

## **Reviewing the Effect of Investors' Behavioral Bias on IPO Return and the Roll of Earning Quality in Reducing this Effect**

**Gholamreza Karami<sup>1</sup>, Abbas Hasani<sup>2</sup>**

**Abstract:** This study aims to investigate IPOs return from the Investors' bias point of view. Moreover, we intend to examine the reducing effect of investors' bias on IPOs return through earning quality. We used the data from 93 companies of IPOs during 2007-2017 offered in TSE. We used Expected Skewedness as lottery preference measurement tool, and calculated IPOs return using BAH Return on a 7-day period. Modified Jones Accrual Quality model was used to measure earning quality. The hypotheses were tested using pooled cross-sectional regression. Our findings showed that there is a direct relationship between the investors' preference for Skewedness and IPOs return. Besides, earning quality diminishes this effect. Results also showed that investors' lottery preference has direct effects on IPOs return and more accounting quality in the year just before IPO, could reduce this behavioral bias.

**Keywords:** Behavioral bias, Earning quality, IPO returns, Skewedness.

---

1. Associate Prof. in Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran

2. PhD. Candidate of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran

---

Submitted: August; 14, 2017

Accepted: November; 3, 2017

Corresponding Author: Gholamreza Karami

Email: ghkarami@ut.ac.ir

---

**Citation:** Karami, G., & Hasani, A. (2018). Reviewing the Effect of Investors' Behavioral Bias on IPO Return and the Roll of Earning Quality in Reducing this Effect. *Financial Research Journal*, 19(4), 595 – 614.

---

## بررسی اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازده عرضه اولیه عمومی و نقش کیفیت سود در کاهش این اثر

غلامرضا کرمی<sup>۱</sup>، عباس حسینی<sup>۲</sup>

**چکیده:** پژوهش حاضر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه را از جنبه سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران بررسی می‌کند. همچنین هدف دیگر پژوهش، بررسی کاهش تأثیر سوگیری رفتاری بر بازده کوتاه‌مدت به وسیله کیفیت سود است. در این پژوهش از داده‌های ۹۳ شرکت عرضه شده طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. علاقه به بخت‌آزمایی از طریق معیار چولگی مورد انتظار به دست آمد و بازده تجمعی کوتاه‌مدت، طی ۷ روز پس از عرضه محاسبه شد. همچنین کیفیت سود سال قبل از عرضه به کمک معیار کیفیت اقلام تعهدی جونز تعدیل شده، به دست آمد. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون ترکیبی مقطعی انجام گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد چولگی مورد انتظار، اثر مثبتی بر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه دارد. همچنین کیفیت سود بیشتر، میزان اثر یاد شده را تقلیل می‌دهد. نتایج، حاکی از تأثیر مثبت علاقه به بخت‌آزمایی سرمایه‌گذاران بر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه و تقلیل اثر سوگیری یاد شده به وسیله کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری پیش از عرضه است.

**واژه‌های کلیدی:** بازده کوتاه‌مدت عرضه اولیه، چولگی، سوگیری رفتاری، کیفیت سود.

۱. دانشیار حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران

۲. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۶/۰۵/۲۳

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۶/۰۸/۱۲

نویسنده مسئول مقاله: غلامرضا کرمی

E-mail: ghkarami@ut.ac.ir

## مقدمه

شواهد بسیاری در تحقیقات گذشته وجود دارد که نشان می‌دهد عرضه‌های اولیه عمومی در روزهای آغازین، بازده بیشتری نسبت به بقیه بازار کسب می‌کنند (لوران، ریترو و ریدکویست، ۱۹۹۴). در ایران نیز شواهد شایان توجهی از این پدیده مستند شده است. نتایج تحقیق پورحیدری و محمدرضاخانی (۱۳۹۲) گویای وجود متوسط ۱۲/۱ درصد بازده غیرعادی تجمعی در دو هفته پس از عرضه اولیه سهام بود.

تحقیقات گذشته در توضیح عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری عرضه عمومی اولیه بر «عدم تقارن اطلاعاتی» بین ناشران اوراق عرضه اولیه و سرمایه‌گذاران تمرکز می‌کردند، در حالیکه تحقیقات اخیر از جمله کرنیلی، گلدبریچ و الجانکویست (۲۰۰۶) و درین (۲۰۰۵)، بیشتر به تأثیر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران توجه کرده‌اند (گرین و هوانگ، ۲۰۱۲). به‌طور جالبی عرضه‌های اولیه با وجود بازده چشمگیر روزهای نخستین، در بلندمدت عملکرد ضعیفی در قیاس با شرکت‌های مشابه بروز می‌دهند. این بازده پایین‌تر در بلندمدت، نشان‌دهنده خوش‌بینی متوسط عموم سرمایه‌گذاران، نسبت به چشم‌انداز این شرکت‌هاست (بودی، کین و مارکوس، ۲۰۱۱).

برای سال‌های متمادی، تئوری مطلوبیت مورد انتظار، مبنای درک ما از بازارهای مالی بود. بر اساس این تئوری، سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی دارند و در تصمیم‌گیری‌های خود عقلانیت اقتصادی را به کار می‌برند. در سال‌های اخیر تحقیقات مربوط به تأثیر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام افزایش چشمگیری داشته است. با توسعه دانش مالی رفتاری، تحقیقات رو به گسترشی در جایگزینی تئوری ترجیحات غیر استاندارد افراد به جای تئوری مطلوبیت مورد انتظار در ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای آغاز شد که تطابق بیشتری با یافته‌های تجربی درباره تلقی سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک (ریسک‌گریزی) دارد. یکی از این ترجیحات غیر استاندارد، علاقه افراد به بخت‌آزمایی (شرط‌بندی) روی سهام دارای توزیع شدید چوله به راست (بازده‌های بسیار بزرگ با احتمال اندک) است که از تئوری چشم‌انداز تجمعی کانمن و تورسکی (۱۹۹۲) نشئت گرفته است. در خصوص عرضه‌های اولیه، این سوگیری می‌تواند موجب خوش‌بینی بیشتر سرمایه‌گذاران در سهام عرضه اولیه دارای چولگی مثبت مورد انتظار بیشتر، شود.

بیانیه مفاهیم شماره ۱ حسابداری<sup>۱</sup> بیان می‌کند که «گزارشگری مالی باید اطلاعاتی درباره عملکرد مالی یک شرکت طی دوره ارائه دهد». همچنین کیفیت سود حسابداری را این‌گونه

1. (SFACNo.1)

تعریف می‌کند: «سودهای با کیفیت بالاتر، اطلاعات بیشتری درباره آینده عملکرد مالی شرکت فراهم می‌کنند که مرتبط با تصمیمات خاص یک تصمیم‌گیر خاص است». به اعتقاد بوشمن و اسمیت (۲۰۰۱) اطلاعات حسابداری مبهم، رابطه ارقام حسابداری و واقعیت‌های اقتصادی را تضعیف کرده و در نتیجه موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. بنابراین، وجود یک محیط اطلاعاتی مطلوب حسابداری، موجب افزایش توان گزارش‌های مالی در انتقال اطلاعات شرکت شده و از سوی دیگر، موجب توزیع برابرتر این اطلاعات میان فعالان بازار می‌شود. در این تحقیق پیش‌بینی می‌شود که با وجود سوگیری اشخاص سرمایه‌گذار (در ترجیح چولگی)، اثر رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران بر بازده روزهای نخستین عرضه اولیه، به وسیله کیفیت بیشتر اطلاعات حسابداری کاهش می‌یابد. کیفیت سود معیار اندازه‌گیری کیفیت اطلاعات حسابداری خواهد بود. اهمیت این تحقیق در آن است که علاوه بر بررسی اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازده عرضه اولیه عمومی، تأثیر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی را از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری ارائه شده قبل از عرضه، بر کاهش اثر این سوگیری رفتاری تبیین می‌کند.

### پیشینه نظری پژوهش

#### بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه

شواهد بسیاری در سراسر جهان وجود دارد که نشان می‌دهد عرضه‌های اولیه عمومی سهام در روز(های) آغازین بازده بیشتری نسبت به بقیه بازار کسب می‌کنند (لوران و همکاران، ۲۰۱۵). به‌طور کلی در خصوص بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه در مقایسه با بازده بلندمدت سهام یاد شده، فرضیه‌های بیشتری مطرح شده است. به‌علاوه برخی فرضیه‌ها، سعی در توضیح توأم بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام جدید دارند و این دو را با یکدیگر مرتبط می‌دانند.

فرضیه‌های مطرح شده در تبیین پدیده بازدهی عرضه‌های اولیه، در قالب دو گروه کلی طبقه‌بندی می‌شوند؛ دسته اول، فرضیه‌هایی هستند که در توضیح بازدهی غیرعادی روزهای نخستین عرضه اولیه، به فرضیه قیمت‌گذاری کمتر از واقع اشاره کرده و بر عدم تقارن اطلاعاتی بین ناشران سهام و سرمایه‌گذاران بالقوه تمرکز می‌کنند. دسته دوم، فرضیه‌هایی هستند که به موضوع سوگیری رفتاری و بیش قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه توسط سرمایه‌گذاران حقیقی و شرایط بروز این رفتارها توجه می‌کنند (هوانگ و گرین، ۲۰۱۲).

بتی و ریتر (۱۹۸۶) شواهدی از ارتباط مثبت بین میزان عرضه زیر قیمت و ابهام اولیه ارائه کردند. آنها استدلال می‌کنند که هر چه بازار نسبت به ارزش بازار شرکت منتشر کننده سهام ابهام و عدم اطمینان بیشتری داشته باشد، باید میزان تخفیف بیشتری قائل شود تا سرمایه‌گذاران

بی‌اطلاع حاضر به ارائه پیشنهاد خرید سهم شوند. در ایران نیز عمده تحقیقات مربوط به عرضه اولیه، بر عدم تقارن اطلاعاتی تمرکز داشته‌اند (برای مثال مهرانی، عسگری، تحریری و گنجی، ۱۳۸۹) و خلأ بررسی از جنبه تأثیر سوگیری رفتاری و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران بر بازده عرضه‌های اولیه مشاهده می‌شود. این تحقیق در پی معرفی متغیر جدیدی در تبیین بازده روزهای ابتدایی عرضه اولیه است.

### تئوری چشم‌انداز تجمعی و سوگیری رفتاری در عرضه‌های اولیه

در مقابل تئوری سنتی مطلوبیت مورد انتظار و رفتار عقلایی سهامداران (مورگسترن و ون نیومن، ۱۹۴۴)، الگوهای جدیدی ارائه شده است که در چارچوب مباحث مالی رفتاری به بی‌قاعدگی‌های رفتار قیمت و بازده سهام می‌پردازند. پروفیسور کانمن در تحقیقات خود به این نتیجه رسید که تحت شرایط عدم اطمینان، تصمیم‌های انسان به‌طور سیستماتیک از تصمیم‌های پیش‌بینی شده توسط تئوری‌های اقتصادی فاصله می‌گیرد (پمپین، ۲۰۰۶).

در کنار عدم تقارن اطلاعاتی، سوگیری‌های رفتاری یکی از مهم‌ترین عوامل بازده غیرعادی روزهای نخستین عرضه اولیه معرفی شده است. یکی از جدیدترین سوگیری‌های رفتاری معرفی شده، ترجیح سهام با چولگی مثبت توسط سرمایه‌گذاران است که از تئوری چشم‌انداز تجمعی (کانمن و تورسکی، ۱۹۹۲) نشئت می‌گیرد (خواجوی و قاسمی، ۱۳۸۵). مردم تمایل دارند به سودهای بسیار بزرگ ولی با احتمال کم، احتمال وزنی بیش از واقع اختصاص دهند که این کار در سرمایه‌گذاری، موجب تمایل به بخت‌آزمایی (شرط بندی) روی سهامی می‌شود که توزیع بازده شدید چوله به راست، دارد (کانمن و تورسکی، ۱۹۹۲). ایده پژوهش یاد شده این است که سوگیری رفتاری نشئت‌گرفته از علاقه به بخت‌آزمایی (ترجیح چولگی) بازده سهامداران نقش با اهمیتی در قیمت‌گذاری‌های عرضه عمومی اولیه ایفا می‌کند.

تئوری چشم‌انداز<sup>۱</sup> بر این دلالت دارد که در تصمیم‌گیری، رفتار عقلایی همواره صادق نیست. انسان در تصمیم‌گیری پیش از رسیدن به مرحله انتخاب، اطلاعاتی که به او رسیده است را پالایش می‌کند و راه‌های احتمالی را به تدریج کاهش می‌دهد و نسبت به برخی از راه‌ها که آنها را با احتمال بیشتر ارزیابی می‌کند، اولویت قائل می‌شود (کانمن و تورسکی، ۱۹۹۲).

یکی از تئوری‌های رفتاری مهمی که کانمن و تورسکی (۱۹۹۲) در رابطه با قیمت‌گذاری اوراق بهادار توسط سرمایه‌گذاران ارائه کردند و طی چند سال اخیر بازتاب گسترده‌ای در ادبیات

تحقیق داشته، تئوری چشم‌انداز تجمعی<sup>۱</sup> است که تمرکز اصلی آن بر سوگیری حسابداری ذهنی (انتخاب نقطه مرجع ثروت در ذهن سرمایه‌گذاران)، تابع احتمال و تابع وزن‌دهی متفاوت سرمایه‌گذاران تحت شرایط عدم اطمینان و سوگیری‌های مربوط به آن است.

تئوری مطلوبیت مورد انتظار، مطلوبیت هر انتخاب را بر اساس احتمال تحقق آن معادل مقدار P (احتمال عینی)<sup>۲</sup> می‌سنجند، در حالیکه تئوری چشم‌انداز ترجیح هر انتخاب را بر اساس وزن تصمیم  $\pi(p)$  (احتمال ذهنی)<sup>۳</sup> می‌سنجد که با احتمال تحقق آن متفاوت است. وزن تصمیم به احتمالات کوچک وزن بیشتری داده و آن را بیشتر تخمین می‌زند، در حالیکه به احتمالات متوسط و بزرگ وزن کمتری می‌دهد و آن را کمتر برآورد می‌کند. وزن بیش از حد دادن به ضرایب احتمال پایین، می‌تواند هم به جذابیت بیمه<sup>۴</sup> (رفتار محافظه‌کارانه در منطقه زیان‌ها) و هم به جذابیت بخت‌آزمایی<sup>۵</sup> یا خطرپذیری بالا (رفتار غیرمحافظه‌کارانه در منطقه سودها) منجر شود. کانمن و تورسکی (۱۹۹۲) تابع احتمال وزنی را در دو منطقه سود و زیان، به صورت زیر پیشنهاد کردند:

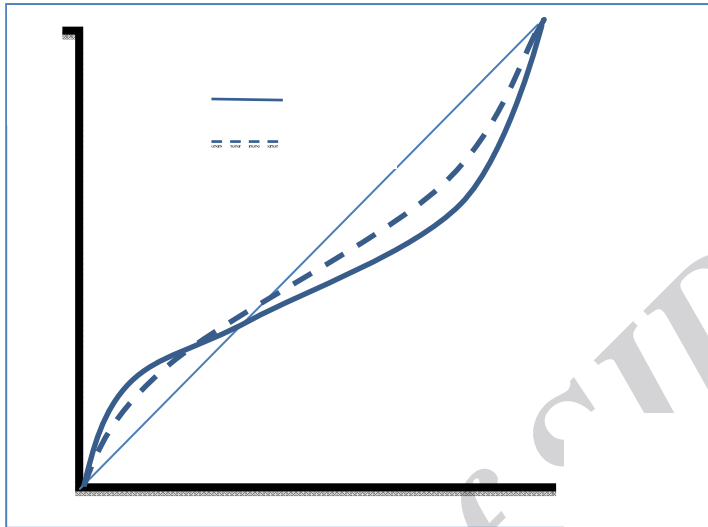
$$w(p|x) = \frac{p^\gamma}{(p^\gamma + (1-p)^\gamma)^{1/\gamma}}, \quad x \geq 0 \quad \text{رابطه ۱}$$

$$w(p|x) = \frac{p^\delta}{(p^\delta + (1-p)^\delta)^{1/\delta}}, \quad x < 0$$

در این تابع،  $w(p)$  تابع احتمال وزنی؛  $\gamma$  انحناى تابع احتمال وزنی در منطقه سودها؛  $\delta$  انحناى تابع احتمال وزنی در منطقه زیان‌ها و  $p$  احتمالات مختلف است.

افراد به احتمالاتی که در لبه مرز است نسبت به احتمالاتی که در نقاط وسط قرار دارند، حساسیت بیشتری نشان می‌دهند (پیچجر، ۲۰۰۸). شکل ۱ تابع وزن‌دهی احتمالات توسط سرمایه‌گذاران طبق تئوری چشم‌انداز تجمعی را نشان می‌دهد. با توجه به این شکل که کانمن و تورسکی (۱۹۹۲) با استفاده از داده‌های تجربی محاسبه کرده‌اند، میانه دو مقدار  $\delta$  و  $\gamma$  به ترتیب ۰/۶۹ و ۰/۶۱ است. همان‌طور که در شکل مشخص است، در هر دو چشم‌انداز منطقه سود و زیان، مردم به احتمالات کوچک وزن بیشتر و به احتمالات متوسط و بزرگ وزن کمتر از واقع اختصاص می‌دهند.

1. Cumulative Prospect Theory
2. Objective Probability
3. Subjective Probability
4. Insurance
5. Lottery



شکل ۱. نمونه‌ای از تابع احتمال وزنی

مطابق یکی از نتایج این تئوری، سرمایه‌گذاران (به‌خصوص سرمایه‌گذاران حقیقی) به بخت‌آزمایی (شرط‌بندی)<sup>۱</sup> در بازار سهام علاقه دارند، از این رو ممکن است در تابع احتمال ذهنی خود، به پیامدهای با اندازه بسیار بزرگ اما با احتمال عینی کم، وزن بیش از واقع اختصاص دهند (از آنجا که این رفتار در باشگاه‌های شرط‌بندی رایج است، چنین عنوانی برای این سوگیری رفتاری انتخاب شده است). این رفتار باعث می‌شود سهامی که دارای توزیع بازدهی با چولگی<sup>۲</sup> راست شدید (وجود بازده بزرگ غیرعادی در انتهای دامنه راست توزیع) هستند، بیش از واقع قیمت‌گذاری شوند (هوانگ و باربریس، ۲۰۰۸). ژانگ (۲۰۰۶) نشان داد چولگی خاص<sup>۳</sup> توزیع بازده یک سهم، در پیش‌بینی بازده مورد انتظار آتی آن مؤثر است.

ایده این تحقیق آن است که سوگیری رفتاری ناشی از علاقه به بخت‌آزمایی و ترجیح چولگی بازده توسط سهامداران خرد، نقش با اهمیتی در قیمت‌گذاری‌های عرضه عمومی اولیه ایفا می‌کند. قیمت‌های عرضه اولیه در اغلب بورس‌های بزرگ بین‌المللی با روش ثبت سفارش انجام می‌شود. در این روش برای برآورد تقاضای خرید و تعیین قیمت پیشنهادی سهام در آستانه عرضه، تأمین سرمایه‌ها مشاوره لازم را به سرمایه‌گذاران نهادی ارائه می‌دهند. در مرحله بعد و در نخستین روز معاملات، سهام جدید برای فروش به سهامداران خرد در بازار ثانویه، آماده معامله

1. Lottery Preference
2. Skewness
3. Idiosyncratic Skewness

خواهد بود. سرمایه‌گذاران نهادی اغلب به داشتن پرتفویی متنوع‌سازی شده تمایل دارند و کمتر از سرمایه‌گذاران خرد تحت تأثیر سوگیری‌های شناختی قرار می‌گیرند (باتالیو و مندنهال، ۲۰۰۵). عرضه اولیه عمومی در کشور ما اغلب در سطح سرمایه‌گذاران خرد انجام می‌گیرد. انتظار می‌رود بازده سهام روزهای اولیه، متعاقب عرضه اولیه با چولگی بازده مورد انتظار ارتباط داشته باشد. بررسی‌های ما نشان می‌دهد عمده معاملات خرید سهام اولیه، توسط سرمایه‌گذاران خرد و حقیقی انجام شده که طبق ادبیات تحقیق، انتظار می‌رود بیشتر تحت تأثیر سوگیری رفتاری قرار گیرند. از سوی دیگر، عرضه‌های اولیه در بازارهای سازمان‌یافته بورس، سابقه معاملاتی ندارند؛ بنابراین نمی‌توان چولگی مستقیم توزیع بازده را برای آنها محاسبه کرد. از این رو، در پژوهش حاضر مطابق ژانگ (۲۰۰۶) و بویر، میتون و ورکینک (۲۰۱۰) به کمک معیار چولگی مورد انتظار<sup>۱</sup> که با استفاده از توزیع بازده شرکت‌های هم‌گروه و هم‌صنعت محاسبه می‌شود، چولگی مورد انتظار عرضه‌های اولیه برآورد خواهد شد.

### کیفیت سود و تأثیر آن بر کاهش سوگیری رفتاری در عرضه اولیه

سرمایه‌گذاران در مقابل اطلاعاتی که کیفیت پایینی دارند و تصویر روشنی از آینده را برای آنها منعکس نمی‌کند، به‌ویژه در زمانی که عملیات شرکت پرنوسان یا مبهم است، انتظار بازده اضافی دارند. اطلاعات باکیفیت حسابداری از طریق کاهش ابهام و عدم اطمینان، به سرمایه‌گذاران در تشخیص سرمایه‌گذاری مناسب کمک می‌کند (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱). کیفیت اطلاعات حسابداری عمدتاً برگرفته از شاخص‌های مبتنی بر ارقام حسابداری مندرج در متن صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی است.

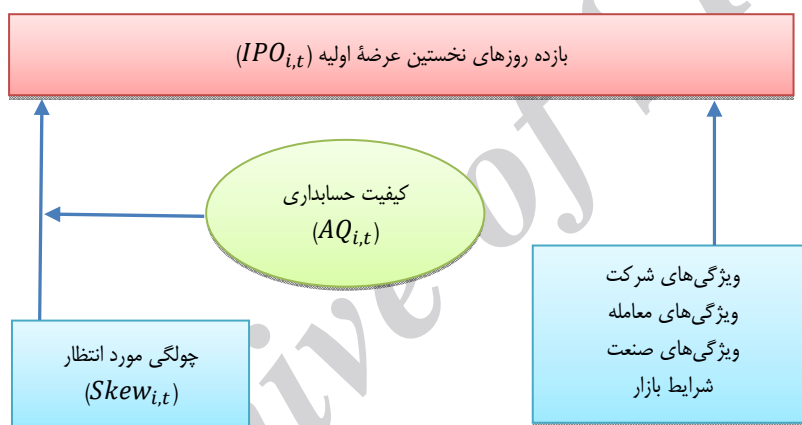
در این تحقیق از کیفیت اقلام تعهدی برگرفته از صورت‌های مالی منتشرشده پیش از عرضه، به‌عنوان نمایه‌ای از کیفیت سود حسابداری، استفاده می‌شود تا تأثیر آن در کاهش اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران بر بازده عرضه اولیه بررسی شود. بر اساس بیانیه مفاهیم شماره ۱ حسابداری مالی، گزارشگری مالی باید اطلاعاتی درباره عملکرد مالی یک شرکت طی دوره ارائه کند. با اشاره به این بند، دجو، گی و شراند (۲۰۱۰) کیفیت سود حسابداری را این‌گونه تعریف می‌کنند: سودهای با کیفیت بالاتر، اطلاعات بیشتری درباره آینده عملکرد مالی شرکت فراهم می‌کنند که مرتبط با تصمیمات خاص یک تصمیم‌گیر خاص است. لمبرت، لیوز و ورچیا (۲۰۰۷) به‌صورت تجربی نشان دادند که گزارش‌های حسابداری شرکت به‌عنوان اطلاعات اثرگذار، ارزیابی فعالان بازار از توزیع جریان‌های نقدی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مطابق ادبیات تحقیق و



تأثیر کیفیت سود در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، انتظار می‌رود هر چه کیفیت سود گزارش شده بالاتر باشد، ابهام و عدم اطمینان در برآورد ارزش سهم عرضه شده اولیه کاهش یافته و در نتیجه سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در عرضه‌های اولیه کاهش یابد. بنابراین با توجه به مبانی نظری ارائه شده، مدل مفهومی و فرضیه‌های این تحقیق به شرح زیر است:

فرضیه اول: بین سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده روزهای نخستین عرضه‌های اولیه رابطه مثبتی وجود دارد.

فرضیه دوم: کیفیت اطلاعات حسابداری، تأثیر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران بر بازده روزهای نخستین عرضه‌های اولیه را کاهش می‌دهد.



شکل ۲. مدل نظری پژوهش

### پیشینه تجربی

بر اساس یافته‌های گرین و هوانگ (۲۰۱۲)، عرضه‌های اولیه با چولگی مورد انتظار بالاتر، بازده بیشتری را در روز نخست عرضه اولیه تجربه می‌کنند. بررسی داده‌های مبادلات روز نخست عرضه اولیه مشخص کرد که در عرضه‌های اولیه با چولگی مورد انتظار بالاتر، نسبت معاملات خرد (به‌عنوان معیاری از شدت معاملات خرد مطابق تحقیق اوفک و ریچاردسون، ۲۰۰۳)، بیشتر بوده است. ژانگ (۲۰۰۶) نیز بر اساس شواهدی نشان داد شرکت‌هایی که صنعت مرتبط با آنها دارای توزیع بازدهی شدید چوله به راست است، به احتمال قوی چولگی مورد انتظار بالایی خواهند داشت. دچو و دیچف (۲۰۰۲) بیان کردند که اقلام تعهدی غیر اختیاری (به‌عنوان معیاری از کیفیت پایین‌تر سود) موجب کاهش توان سود در پیش‌بینی جریان‌های نقدی سال‌های آینده می‌شود.

در ایران با وجود پژوهش‌های زیاد در حوزه مالی رفتاری، پژوهشی که چولگی مورد انتظار را به‌عنوان رفتار ناشی از علاقه به بخت‌آزمایی و شرط‌بندی در نظر بگیرد، انجام نشده است. خواجهی و فعال (۱۳۹۵)، براساس نظریه چشم‌انداز به بررسی رابطه بازده و چولگی پرداختند و تأثیر اعلام سود بر این رابطه را بررسی کردند. نتایج آنها نشان داد در زمان عدم اعلام سود، رابطه چولگی و بازده منفی و معنادار است، ولی پس از اعلام سود، رابطه یادشده معناداری خود را از دست می‌دهد. تهرانی، بلگوریان و نبی‌زاده (۱۳۸۷) نشان دادند چولگی در کنار ریسک سیستماتیک نقش مهمی در تبیین رفتار قیمت و بازده سهام ایفا می‌کند. حیدرپور، تاری‌وردی و محرابی (۱۳۹۲) نشان دادند که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهامی که ارزیابی ذهنی بیشتری دارند (شامل سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی) رابطه مثبتی وجود دارد. مهرانی و همکارانش (۱۳۸۸) نشان دادند در دوره‌های فاقد حساب قیمتی، بازده غیرعادی سهام در دوره کوتاه‌مدتی مثبت و در بلندمدت منفی خواهد بود. پورحیدری و محمدرضاخانی (۱۳۹۲) به‌موقع بودن سود در بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه را بررسی کردند و به این نتیجه دست یافتند که بین به‌موقع بودن سود شرکت‌ها و بازده غیرعادی عرضه عمومی سهام، ارتباط منفی برقرار است؛ اما این ارتباط معنادار نیست. خلیلی عراقی و اسماعیلی (۱۳۹۳) با استفاده از مدل دی‌بونت و تالر به بررسی فرضیه بیش‌واکنشی سرمایه‌گذاران در عرضه اولیه پرداختند و نشان دادند که سهام برنده در بلندمدت بازده منفی نسبت به بازار کسب می‌کند و برعکس سهام بازنده در بلندمدت بازدهی مثبت خواهند داشت.

### روش‌شناسی پژوهش

برای ویژگی سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران، از متغیر علاقه به بخت‌آزمایی (وزن‌دهی بیش از حد به احتمالات کوچک و در انتهای دامنه توزیع) با سنجه چولگی مورد انتظار و برای ویژگی عدم تقارن اطلاعاتی، از متغیر کیفیت سود با سنجه کیفیت ارقام تعهدی استفاده شده است که در ادامه به تعریف عملیاتی آنها پرداخته می‌شود.

### چولگی مورد انتظار بازده سهام عرضه اولیه

در این تحقیق، چولگی مورد انتظار سرمایه‌گذاران از توزیع بازده سهام عرضه اولیه، معیاری است که برای بررسی سوگیری رفتاری (علاقه به شرط‌بندی) سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود. روش اندازه‌گیری چولگی مورد انتظار بازده سهام عرضه‌شده اولیه ( $IPO_{i,t}$ ) در زمان  $t$  مطابق با معیار استفاده‌شده ژانگ (۲۰۰۶)، به شرح رابطه ۲ است.

$$Skw_{i,t} = \frac{(P_{99} - P_{50}) - (P_{50} - P_1)}{(P_{99} - P_1)} \quad \text{رابطه ۲}$$

که در آن،  $P_j$  نشان‌دهنده  $j$  امین درصد توزیع لگاریتم بازده هفتگی صنعت مرتبط با سهم عرضه شده، طی شش ماه (۲۵ هفته) قبل از هفته عرضه اولیه است. برای مثال، در صورتی که تعداد شرکت‌های صنعت مرتبط با سهم عرضه شده  $N$  سهم باشد، چولگی مورد انتظار سهم در زمان  $t$  به‌وسیله توزیع بازده‌های هفتگی سه ماهه اخیر سهام آن صنعت (داده‌هایی به تعداد  $N \times 25$ ) محاسبه خواهد شد. برخلاف معیار سنتی گشتاور مرتبه سوم در محاسبه چولگی، این معیار بر پایه دنباله‌های توزیع استوار است و این ایده را بهتر منعکس می‌کند که سرمایه‌گذاری که دارای تمایل به چولگی است، هنگام قضاوت درباره شانس تصادفی (ریسک) یک توزیع بازده، بر دنباله‌های توزیع تمرکز می‌کند (ژانگ، ۲۰۰۶ و باربریز و هوانگ، ۲۰۰۸). منطق پشتوانه استفاده از برآوردهای چولگی مورد انتظار در سطح صنعت برای تخمین چولگی مورد انتظار IPO این است که شرکت‌های داخل یک صنعت، ویژگی‌های مشترکی دارند و در معرض ریسک‌های فناوری و قانونی مشابهی قرار می‌گیرند. در نتیجه شرکت‌هایی که صنعت مرتبط با آنها دارای توزیع بازدهی شدید چوله به راست است، به احتمال قوی چولگی مورد انتظار بالایی خواهند داشت (ژانگ، ۲۰۰۶).

### کیفیت اطلاعات

از دید پنمن و ژانگ (۲۰۰۲)، کیفیت سود، توانایی آن در انعکاس عایدات آتی تعریف می‌شود. اسکولر (۲۰۰۴) رابطه بین ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی را کیفیت سود می‌داند. به هر حال صرف نظر از تعریف ارائه شده برای کیفیت سود، محققان بسیاری میزان اثرگذاری آن را بر محیط اطلاعاتی بررسی کرده‌اند (دچو و همکاران، ۲۰۱۰).

با توجه به اطلاعات در دسترس که فقط به سه سال پیش از عرضه شرکت‌های موضوع تحقیق (عرضه‌های اولیه) محدود می‌شود، استفاده از سایر رویکردهای اندازه‌گیری کیفیت سود، مقدور نبود. بنابراین شاخص کیفیت اطلاعات در این تحقیق، کیفیت ارقام تعهدی در نظر گرفته می‌شود. این معیار در ادبیات حسابداری (مانند فرانسویز و دیگران، ۲۰۰۴، ۲۰۰۵؛ کور، گای و وردی، ۲۰۰۸؛ مک‌اینز، ۲۰۱۰) کاربرد بسیاری داشته است. از مدل جونز تعدیل شده (دچو، اسلوان و سویینی، ۱۹۹۵) برای برآورده کیفیت قلام تعهدی استفاده شده است. با توجه به محدود بودن اطلاعات مالی به سه سال قبل از عرضه‌های اولیه، در این مدل، رگرسیون مقطعی ارقام تعهدی سرمایه در گردش، به اضافه تغییر در درآمد و اموال و ماشین‌آلات است. بدین ترتیب ابتدا مشابه پژوهش جونز ضرایب در دوره برآورد از طریق رابطه ۳ محاسبه می‌شود.

$$TA_t/A_{i,t-1} = \alpha[1/A_{i,t-1}] + \beta_1[\Delta REV_{i,t}/A_{i,t-1}] + \beta_2[PPE_{i,t}/A_{i,t-1}] + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۳}$$

در این رابطه، TA معرف مجموع ارقام تعهدی مورد انتظار است که به وسیله رگرسیونی روی تغییرات درآمد سالانه ( $\Delta REV$ ) و دارایی‌های ثابت شرکت (PPE) در دوره زمانی مربوطه برآورد می‌شود. کلیه متغیرها با استفاده از مجموع دارایی‌ها (A) در ابتدای دوره هم‌مقیاس می‌شوند. باقی‌مانده رگرسیون فوق ( $\varepsilon_{j,t}$ ) ارقام تعهدی اختیاری است. در دوره وقوع، ارقام تعهدی اختیاری به وسیله تفاوت مجموع ارقام تعهدی و ارقام تعهدی غیراختیاری به دست آمده و با استفاده از ضرایب رگرسیون اول، برآورد می‌شوند.

$$DA_{i,t} = TA_{i,t}/A_{i,t} - (\alpha_t[1/A_{i,t-1}] + b_{1i}[\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}/A_{i,t-1}] + b_{2i}[PPE_{i,t}/A_{i,t-1}]) \quad \text{رابطه ۴}$$

که در آن، DA ارقام تعهدی غیراختیاری و  $\Delta AR$  تغییرات حساب‌های دریافتی است. همه متغیرها با جمع دارایی‌های اندازه‌گیری شده در ابتدای سال، هم‌مقیاس می‌شوند. در هر سال، مدل بالا به صورت مقطعی عرضی کل نمونه برآورد می‌شود. با استفاده از ضرایب سالانه برآورد شده، باقی‌مانده‌های خاص سال - شرکت ( $\varepsilon_{j,t}$ ) محاسبه می‌شود. نماگر این تحقیق برای کیفیت ارقام تعهدی (AQ)، قدر مطلق انحراف استاندارد باقی‌مانده‌های یک شرکت طی سال گذشته است.

$$AQ_{j,t} = srdev(\varepsilon_{j,t}), \quad t - 1 \quad \text{رابطه ۵}$$

به‌طور شهودی، چون  $\varepsilon_{j,t}$  خطای برآورد در نگاشت ارقام تعهدی به جریان‌های نقدی را ثبت می‌کند، ارزش‌های بزرگ‌تر (کوچک‌تر) AQ نشان‌دهنده کیفیت ارقام تعهدی ضعیف‌تر (بهتر) است. برای استفاده از متغیر کیفیت سود به‌عنوان متغیر مجازی در مدل رگرسیونی، با توجه به میانگین داده‌های مرتب شده کیفیت، نمونه به دو گروه دسته‌بندی می‌شود و به نمونه دارای کیفیت سود بالاتر عدد ۱ و به نمونه کیفیت سود پایین‌تر صفر اختصاص می‌یابد.

### بازده عرضه اولیه

در تحقیقات مشابه و در بازارهایی که عرضه اولیه به روش ثبت سفارش انجام شده و قیمت امکان نوسان دارد، معمولاً از بازده روز نخست (فاصله قیمت بسته‌شدن سهم در روز نخست با قیمت عرضه) به‌عنوان متغیر بازده روز نخست عرضه اولیه استفاده می‌شود. عرضه اولیه در بورس تهران در گذشته به روش حراج بود، اما از سال ۱۳۹۲ به بعد به شیوه قیمت ثابت و از سال ۱۳۹۴ به روش ثبت دفتری انجام می‌شود (تجربه عرضه سهام در این روش حاکی از عرضه به

حداکثر قیمت بازه پیشنهادی بوده است). از روز بعد محدودیت ۴ تا ۵ درصدی دامنه نوسان وجود داشت که به همین دلیل، در پژوهش حاضر برای محاسبه بازده کوتاه‌مدت از این رویکرد استفاده شده است. ابتدا تعداد روزهای پیاپی مثبت تمام عرضه‌های اولیه محاسبه شد (قیمت پایانی سهم تا چند روز بعد از عرضه اولیه مثبت بود)، سپس میانگین تعداد روزهای مثبت عرضه‌های اولیه در بین کل نمونه به دست آمد که حدود ۷ روز کاری بود. برای محاسبه بازده کوتاه‌مدت، تمام عرضه‌های اولیه، از تفاوت قیمت پایانی ۷ روز بعد از عرضه ( $P_{i7}$ ) نسبت به قیمت پایانی روز نخست عرضه ( $P_{i0}$ ) استفاده شد.

$$IPO_{i,1} = (P_{i7}/P_{i0}) - 1 \quad \text{رابطه ۶}$$

### متغیرهای کنترل

مطابق ادبیات تحقیق، متغیرهای کنترلی در سه گروه شرایط معامله (عایدات به دست آمده، نسبت سهام باقی‌مانده نزد ناشر عمده)، ویژگی‌های شرکت‌ها (اندازه و عمر شرکت)، شرایط بازار و صنعت (بازدهی شاخص در یک ماه قبل از عرضه، نوسان‌پذیری صنعت)، وارد مدل خواهند شد که به شرح زیر سنجیده می‌شوند.

$Proceed_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی عایدات ریالی حاصل از عرضه؛

$Hang_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی (۱+ نسبت سهام باقی‌مانده به سهام عرضه شده)؛

$Age_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی عمر شرکت در زمان عرضه اولیه؛

$Size_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی تعداد سهام منتشر شده و در دست سهامداران، ضرب در میانگین قیمت سهام در نخستین روز معامله؛

$MR_{i,t-1}$ : بازده شاخص در ماه پیش از عرضه؛

$Ind Volat_{i,t-1}$ : میانگین انحراف معیار بازده روزانه هریک از سهام موجود در صنعت مرتبط با عرضه اولیه در ماه پیش از عرضه.

### جامعه آماری و نمونه

جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده که با اعمال شرایطی شامل انقطاع زمانی مشخص برای اجرای آزمون و استخراج قیمت‌ها، محدود شده‌اند. به بیان دیگر، نمونه آماری شامل جامعه آماری با شرایط زیر است:

۱. داده‌های اصلی تحقیق را داده‌های صورت‌های مالی و بازار شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس تهران از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا انتهای مرداد سال ۱۳۹۶ تشکیل می‌دهد

و به منظور جمع آوری داده‌های متغیر کیفیت سود، از اطلاعات صورت‌های مالی سال قبل از عرضه استفاده خواهد شد.

۲. در زمان عرضه اولیه سهم، حداقل دو شرکت هم‌صنعت به منظور تشکیل توزیع بازده و محاسبه چولگی مورد انتظار وجود داشته باشد.

۳. شرکت از جمله صنایع بانک و بیمه نباشد.

### تحلیل روابط میان متغیرها از طریق آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول تحقیق در واقع آزمون نقش سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازده عرضه اولیه سهام است. آزمون این فرضیه در سطح مقطعی تجمیعی انجام می‌شود. مدل برازش اثر چولگی مورد انتظار بر بازده عرضه اولیه به شرح زیر است:

$$IPO_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Skw_{i,t} + \alpha_2 Age_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 MR_{i,t-1} + \alpha_5 Hang_{i,t} + \alpha_6 Proceed_{i,t} + \alpha_7 Ind Volat_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۷})$$

به منظور آزمون فرضیه دوم تحقیق، از کیفیت ارقام تعهدی مطابق تعریف متغیرها، به عنوان سنجه کیفیت سود به صورت متغیر مجازی استفاده می‌شود. در این رویکرد پس از مرتب کردن صعودی ارقام کیفیت، میانه نمونه را محاسبه می‌کنیم. به اعداد پایین تر از میانه عدد صفر و به اعداد بیشتر از میانه ضریب ۱ اختصاص می‌دهیم. ضریب  $\alpha_3$  بیان کننده اثر تفاضلی کیفیت سود در مدل رگرسیون فوق خواهد بود. از آنجا که عدد موهوم برای کیفیت بالاتر سود ۱ است، انتظار می‌رود ضریب  $\alpha_3$  منفی باشد. متغیرهای کنترلی نیز مانند آزمون فرضیه اول وارد مدل خواهند شد.

$$IPO_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Skw_{i,t} + \alpha_2 AQ_{i,t} + \alpha_3 AQ_{i,t} \times Skw_{i,t} + \varepsilon \quad (\text{رابطه ۸})$$

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

جدول ۱ آمار توصیفی داده‌های جامعه مفروض را طی دوره ۱۳۹۶-۱۳۸۶ نشان می‌دهد. نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق نشان می‌دهد چولگی مورد انتظار در سطح اطمینان ۹۵ درصد با بازده کوتاه مدت عرضه اولیه رابطه مثبتی دارد. بدین ترتیب فرضیه اول تحقیق تأیید می‌شود. جدول ۲ نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق را نمایش می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	صدک ۷۵	صدک ۲۵
بازده هفت روزه	۰/۱۲	۰/۱۳	۰/۰۸	۰/۲۰	۰/۰۵
بازده یک ساله	۰/۴۶	۰/۳۳	۰/۸۷	۰/۶۸	۰/۰۱
اقدام تعهدی	۰/۱۳	۰/۰۱	۰/۱۷	۰/۲۶	۰/۰۰
متغیر موهومی	۰/۵۱	۱/۰۰	۰/۵۰	۱/۰۰	۰/۰۰
چولگی مورد انتظار	۰/۲۶	۰/۲۶	۰/۱۸	۰/۳۷	۰/۱۶
لگاریتم عایدات	۱۱/۷۴	۱۱/۹۰	۲/۲۰	۱۲/۸۷	۱۰/۸۲
سهام باقی مانده	۱/۷۴	۲/۲۶	۱/۵۰	۲/۳۰	۱/۶۱
اندازه شرکت	۱۴/۶۴	۱۴/۵۰	۱/۷۸	۱۵/۸۱	۱۳/۳۶
عمر شرکت	۲/۶۸	۲/۶۴	۰/۵۹	۳/۰۹	۲/۲۰
بازده بازار ماه قبل	۲/۳۳	۱/۳۳	۵/۶۱	۴/۸۳	-۲/۴۴
نوسان صنعت	۰/۱۱	۰/۰۶	۰/۳۳	۰/۰۸	۰/۰۰۵

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

$$IPO_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Skw_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Hang_{i,t} + \alpha_4 age_{i,t} + \alpha_5 Proceed_{i,t} + \alpha_6 MR_{i,t-1} + \alpha_7 Ind Volat_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

ورود مرحله‌ای متغیرها						متغیر
کنترلی بازار و صنعت		کنترلی شرکت و معامله		چولگی		
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	
***۱/۹۳۷۶	۰/۰۲۷۷	***۳/۰۴	۰/۱۴	***۲/۷۹	۰/۱۳۴	چولگی مورد انتظار (Skew)
۱/۵۹	-۰/۰۴۶	*۱/۸۹	-۰/۰۵۳			اندازه شرکت (Size)
۱/۱۷	-۰/۰۳۴	۱/۴۱	-۰/۰۴۱			سهام عرضه نشده (Hang)
۰/۳۶	-۰/۰۰۵	۰/۳۶	-۰/۰۰۵			عمر شرکت (age)
۱/۰۳	۰/۰۳۱	۱/۳۰	۰/۰۳۸			عایدات (Proceed)
۱/۰۰	۰/۰۰۲					بازده یک ماه قبل بازار (MR)
۰/۵۸	۰/۰۱۴					نوسان صنعت (Ind volat)
***۳/۳۵	۰/۴۸۶	***۴/۶۲	۰/۳۱۹	***۵/۷۳	۰/۰۸۶	جزء ثابت
۰/۲۳۴		۰/۲۰۷		۰/۰۷۹		ضریب تعیین
۰/۱۷۰		۰/۱۶۱		۰/۰۶۸		ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۲۱۳۶		۱/۹۳۲۷		۱/۹۹۱۰		آماره دوربین - واتسون
***۵/۷۳۶۹		***۳/۹۷۷۶		***۲/۴۸۴۹		آماره F

\*\*\*, \*\*, \* به ترتیب بیان‌کننده معناداری در سطوح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد

همچنین نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، کیفیت سود بر رابطه بین چولگی مورد انتظار و بازده عرضه اولیه اثر منفی دارد. این امر با پیش‌بینی تحقیق مبنی بر تقلیل سوگیری سرمایه‌گذاران در تمایل به بخت‌آزمایی در عرضه اولیه به‌وسیله افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری همخوانی دارد. در جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه دوم درج شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم

کنترلی بازار و صنعت		متغیر
آماره t	ضریب	
**۳/۰۳	۰/۱۷۸	چولگی مورد انتظار (Skew)
۱/۱۹	۰/۰۳۷	کیفیت سود (AQ)
** -۱/۷۰	-۰/۱۶۸	تعاملی (Skew×AQ)
*۱/۶۶	-۰/۰۴۸	لگاریتم اندازه شرکت (Size)
-۱/۲۳	-۰/۰۳۷	لگاریتم سهام عرضه نشده (Hang)
-۰/۰۷	-۰/۰۰۱	لگاریتم عمر شرکت (age)
۱/۰۳	۰/۰۳۱	لگاریتم عایدات عرضه (Proceed)
*۱/۵	۰/۰۰۳	بازده یک ماه قبل بازار (MR)
-۰/۸۳	۰/۰۰۲	نوسان صنعت (Ind volat)
**۳/۲۸	۰/۴۷۹	جزء ثابت
۰/۲۵۹		ضریب تعیین
۰/۲۲۸		ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۰۷		آماره دوربین - واتسون
**۴/۷۶۹		آماره F
۰/۰۰۰		احتمال آماره F

\*\*\*، \*\*، \* به ترتیب نشان‌دهنده معناداری در سطوح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد

## نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در اغلب بازارهای مالی جهان، پدیده بازدهی غیرعادی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه به‌عنوان پدیده متواتر، همواره از دغدغه‌های سرمایه‌گذاران و محققان بوده است. در رابطه با این پدیده، محققان در دو گروه جداگانه و مهم به بررسی نقش عدم تقارن اطلاعاتی بین بازیگران مختلف بازار عرضه اولیه و سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در وقوع این پدیده پرداخته‌اند که نقش گروه اول در تحقیقات گذشته پررنگ‌تر است، اما در تحقیقات اخیر بر متغیر دوم نیز تمرکز شده است. مطابق با ادبیات و تئوری‌های مالی و مطالعات صورت گرفته، یکی از سوگیری‌های رفتاری



سرمایه‌گذاران در شرایط ابهام و عدم اطمینان، علاقه به بخت‌آزمایی است که به شکل ترجیح توزیع‌های با چولگی مثبت بالا سنجیده می‌شود. رابطه چولگی و بازده مورد انتظار از دانشی نشئت می‌گیرد که به‌واسطه تحلیل رفتار افراد در بخت‌آزمایی و شرط‌بندی حاصل شده است. مشاهده رفتار این افراد بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران توزیع‌هایی با چولگی مثبت را ترجیح می‌دهند (ژانگ، ۲۰۱۳). نتایج فرضیه اول این تحقیق مشابه ادبیات تحقیق (از جمله هوانگ و گرین، ۲۰۱۲) نشان داد ترجیح چولگی اثر مثبتی بر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه دارد. از سویی به اعتقاد بوشمن و اسمیت (۲۰۰۱) اطلاعات حسابداری مبهم، رابطه ارقام حسابداری و واقعیت‌های اقتصادی را تضعیف کرده و در نتیجه موجب افزایش ناقربینی اطلاعاتی می‌شود. بنابراین ایجاد محیط اطلاعاتی مطلوب حسابداری، موجب افزایش توان گزارش‌های مالی در انتقال اطلاعات شرکت شده و از طرف دیگر، موجب توزیع منصفانه‌تر این اطلاعات میان فعالان بازار می‌شود. بنابراین رسالت یک محیط مطلوب اطلاعاتی حسابداری، کاهش نااطمینانی و رفع هرچه بیشتر ابهام است. نتایج این تحقیق نیز همین ادعا را تأیید می‌کند. به بیان دیگر، مطابق با یافته‌های فرضیه دوم و نیز شواهد تحقیقات قبلی (مانند آرمسترانگ، ۲۰۱۱) مشخص شد که کیفیت اطلاعات حسابداری بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. نتایج فرضیه‌های این تحقیق نشان داد که کیفیت اطلاعات حسابداری، به ایجاد تفاوت در تصمیم و کاهش سوگیری رفتار سرمایه‌گذاران در عرضه‌های اولیه منجر می‌شود. به بیان دیگر، فرضیه‌های تحقیق که مبتنی بر پیش‌بینی‌های نظری و بر مبنای تحقیقات تجربی قبلی بود به تأیید رسید.

#### جدول ۴. خلاصه نتیجه فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	شرح	نتیجه
فرضیه اول	سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران (علاقه به بخت‌آزمایی) اثر مثبتی بر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه دارد.	در سطح ۹۵ درصد اطمینان، با افزایش چولگی مورد انتظار توزیع بازده، بازده عرضه اولیه در کوتاه‌مدت افزایش می‌یابد.
فرضیه دوم	کیفیت اطلاعات حسابداری بیشتر موجب تقلیل اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازدهی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه می‌شود.	در سطح ۹۵ اطمینان، با افزایش کیفیت اقلام تعهدی، اثر چولگی بر بازده عرضه‌های اولیه کاهش می‌یابد.

#### محدودیت‌های پژوهش

یکی از محدودیت‌های تحقیق حاضر، نماگر استفاده شده برای ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری است. با توجه اینکه استفاده از سنج‌های مبتنی بر ارقام بازار در عرضه‌های اولیه امکان‌پذیر نبود، تنها از سنج کیفیت اقلام تعهدی استفاده شد. محدودیت دیگر، تعداد کم

شرکت‌های جامعه و نمونه تحقیق بود. در برآورد چولگی مورد انتظار عرضه اولیه با استفاده از توزیع بازده شرکت‌های هم گروه، در مواردی تعداد شرکت‌های موجود در صنعت به اندازه‌ای کوچک بود که توزیع بازده تشکیل شده به ۲ یا ۳ شرکت محدود می‌شد.

### پیشنهاد برای تحقیقات آتی

پیشنهادهای این تحقیق به‌طور عمده مبتنی بر محدودیت‌های تحقیق ارائه شده است:

۱. در متغیر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در عرضه اولیه، بر سازه‌های دیگر همچون احساسات سرمایه‌گذاران خرد<sup>۱</sup> و بیش واکنشی<sup>۲</sup> آنها تمرکز شود.
۲. در انتخاب متغیر کیفیت اطلاعات، ترکیبی از سازه‌های ممکن درونی و بیرونی از جمله کیفیت حساسی، افشای اختیاری اطلاعات قبل از عرضه و... انعکاس داده شود.
۳. مدل برازش شده در این تحقیق برای بازه‌های زمانی آتی آزمون شده و در صورت لزوم، با اصلاح مدل و بازآزمون آن، نتایج تحقیق توسعه داده شود.
۴. در تبیین بازده عرضه‌های اولیه، تأثیر همزمان و متقابل دو متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران با استفاده از رویکرد مدل‌های ساختاری، بررسی شود.

### منابع

- پورحیدری، ا.؛ محمدرضاخانی، و. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر به موقع بودن سود بر بازده غیرعادی عرضه‌های عمومی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۲ (۳)، ۶۷-۵۵.
- تهرانی، ر.؛ بلگوریان، م.؛ نبی زاده، ا. (۱۳۸۷). بررسی تأثیر چولگی و کشیدگی در توصیف بازده سهام با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال ۱۱ (۴)، ۳۵-۵۲.
- حیدریپور، ف.؛ تاروی وردی، ی.؛ محرابی، م. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. *فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۶ (۱۷)، ۱۳-۱.
- خلیلی عراقی، م.؛ اسماعیلی، ب. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر عوامل مؤثر بر بیش واکنشی کوتاه‌مدت در عرضه اولیه سهام بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، ۳ (۱۱)، ۴۷-۶۴.

خواجوی، ش.؛ قاسمی، م. (۱۳۸۵). نظریه بازار کارا و مالی رفتاری. فصلنامه تحقیقات مالی، ۷(۲)، ۶۹-۴۹.

خواجوی، ش.؛ فعال، ع. (۱۳۹۵). نقش انتشار اطلاعات بر رابطه چولگی و بازده آتی سهام. فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۸(۱)، ۱۴۸-۱۲۹.

مهرانی، س.؛ عسگری، م.؛ تحریری، آ.؛ گنجی، ح. (۱۳۸۸). بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود و نبود حباب قیمتی و تعیین عوامل مؤثر بر آن. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۲(۸)، ۱۳۲-۱۱۵.

## References

- Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., & Verrecchia, R. E. (2011). When does information asymmetry affect the cost of capital? *Journal of Accounting Research*, 49(1), 1-40.
- Barberis, N., Huang, M. (2008). Stocks as lotteries: The implications of probability weighting for security prices. *American Economic Review*, 98(5), 2066-2100.
- Battalio, R. H., & Mendenhall, R. (2005). Earnings expectations, investor trade size, and anomalous returns around earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 289-319.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of financial economics*, 15(1), 213-232.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2011). *Investments*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Boyer, B. H., Mitton, T., & Vorkink, K. 2010. Expected idiosyncratic skewness. *Review of Financial Studies*, 23(1), 169-202.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1), 237-333.
- Core, J., Guay, W., Verdi, R. (2008). Is accruals quality a priced risk factor? *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 2-22.
- Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59.
- Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(3), 193-225.

- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344-401.
- Green, C., & Hwang, B. (2012). Initial public offerings as lotteries: Skewness preference and first-day returns. *Management Science*, 58(2), 432-444.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(8), 967-1010.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 295-327.
- Heidarpoor, F., Tariverdi, Y., Mehrabi, M. (2013). The Effects of Investor Sentiment on Stock Returns, *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6 (17), 1-13. (in Persian)
- Kahneman, D. & A. Tversky (1992). Advances in Prospect Theory, cumulative representation of uncertainty. *Journal of risk and uncertainty*, 5(4), 297-323.
- Khajavi, S. & Ghasemi, M. (2006). Efficient market hypothesis and Behavioral finance. *Journal of Financial Research*, 7(20), 49-69. (in Persian)
- Khajavi, Sh., Faal, A. (2016). The role of information release on skewness relation and future stock return. *Journal of Financial Research*, 18(1), 129- 148. (in Persian)
- Khalili Araghi, M. & Esmaili, B. (2014). Initial public offering (IPO) price Short-term Overreaction: The Effect of price and other factors in Tehran Stock Exchange. *Investment journal*, 3(11), 47-64. (in Persian)
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R.E. (2007), Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420.
- Loughran, T., Ritter, J., Rydqvist, K. (2015). Available at: [www.researchgate.net/publication/275891832\\_Initial\\_Public\\_Offerings\\_International\\_Insights](http://www.researchgate.net/publication/275891832_Initial_Public_Offerings_International_Insights).
- McInnis, J. (2010). Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. *The Accounting Review*, 85(4), 315-341.
- Mehrani, A., Asgari, M., Tahriri, A., Ganji, H. (2009). To Survey the Existence of Abnormal Return in Initial Public Offering at the Presence & Absence of Price Bubbles: Case of Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 2 (8), 115-132. (in Persian)
- Ofek, E., M. Richardson. 2003. Dotcom mania: The rise and fall of Internet stock prices. *Journal of Finance*, 58(3), 1113-1137.

- Penman, S., Zhang, X. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review* 77(3), 237-264.
- Pitcher, A. (2008). *Investigation of a Behavioral Model for Financial Decision Making*. A dissertation submitted for the degree of MSc Mathematical & Computational Finance, Magdalen College University of Oxford, 1-43.
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioral finance and wealth management*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Pourheidari, O., Mohammadrezakhani, V. (2013). Effect of Earnings Timeliness on Public Stock Offering Abnormal Returns in Listed Companies of Tehran Stock Exchange. *Journal of Empirical Research In Accounting*, 2 (3), 55-67. (in Persian)
- Tehrani, R., Bagorian, M. & Nabizadeh, A. (2008). Examination of the effect of skewness and excess kurtosis on stock returns description through capital asset pricing model. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 1(4): 35-52. (in Persian)
- Zhang, Y. (2006). Individual skewness and the cross-section of average stock returns. *Working paper, Yale University, New Haven, CT*.
- Zhang, X. J. (2013). Book-to-market ratio and skewness of stock returns. *The Accounting Review*, 88(6), 2213-2240.

Archive of SID