongwong, K. (2020). Do institutional investors stabilize stock returns? Evidence from emerging IPO markets. *Pacific Accounting Review*, 32(4), 585-600.
- Ellis, K. (2006). "Who trades IPOs? A close look at the first days of trading". *Journal of Financial Economics*. Vol. 79(2), 339-363.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Feng, G., Tang, B., Wen, J., & Yan, S. (2022). The effect on stock performance of executives' emotions during IPO roadshows. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102117.
- Grossman, S.J. and Stiglitz, J.E. (1980). "On The Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review*, Vol. 70, Pp. 393-408.

- Houge, T., Loughran, T., Yan, X. S. & Suchanek, G. (2001). Divergence of opinion, uncertainty, and the quality of initial public offerings. *Financial Management*, 30(4), 5-23.
- Jia, M., Zhang, Z., 2014. Donating money to get money: The role of corporate philanthropy in stakeholder reactions to IPOs. *Journal of Management Studies*, 51(7), 1118-1152.
- Krigman, L., Shaw, H.W., Womack, K.L. (1999). "The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping". *The Journal of Finance*. Vol. 54(3), 1015-1044.
- Li, M., McInish, T.H., Wongchoti, U., 2005. Asymmetric information in the IPO aftermarket. *Financial Review*, 40(2), 131-153.
- Low, S. W., Yong, O. (2013). "Initial public offering and investor heterogeneity: evidence from Malaysia". *American Journal of Finance and Accounting*. Vol. 3(1), 41-56.
- Mulchandani, P., Pandey, R., Debata, B., & Renganathan, J. (2023). Investor attention and IPO returns: evidence from Indian markets. *Journal of Economic and Administrative Sciences*.
- Ragozzino, R., 2016. Who Gets First Dibs? A Buy-Side Investigation of the Dual Tracking Phenomenon in M&A. *Long Range Planning*, 49(2), 207-220.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive psychology*, 5(2), 207-232.
- Wu, X., Zhang, B., Fu, J., & Liu, Y. (2022). IPO over-financing and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 47, 102555.
- Zhang, T., Li, J., & Xu, Z. (2024). Speculative trading, stock returns and asset pricing anomalies. *Emerging Markets Review*, 101165.
- Zhou, Z. G., Hussein, M., & Deng, Q. (2018). ChiNext IPOs' initial returns before and after the 2013 stock market reform: What can we learn?. *Emerging Markets Review*, 48, 100817.

The impact of company quality indicators and short-term stakeholder quality on underpricing and returns in initial public offerings.

Sima Pouryamani

Department of Accounting, UAE.C, Islamic Azad University, Dubai, United Arab Emirates
s.pouryamani@iau.ac.ir

Maziar Ghasemi

Management Group, Adiban Institute of Higher Education, Ga.C, Iran
maziarghasemi@adiban.ac.ir

Hamidreza Kordloui

Department of Financial Management, Islamic Azad University, Isl.C, iran
Kordlouie@iiai.ac.ir

Gholamreza Zomordian

Department of Accounting, Azad University, TeT.C, iran
gho.Zomorodain@iauctb.ir

Abstract

The pattern of stock returns in IPOs is influenced by the time preferences of various market stakeholders. Founders and strategic investors, focusing on long-term stability, prefer conservative pricing to avoid extreme volatility and facilitate gradual growth in stock value. In contrast, short-term investors and speculators seek quick returns, which can lead to low pricing and initial price jumps. This conflict of preferences shapes the pattern of returns, such that emphasizing short-term benefits usually results in high initial returns. The present study, by examining 103 listed companies during 2018-2019 and using the panel data multivariate regression method, showed that company quality indicators and short-term stakeholder quality have a significant negative effect on low pricing in IPOs, but have a significant positive effect on earnings (returns) in IPOs.

Keywords: Company quality indicators, short-term stakeholder quality, low pricing, earnings, initial public offering

