

واگرایی نظرات و اثر تعدیلی توجه و مشارکت سرمایه‌گذاران به بازار عرضه اولیه سهام

نفیسه تقی زاده^۱
محسن حمیدیان^۲
نوروز نوراله زاده^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۱/۱۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۶/۰۲

چکیده

در پژوهش حاضر به بررسی اثر تعدیلی توجه و مشارکت سرمایه‌گذاران بر رابطه بین بازده اولیه و واگرایی نظرات سرمایه‌گذاران شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه پرداخته شد که برای این منظور تعداد ۱۲۴ شرکت دارای عرضه اولیه عمومی در دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها در گروه پژوهش‌های توصیفی- پس رویدادی قرار دارد که برای بررسی فرضیه‌ها از نرم‌افزار Eviews8 بهره گرفته شد. نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می‌دهد در مجموع توجه سرمایه‌گذاران دارای اثر منفی و معناداری بر رابطه بین بازده اولیه سهام و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی سهام می‌باشد و هم چنین، مشارکت سرمایه‌گذاران خرد دارای اثر مثبت و معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: واگرایی نظرات، توجه و مشارکت سرمایه‌گذاران، عرضه عمومی اولیه.

۱- گروه حسابداری، واحد بین‌الملل کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، جزیره کیش، ایران.

۲- استادیار، حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران. نویسنده مسئول
hamidian_2002@yahoo.com

۳- استادیار، حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

۱- مقدمه

اقتصاد رفتاری در پرداختن به ناهنجاری‌های رفتار قیمت و حجم در بازار مالی دچار انحراف شناختی و روان‌شناختی بوده است، که دو نمونه از این ناهنجاری‌ها واگرایی نظر (میلر^۱، ۱۹۷۷) و توجه (کانمن^۲، ۱۹۷۳) می‌باشد. واگرایی نظر نوعی عدم تجانس مربوط به سرمایه‌گذار است که در آن برآورد سرمایه‌گذارها در مورد ارزش دارایی متفاوت است (وانگ و لیو^۳، ۲۰۱۴). این پدیده در بازار کارآمد خصوصاً برای دارایی‌های کم قیمت (واریان^۴، ۱۹۸۵) و یا در بازارهای ناکارآمد که در آن فرض می‌شود انتظارات سرمایه‌گذار غیرمتجانس است رخ می‌دهد (مایاشار^۵، ۱۹۸۳). طی پژوهش‌های صورت گرفته روی عرضه اولیه سهام، مشخص شد که نبود پیشینه و سابقه عملیاتی در گذشته برای شرکت‌های کوچک باعث عدم قطعیت می‌شود که در نتیجه منجر به واگرایی نظرات در مورد قیمت سهام می‌گردد (میلر، ۱۹۷۷؛ ۲۰۰۰؛ هوگ، لوقان، یان و سوشنک^۶، ۲۰۰۱). در نهایت، نبود اطلاعات در عرضه اولیه سهام باعث واگرایی نظرات سرمایه‌گذار می‌شود (میلر، ۱۹۷۷). از سوی دیگر، فرضیه عدم توافق از واگرایی نظر سرمایه‌گذار در بازار ناکارآمد حمایت می‌کند (کارپوف^۷، ۱۹۸۶؛ هریس و راویو^۸، ۱۹۹۳؛ هانگ و استین^۹، ۲۰۰۷).

طبق شواهد به اثبات رسید که توجه، یک مکانیسم عدم توافق است (هانگ و استین، ۲۰۰۷) که شامل فرایند توجه و تمرکز آگاهانه و اختیاری روی یک جنبه خاص از اطلاعات و عدم توجه به اطلاعات دیگر می‌باشد (کانمن، ۱۹۷۳). این اصطلاح در پژوهش‌های کانمن (۱۹۷۳) و کانمن، اسلویک و تروسکی^{۱۰} (۱۹۸۲) مطرح شد. نتیجه‌ی محدودیت شناختی افراد در تصمیم‌گیری، مجموعه گسترده‌ی اطلاعات است (هانگ و استین، ۲۰۰۷؛ لیم و تنو^{۱۱}، ۲۰۱۰). از دیدگاه روان‌شناختی، افراد می‌خواهند بیش‌تر به اطلاعاتی توجه کنند (محرک) که انحراف کم‌تری دارند (دللاویگنا و پولت^{۱۲}، ۲۰۰۹؛ لیم و تنو،

۲۰۱۰) و پردازش‌شان آسان‌تر است (پنگ و اکسونگ^{۱۳}، ۲۰۰۶؛ لیم و تنو، ۲۰۱۰).

سرمایه‌گذارانی که دچار سربار شناختی هستند، تنها به بخش کوچکی از اطلاعات موجود توجه می‌کنند که این باعث رفتار حجم و قیمت غیرعادی می‌گردد (بابر و اوران^{۱۴}، ۲۰۰۸). میان توجه و رفتار قیمت رابطه مثبت وجود دارد (دللاویگنا و پولت، ۲۰۰۹؛ دا، انگلبرگ و گائو^{۱۵}، ۲۰۱۱؛ دریک، روولستون و تورنک^{۱۶}، ۲۰۱۲)، اما رابطه میان توجه و رفتار حجم ناشی از واگرایی نظرات هنوز مشخص نیست (نارایاناسامی، مامونور و ایزانی^{۱۷}، ۲۰۱۸).

از سوی دیگر، تصمیم‌گیری در مورد فعالیت‌های عرضه اولیه سهام بر ابعاد متفاوتی مبتنی است. کارآفرینان باید موقعیت مالی شرکت (موقعیت خود شرکت به تنهایی یا در مقایسه با دیگران)، بازار مالی کل و شرایط اقتصادی (عواطف سرمایه‌گذار، خوش‌بینی بازار) و انتخاب‌های سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرند. فعالیت‌های عرضه اولیه سهام در شرایطی رخ می‌دهند که سهام در بالاترین قیمت ممکن قابل فروش به سهامداران جدید در پایین‌ترین نرخ تنزیل باشد. شرکت‌هایی که قصد فعالیت‌های عرضه اولیه سهام دارند، معمولاً تاریخ عرضه اولیه سهام واقعی را دیرتر از تاریخ تعیین شده در حین این فرایند تنظیم می‌کنند. تاریخ مشخص عرضه اولیه سهام بستگی به زمان‌بندی بازاری مدیران شرکت و کارآفرین دارد (لوکاس و مک‌دونالد^{۱۸}، ۱۹۹۰). این رویدادها در بازار نشان‌دهنده وجود خوش‌بینی بازار و عواطف مثبت سرمایه‌گذار است (دیکل و لوندیس^{۱۹}، ۲۰۱۷). با توجه به موارد ارائه شده فوق، پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که آیا توجه و مشارکت سرمایه‌گذاران دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و واگرایی نظرات سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد یا خیر؟

۲- ادبیات نظری پژوهش

۲-۱- واگرایی نظرات

روش‌های مختلفی که سرمایه‌گذاران فردی با استفاده از آن‌ها باورهای خود در مورد توزیع بازده‌های آتی را به روز می‌کنند، واگرایی نظرات یا اختلاف عقیده نامیده می‌شود (وانگ و لیو، ۲۰۱۴، میلر، ۱۹۷۷). پدیده اختلاف نظر به طور معمول با تغییرات حجم معاملات سهام خاص به دنبال یک رویداد رخ می‌دهد (میلر، ۱۹۷۷، کارپوف، ۱۹۸۶؛ کندل و پیروسون^{۲۰}، ۱۹۹۵؛ هانگ و استین، ۲۰۰۷؛ گارفینکل^{۲۱}، ۲۰۰۹؛ وانگ و لیو، ۲۰۱۴). بر اساس مطالعات تجربی گذشته اختلاف نظر در بازارهای دارای عرضه جدید مانند عرضه عمومی اولیه بیشتر است. با این حال، اغلب مطالعات به بررسی اثرات اختلاف عقیده بر قیمت کمتر از حد عرضه اولیه سهام پرداختند و انجام پژوهش در زمینه رفتار حجمی نسبتا کم است. به طور کلی، رابطه بین مشارکت سرمایه‌گذاران فردی و اختلاف عقیده پس از فروش، اگرچه عناصر کلیدی رفتار حجمی هستند، در حوزه عرضه اولیه سهام همواره مورد بررسی قرار می‌گیرد (نارایاناسامی و همکاران، ۲۰۱۸).

تأثیر اختلاف نظر سرمایه‌گذاران بر رفتار بازار سهام در سال‌های اخیر توجه زیادی را به خود جلب کرده است. با این حال، شواهد نظری و تجربی موجود بی‌نتیجه مانده است. از یک طرف، در صورت وجود محدودیت فروش کوتاه مدت میان کاهش بازده پیش‌بینی شده و اختلاف نظر ارتباط وجود دارد (برکمن، دیمیتروو، جین، کوچ و تاپس^{۲۲}، ۲۰۰۹؛ چن، هنگ و استین^{۲۳}، ۲۰۰۲؛ دیترا، ملوی، اسپرینا^{۲۴}، ۲۰۰۲؛ میلر، ۱۹۷۷). از سوی دیگر، محققان معتقدند اختلاف نظر منجر به افزایش صرف ریسک می‌گردد (وس^{۲۵}، ۲۰۰۸؛ گارفینکل و سوکوبین^{۲۶}، ۲۰۰۶؛ واریان، ۱۹۸۵). اختلاف نظر با حجم معاملات در بازارهای دارای نیز مرتبط است. در حالی که طبق قضیه بدون تجارت میلگروم و استوکی^{۲۷} (۱۹۸۲) اختلاف نظر باعث بازبینی اثرات بدون اثرگذاری بر

حجم معاملات می‌گردد، مطالعات بعدی که از پروکسی‌های مختلف برای عدم توافق استفاده می‌کنند به این نتیجه رسیدند که اختلاف نظر حجم معاملات را افزایش می‌دهد (بمبر، بارون، استوبر^{۲۸}، ۱۹۹۷؛ بنرجی و کرم^{۲۹}، ۲۰۱۰؛ کارلین لانگستف، متوبا^{۳۰}، ۲۰۱۴؛ هریس و راویف، ۱۹۹۳؛ کندل و پیروسون، ۱۹۹۵؛ الناصری و علی^{۳۱}، ۲۰۱۸).

مرور ادبیات نشان می‌دهد که دلایل زیادی وجود دارد که ثابت می‌کند میزان اختلاف نظر سرمایه‌گذاران را می‌توان در بازار عرضه اولیه سهام کاهش داد: اول، وجود محدودیت‌های فروش کوتاه (میلر، ۱۹۷۷؛ میلر، ۲۰۰۰؛ بئمه، دانیلسن و سورکو^{۳۲}، ۲۰۰۶؛ چانگ، چنگ و یو^{۳۳}، ۲۰۰۷)؛ دوم، روش قیمت‌گذاری (چهن^{۳۴}، ۲۰۰۷)؛ سوم، نوع شرکت‌کنندگان در بازار، چهارم، سطح ریسک‌پذیری عرضه‌های جدید (بئمه و چولاک^{۳۵}، ۲۰۱۲؛ میلر، ۲۰۰۰)؛ پنجم، ویژگی عرضه‌های جدید (کریگمن، شاو و ووماک^{۳۶}، ۱۹۹۹؛ آگاروال^{۳۷}، ۲۰۰۳؛ الیس^{۳۸}، ۲۰۰۶؛ بئمه و چولاک، ۲۰۱۲) و آخر اندازه LPs است (چهن، ۲۰۰۷؛ لو و یانگ^{۳۹}، ۲۰۱۳).

۲-۲- توجه سرمایه‌گذاران و اثرگذاری آن بر بازده

فعالیت‌های بازاریابی از فعالیت‌هایی هستند که برای شرکت‌ها ارزش ایجاد می‌کنند. فعالیت‌های بازاریابی از عوامل متفاوتی ناشی می‌شود که تبلیغات یکی از اجزای با اهمیت آن است. تبلیغات یکی از اساسی‌ترین و هزینه‌برترین فعالیت‌های بازاریابی است (گوپتا^{۴۰}، ۲۰۰۸). ایجاد یک بودجه بازاریابی دقیق قبل از شروع هر سال مالی به موازات رشد یا افول شرکت اعمال می‌شود. نظارت بر هزینه‌های بازاریابی و نتایج آن در طول سال به منظور اثربخشی بهتر بودجه انجام می‌گیرد (برخوردار است (کوکمولر^{۴۱}، ۲۰۱۳).

شرکت‌ها در شرایط فعلی و با رشد سریع دانش و افزایش رقابت جهانی، هزینه‌های تحقیق و توسعه و

بهترین روش تنها انتخاب سهام‌هایی است که بیشتر توجه‌شان را به خود جلب کرده است.

از سوی دیگر، افراد در تصمیم‌گیری هنگام فروش سهام کمتر دچار مشکل می‌شوند زیرا تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران در فروش کوتاه‌مدت شرکت نمی‌کنند و مشکل جستجوی آن‌ها در انتخاب نوع سهام غالباً محدود به سهام‌هایی می‌شود که در حال حاضر در اختیار دارند. در نتیجه، خرید سرمایه‌گذاران غالباً معطوف به سهام‌هایی می‌شود که توجه را به خود جلب کرده، اما در زمینه فروش چنین مسئله‌ای وجود ندارد. بنابراین، افزایش تبلیغات که باعث تغییر دیدگاه سرمایه‌گذاران می‌شود با افزایش سفارشات خرید نسبت به فروش، ارزش شرکت را در کوتاه‌مدت بالا می‌برد. از آن جا که سرمایه‌گذاران فردی غالباً محدود به منابع هستند و با مخارج فروش کوتاه‌مدت بیشتری مواجه می‌شوند نسبت به سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر تحت تاثیر تبلیغات قرار دارند.

کانال دوم مبتنی بر تعصبات رفتاری سرمایه‌گذاران هنگام پردازش اطلاعات است. تبلیغات دو ویژگی ذاتی اطلاعاتی دارد: الف) تبلیغات به ندرت حاوی اطلاعات جدید است؛ و ب) تبلیغات تقریباً هرگز یک محصول یا یک شرکت را به شیوه‌ای جامع و عینی به تصویر نمی‌کشد. با این حال، اگر سرمایه‌گذاران قادر به تمایز بین اطلاعات واقعی و قدیمی نباشند و یا تحت تاثیر توصیفات عینی قرار گرفته باشند ممکن است نسبت به تبلیغات واکنش اشتباه نشان دهند. سرمایه‌گذاران ممکن است فکر کنند که شرکتی که به طور مداوم در تبلیغات ظاهر می‌شود، رشد زیادی دارد و قیمت سهام آن افزایش خواهد یافت و این مسئله هرگز با بازار قابل پیش‌بینی نیست. با توجه به این که سرمایه‌گذاران فردی نسبت به سرمایه‌گذاران نهادی زیاد پیچیده نیستند، انتظار داریم که بروز چنین اثراتی در میان سرمایه‌گذاران فردی مشهودتر باشد (لو^{۴۶}، ۲۰۰۹).

ژائو، شونگ و شن^{۴۷} (۲۰۱۸) دریافتند بین توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران و بازده روز اول عرضه اولیه

تبلیغات خود را افزایش می‌دهند. یک مسأله عمده حسابداری در حوزه دانشگاهی و اجرایی مخارج تبلیغات و تحقیق و توسعه است که تا چه حد می‌تواند منافع آینده اقتصادی مورد انتظار را به وجود آورد. اگر مخارج تبلیغات و تحقیق و توسعه، منافع آینده‌ی اقتصادی فراهم کند، سرمایه‌ای و در غیر این صورت، هزینه‌ی دوره جاری تلقی می‌شوند (مارگی، ملوین و جورج^{۴۲}، ۲۰۰۵). متخصصان بازاریابی و حسابداری و مالی می‌خواهند بدانند که آیا تبلیغات در تحقق اهداف شرکت‌ها مؤثر واقع می‌شود؟ (گوپتا، ۲۰۰۸). ارزش تبلیغات زمانی آشکار می‌شود که آثار و پیامدهای آن بر روی خریداران واقعی و بالقوه مشاهده شود. مشتریان خشنود با تفسیرهای مثبت می‌توانند موجب افزایش خرید شوند در حالی که تفسیرهای منفی از سوی مشتریان ناخشنود می‌تواند کاهش خرید را به دنبال داشته باشد (شاه و استارک^{۴۳}، ۲۰۰۴). تصمیم خرید مصرف‌کنندگان تحت تاثیر ارزشی است که از خرید محصول یا خدمت خاص به دست می‌آید. مصرف‌کنندگان انتظار دارند در برابر هر ریالی که می‌پردازند، ارزش دریافت کنند. در سوی دیگر، طیف بازاریابان از سرمایه‌گذاری در تبلیغات انتظار بازده دارند. این بازده ممکن است به شکل افزایش در سوددهی و افزایش ارزش شرکت باشد (کوندو، کولکاری و مورتی^{۴۴}، ۲۰۰۸). به طور کلی تبلیغات تأثیر مستقیم بر فروش دارد و افزایش میزان فروش نیز بر سود شرکت مؤثر است. هم‌چنین، تبلیغات در سطح جامعه میل به خرید در مشتریان را افزایش می‌دهد (احمدی، کوچک‌اندام و سیفی قبادی، ۱۳۹۲). تبلیغات بر نقدینگی و افزایش مالکیت سهام اثرات بسزایی دارد (گرالون، کاناتاس و وستون^{۴۵}، ۲۰۰۴).

دو کانال بالقوه وجود دارد که از طریق آن تبلیغات باعث افزایش بازده سهام و کاهش بازده‌های بعدی می‌شود. اولین مکانیسم وابسته به اصطکاک تجاری خاصی با عنوان محدودیت فروش کوتاه‌مدت است. سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری در مورد خرید سهام مورد نظرشان غالباً دچار مشکل می‌شوند. بنابراین

هریس و راویف، ۱۹۹۳؛ کارپوف، ۱۹۸۶). علاوه بر این، بسیاری از دانشگاهیان ادعا می‌کنند زمانی که سرمایه‌گذاران در بازار عرضه اولیه سهام در مقایسه با سهام‌های فصلی در بازار به طور معناداری دچار اختلاف عقیده می‌شود (نگاه کنید به، برای مثال، بئمه و چولاک، ۲۰۱۲؛ دیتز، ملوی و اسچربینا، ۲۰۰۲). در اینجا، اختلاف عقاید سرمایه‌گذاران منجر به اختلاف نظر در مورد توزیع‌های آینده بازده سهام عرضه اولیه سهام در بازار پس از فروش می‌شود که در ادامه میزان تجارت و معاملات تجاری افزایش می‌یابد.

از آنجا که سرمایه‌گذاران پس از فروش با مسئله انتخاب خرید سهام در بازار عرضه اولیه سهام یا سایر گزینه‌های سرمایه‌گذاری موجود در بازار مواجه می‌شوند، به احتمال زیاد معاملاتشان تحت تاثیر توجه بر ویژگی‌های عرضه اولیه سهام مربوطه قرار می‌گیرد. به طور کلی، رابطه بین مشارکت سرمایه‌گذاران فردی و اختلاف عقیده پس از فروش، اگرچه عناصر کلیدی رفتار حجمی هستند، در حوزه عرضه اولیه سهام همواره بررسی می‌شوند (نارایاناسامی و همکاران، ۲۰۱۸). با توجه به یافته‌های چهین (۲۰۰۷) و چونگ، احمد و علی^۵ (۲۰۰۹)، سرمایه‌گذاران با علاقه فروش بیشتری به خرید سهام در بازار عرضه اولیه سهام علاقمند می‌شوند، علی‌رغم اینکه صرف بالا به چنین پیشنهادهای اضافه می‌شوند. هنگامی که به عرضه اولیه سهام می‌رسد، سرمایه‌گذاران فردی تمایلی به داشتن تخصیص بهینه سهام‌شان به خصوص برای دوره‌های طولانی‌تر ندارند.

بر اساس عقاید الیس (۲۰۰۶)، حجم معاملات بالا زمانی اتفاق می‌افتد که سرمایه‌گذاران اصلی طولانی مدت عرضه اولیه سهام، پرتفوی‌های خود را با موقعیت‌های مطلوب سازگار کنند. به علاوه، عرضه اولیه سهام‌هایی که میزان تقاضایشان چندین بار بیش از حد مطلوب باشد نیز استدلال تخصیص را تحریک می‌کند. درضمن، ممکن است برخی دیگر بخواهند سهام‌های تخصیص یافته خود را با قیمتی بالاتر از قیمت بازار بفروشند. میزان تقاضا نشان دهنده میزان

سهام عام رابطه مثبتی وجود دارد و این مورد به نوبه خود نشان می‌دهد که هرچه میزان توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران قبل از عرضه اولیه سهام عام بیشتر باشد میزان بازده عرضه اولیه سهام عام در روز اول افزایش خواهد یافت و بین عملکرد کمتر از حد بلندمدت عرضه اولیه سهام عام و توجه غیرعادی سرمایه‌گذاران رابطه‌ی معنادار ضعیفی وجود دارد.

۲-۳- مشارکت سرمایه‌گذاران و واگرایی نظرات

روش‌های مختلفی که سرمایه‌گذاران فردی با استفاده از آن‌ها باورهای خود در مورد توزیع بازده‌های آتی را به روز می‌کنند اختلاف عقیده نامیده می‌شود (وانگ و لیو، ۲۰۱۴ و میلر، ۱۹۷۷). پدیده اختلاف نظر به طور معمول با تغییرات حجم معاملات سهام خاص به دنبال یک رویداد رخ می‌دهد (میلر، ۱۹۷۷؛ کارپوف، ۱۹۸۶؛ هریس و واریف، ۱۹۹۳؛ کندل و پیرسون، ۱۹۹۵؛ هانگ و استین، ۲۰۰۷؛ گارفینکل، ۲۰۰۹؛ وانگ و لیو، ۲۰۱۴). بسیاری از مطالعات تجربی نشان داده‌اند که اختلاف عقیده در بازارهای دارای عرضه جدید مانند عرضه عمومی اولیه بیشتر است. با این حال، اغلب مطالعات قبلی به بررسی اثرات اختلاف عقیده بر قیمت کمتر از حد عرضه اولیه سهام پرداختند و انجام پژوهش در زمینه رفتار حجمی نسبتاً کم است. یافته‌های تعداد اندکی از پژوهش‌ها در بررسی رفتار حجمی نشان می‌دهد که عرضه اولیه بالاتر موسسات تجاری نهادی منجر به کاهش عملکرد پس از عرضه اولیه سهام می‌شود (کریگمن و همکاران، ۱۹۹۹؛ آگاروال ۲۰۰۳؛ بایلی، لی و والتز^{۴۸}، ۲۰۰۶؛ الیس، ۲۰۰۶؛ بئمه و چولاک، ۲۰۱۲).

از دیدگاه رفتاری، هنگامی که سرمایه‌گذاران اعتقادات خود را با استفاده از هزاران روش به روزرسانی کنند (گواترمن و ماسا^{۴۹}، ۲۰۰۵)، و تفاوت‌های به وجود آمده تغییرات حجمی زیادی در بازار سرمایه ایجاد کند اختلاف عقیده رخ می‌دهد (وانگ و لیو، ۲۰۱۴؛ گارفینکل، ۲۰۰۹؛ هانگ و استین، ۲۰۰۷؛ گواترمن و ماسا، ۲۰۰۵؛ کندل و پیرسون، ۱۹۹۵؛

می‌کند. به این ترتیب، در فرضیه اول پژوهش به بررسی این اثر تعدیل‌گر پرداخته شده است:

فرضیه اول: توجه سرمایه‌گذاران دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد.

در این مطالعه، متغیر توجه سرمایه‌گذاران با این فرض تلفیق شده که سرمایه‌گذاران منفرد و خرد دارای دانش کمتری می‌باشند و مشارکت سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر تعدیل‌گر وارد مدل شده است. این متغیر به صورت نسبت سهام خرد به کل سهام شرکت اندازه‌گیری شده است. از آن جا که توجه سرمایه‌گذاران از سوی سرمایه‌گذار منفرد جذاب می‌باشد، فرض می‌شود که این متغیر می‌تواند اثر مثبتی بر تفاوت دیدگاه‌های بازار و سرمایه‌گذاران داشته باشد. ارتباط مثبت نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران خرد، قیمت‌گذاری کمتر از حد برای عرضه اولیه عمومی را به سرعت لحاظ می‌کنند (جلیک، سعدونی و بریستون^{۵۳}، ۲۰۰۱؛ هو، جلیک، سعدونی و وروهوین^{۵۴}، ۲۰۰۷). به این ترتیب فرضیه دوم به شرح ذیل تدوین می‌شود:

فرضیه دوم: مشارکت سرمایه‌گذاران خرد دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد.

۴- روش شناسی پژوهش

۴-۱- جامعه و نمونه آماری

در پژوهش حاضر به بررسی کلیه شرکت‌هایی که از تاریخ ۸۵/۱/۱ تا ۹۶/۱۲/۲۹ برای اولین بار اقدام به عرضه سهام خود نموده‌اند، مشروط به اینکه جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند و سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم گردد، می‌پردازد. لذا تعداد جامعه و نمونه آماری شامل ۱۲۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، به گونه‌ای که کلیه شرایط گفته شده را احراز نموده‌اند.

این سرمایه‌گذاران است. نسبت تقاضای بیشتر نشان می‌دهد که توجه بیشتری در بازار اولیه وجود دارد و این مورد، نظر سرمایه‌گذاران در بازار پس از فروش را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در این راستا، چهین (۲۰۰۷) رابطه مثبت ضعیفی بین میزان تقاضا و اختلاف نظر پس از فروش بازار عرضه اولیه سهام قیمت ثابت نشان می‌دهد. با این حال، لو و یونگ^{۵۱} (۲۰۱۳) رابطه غیرمعناداری بین نسبت تقاضا و گردش مالی پیدا کردند. نارایاناسامی و همکاران (۲۰۱۸) نشان دادند که مشارکت سرمایه‌گذار فردی رابطه بین عملکرد اولیه و باور سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهند سرمایه‌گذاران فردی شرکت کننده در عرضه عمومی اولیه، به سرعت به منظور استفاده از مزیت‌های اختلاف نظر پس از فروش، دارایی‌های خود را می‌فروشند.

۳- توسعه فرضیه‌ها

توجه سرمایه‌گذاران، یکی از تعدیل کننده‌هایی است که در این مطالعه با استفاده از هزینه‌های تبلیغات و بازاریابی شرکت‌ها اندازه‌گیری شده است. بنابراین، انتظار می‌رود وقتی هزینه تبلیغات و بازاریابی شرکت‌ها افزایش می‌یابد، توجه مخاطبان را بیشتر به خود جلب کند و در نتیجه این موضوع بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه اثرگذار باشد (د، انگلبرگ و گائو، ۲۰۱۱؛ دریک و همکاران، ۲۰۱۲؛ دیهان، شولین و تورنک^{۵۲}، ۲۰۱۵). در همین ارتباط، ژائو و همکاران (۲۰۱۸) نشان دادند رابطه مثبت و معناداری میان توجه سرمایه‌گذار غیرعادی و بازار عرضه اولیه سهام وجود دارد و نشان می‌دهد توجه بیشتر سرمایه‌گذار غیرعادی قبل از عرضه اولیه سهام باعث بازده بیشتر عرضه اولیه سهام می‌گردد. نارایاناسامی و همکاران (۲۰۱۸) نشان دادند ارتباط بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران وجود دارد. همچنین، زمانی که درک فردی ضعیف است، تمایلات رفتاری سرمایه‌گذاران کاهش پیدا

۵- توسعه مدل‌ها و روش اندازه‌گیری متغیرها

۵-۱- متغیر وابسته: واگرایی نظرات

معیار اندازه‌گیری واگرایی نظرات در پژوهش حاضر انحراف معیار روزانه سهام بر اساس قیمت تقاضا و قیمت معامله می‌باشد. برای اندازه‌گیری این متغیر از رابطه زیر استفاده است (گارفینکل، ۲۰۰۹):

$$(1) \quad Distance = \frac{OrderPrice - PriorTradePrice}{PriorTradePrice}$$

در رابطه بالا داریم:

$OrderPrice$: قیمت پیشنهادی.

$PriorTradePrice$: قیمت معامله پیشین.

سپس واگرایی عقیده (DIVOP) به صورت انحراف معیار روزانه این اختلاف محاسبه می‌شود:

$$(2) \quad DIVOP = \left[\sum_{i=1}^N \frac{(\%Distance_i - \%Distance)^2}{N-1} \right]_{day}^{1/2}$$

در رابطه بالا داریم:

N : تعداد سهام‌های پیشنهادی در روز اول.

۵-۲- متغیر مستقل: بازده اولیه

متغیر اصلی مستقل در پژوهش حاضر بازده اولیه (قیمت‌گذاری کمتر از حد) است. بازده اولیه به صورت درصد تغییرات قیمتی روز اول سهام برای قیمت عرضه اولیه عمومی شرکت تعریف می‌شود (ایبوتسون و جاف^{۵۵}، ۱۹۷۵؛ کریگمن و همکاران، ۱۹۹۹؛ هوگ، لاگران، یان و سوچانک^{۵۶}، ۲۰۰۱؛ آگاروال، ۲۰۰۳؛ بایلی و همکاران، ۲۰۰۶؛ بئمه و چولاک، ۲۰۱۲). بنابراین، فرمول اندازه‌گیری این متغیر به شرح ذیل می‌باشد:

$$(3) \quad PCC_{it} = \left(\frac{P_{it}}{P_0} \right) - 1$$

در فرمول بالا داریم:

PCC_{it} : بازده اولیه.

P_{it} : قیمت پایان روز عرضه اولیه عمومی سهام شرکت.

P_0 : قیمت پیشنهادی عرضه اولیه عمومی سهام شرکت.

۵-۳- متغیرهای تعدیل‌گر

۵-۳-۱- توجه سرمایه‌گذاران

متغیر تعدیل‌گر در پژوهش حاضر توجه سرمایه‌گذاران می‌باشد که برای اندازه‌گیری آن به پیروی از لوگران و لیتز^{۵۷} (۲۰۰۴) و مادسن و نیسنر (۲۰۱۷) از شاخص هزینه تبلیغات شرکت استفاده شده است. تبلیغات به منظور جلب توجه طراحی می‌شود و در صورتی که از سوی سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل مورد توجه قرار گیرد، می‌تواند آن‌ها را ترغیب به بررسی قیمت جاری سهام، عملکرد مالی یا حتی خرید و فروش سهام نماید. مطالعات پیشین نشان می‌دهد که هزینه‌های تبلیغات شرکت‌ها دارای همبستگی معناداری با بازده سالانه شرکت می‌باشد (لو، یوچیدا و گائو، ۲۰۱۴؛ چمانور و یان، ۲۰۰۹). بنابراین، توجه سرمایه‌گذاران به صورت نسبت هزینه‌های تبلیغات شرکت‌ها به کل فروش شرکت در نظر گرفته شده است. بنابراین داریم:

$$ATTEN_{it} = \frac{ADS_{it}}{SALES_{it}}$$

در فرمول بالا داریم:

$ATTEN_{it}$: توجه سرمایه‌گذاران به شرکت i در سال t .

ADS_{it} : هزینه تبلیغات و بازاریابی شرکت i در سال t .

$SALES_{it}$: فروش کل شرکت i در سال t .

۵-۳-۲- مشارکت سرمایه‌گذاران خرد

(RETOUT)

از مدل نارایاناسامی و همکاران (۲۰۱۸) برای اندازه‌گیری مشارکت سرمایه‌گذاران خرد استفاده شده است. در این روش، مشارکت سرمایه‌گذاران خرد به صورت نسبت سهام خرد به کل سهام شرکت در تاریخ عرضه اولیه عمومی در نظر گرفته شده است.

۵-۴- متغیرهای کنترلی

در این مطالعه، سه متغیر کنترلی نیز در نظر گرفته شده که براساس اهمیت آن‌ها در مطالعات مالی-رفتاری است (میلر و ریلی،^{۵۸} ۱۹۸۷؛ کریگمن و همکاران، ۱۹۹۹؛ بایلی و همکاران، ۲۰۰۶؛ چونگ و همکاران، ۲۰۰۹؛ یونگ، ۲۰۱۰؛ بئمه و چولاک، ۲۰۱۲). این متغیرها شامل عوامل ریسک عرضه عمومی اولیه، بهره سرمایه‌گذاران قبل از بازار و متغیر اکتشافی است. عوامل ریسک عرضه اولیه عمومی شرکت‌ها برای تجزیه و تحلیل مولفه اصلی استفاده شده است. این متغیر شامل اندازه پیشنهادی، سرمایه بازاری، قیمت پیشنهادی و اندازه دارایی می‌باشد.

مطالعات پیشین نشان دادند که عقاید و دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران برای تاریخچه عملیاتی کوتاه‌مدت (ریتر، ۱۹۸۴؛ میلر، ۲۰۰۰؛ هوگ و همکاران، ۲۰۰۱؛ لوگران و ریتر، ۲۰۰۴؛ جوارتوسکی و لیزینسکا^{۵۹}، ۲۰۱۲)، اندازه کوچک شرکت (میلر، ۲۰۰۰؛ لو و یونگ، ۲۰۱۳) و قیمت‌گذاری بیش از حد پایین عرضه اولیه عمومی (میلر و ریلی، ۱۹۸۷؛ کریگمن و همکاران، ۱۹۹۹؛ میلر، ۲۰۰۰؛ بئمه و چولاک، ۲۰۱۲) به طور قوی در ارتباط است. ضمن اینکه کریگمن و همکاران (۱۹۹۹) و بئمه و چولاک، ۲۰۱۲ دریافتند که شهرت نقش مهمی در فراهم‌ساختن نقدشوندگی بازار دارد. متغیرهای کنترلی به صورت زیر تعریف می‌شوند:

اندازه پیشنهادی (LNFSIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی حجم سهام پیشنهادی از سوی شرکت.
سرمایه بازاری (LNME): برابر است با لگاریتم طبیعی سرمایه بازاری شرکت.

قیمت پیشنهادی (LNPRICE): برابر است با لگاریتم طبیعی قیمت پیشنهادی سهام شرکت.
اندازه دارایی (LNATA): برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت.

۶- توسعه مدل‌های رگرسیونی

فرضیه اول: هدف اصلی فرضیه اول پژوهش بررسی اثر تعدیل‌گر توجه سرمایه‌گذاران بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد به این منظور، در ابتدا به بررسی رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی پرداخته شده و سپس اثر تعدیلی توجه سرمایه‌گذاران بر این ارتباط مورد سنجش قرار گرفته است. در مدل رگرسیونی (۱) در صورت تایید معناداری ضریب (β_3) اثر تعدیلی توجه سرمایه‌گذاران بر این ارتباط (فرضیه اول) مورد تایید قرار می‌گیرد. بنابراین داریم:

(۱)

$$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 ATTEN_{it} + \beta_3 PCC_{it} * ATTEN_{it} + \beta_4 LNFSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNATA_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه دوم: هدف اصلی فرضیه دوم پژوهش بررسی اثر تعدیل‌گر مشارکت سرمایه‌گذاران خرد بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد و با توجه به روش‌شناسی ارایه شده برای فرضیه دوم از مدل رگرسیونی (۲) بهره گرفته شده است:

(۲)

$$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 RETOUT_{it} + \beta_3 PCC_{it} * RETOUT_{it} + \beta_4 LNFSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNATA_{it} + \varepsilon_{it}$$

۷- یافته‌ها

۷-۱- آمار توصیفی

در این بخش، نتایج آمار توصیفی پژوهش ارایه شده است. براساس نتایج به‌دست آمده میانگین واگرایی عقیده به طور میانگین ۴۴ به‌دست آمده که حداکثر آن ۸۶ و حداقل آن یک به‌دست آمده است. بازده اولیه برای شرکت‌های دارای عرضه اولیه عمومی

نیز نشان می‌دهد میانگین سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران خرد بیش از ۲۷ درصد می‌باشد که بالاترین مقدار به‌دست آمده ۹۶ درصد و پایین‌ترین آن ۱ درصد است. اما نتایج به‌دست آمده برای متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد.

دارای میانگین منفی ۱ درصد است که تا مثبت ۹ درصد هم رسیده است. توجه سرمایه‌گذاران نیز نشان می‌دهد شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه دارای هزینه تبلیغات یک درصدی نسبت به فروش شرکت بوده‌اند که این رقم در بالاترین مقدار به بیش از ۲۵ درصد هم رسیده است. مشارکت سرمایه‌گذاران خرد

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
واگرایی عقیده	DIVOP	۴۴/۳۰۳	۴۴/۷۸۶	۸۶/۳۱۵	۱/۰۸۴	۱۶/۴۳۶
بازده اولیه	PCC	-۰/۰۱۸	-۰/۰۲۴	۰/۰۹۴	-۰/۰۴۷	۰/۰۲۴
توجه سرمایه‌گذاران	ATTEN	۰/۰۱۷	۰/۰۰۵	۰/۲۵۵	۰/۰۰۰	۰/۰۳۴
مشارکت سرمایه‌گذاران خرد	RETOUT	۲۷/۰۵۶	۲۲/۶۱۵	۹۶/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱۹/۹۴۱
اندازه پیشنهادی	LNSIZE	۱۸/۲۳۹	۱۸/۵۸۱	۲۱/۹۹۹	۱۰/۲۸۸	۲/۰۶۱
سرمایه بازاری	LNME	۱۴/۲۰۲	۱۳/۹۷۷	۱۸/۲۶۵	۱۱/۸۸۷	۱/۲۹۱
قیمت پیشنهادی	LNPRICE	۸/۲۱۰	۸/۱۰۸	۱۰/۰۵۹	۶/۶۲۱	۰/۷۹۹
اندازه دارایی	LNTA	۱۴/۴۱۳	۱۴/۳۳۵	۱۹/۲۴۹	۱۱/۳۶۱	۱/۳۶۰

این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ است می‌توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل پژوهش محاسبه می‌شود، کوچک‌تر از مقدار بحرانی ۱۰ به‌دست آمده‌اند که نشان از عدم وجود هم‌خطی شدید میان متغیرهای مستقل پژوهش دارد و از این‌رو می‌توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل پژوهش، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. در نهایت، نتایج به‌دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از ۰,۰۵ می‌باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می‌باشد. از این‌رو می‌توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است. جدول (۲) خلاصه یافته‌های این مدل را نشان می‌دهد.

۲-۷- آمار استنباطی

در این بخش، مدل رگرسیونی تجزیه و تحلیل شده و نتایج به‌دست آمده‌ی هر مدل تشریح می‌شود. برای این منظور از روش حداقل مربعات جزیی بهره گرفته شده و آزمون‌های مرتبط با هر یک از آزمون‌ها به تفصیل مورد بررسی قرار گرفته است.

۳-۷- مدل اول

در مدل اول، بر اساس شاخص‌های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به‌دست آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم‌چنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد ۵۵ درصد از تغییرات موجود در واگرایی نظرات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل‌ها تبیین می‌گردد. هم‌چنین، نتایج برآورد آماره دوربین و واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آن‌جا که

جدول (۲) نتایج تخمین مدل رگرسیونی

$$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 ATEN_{it} + \beta_3 PCC_{it} * ATEN_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNTA_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	بتا	تی استودنت	معناداری	VIF
C	۰/۹۳۴	۸/۱۴۳	۰/۰۰۰	-
PCC	۰/۷۷۴	۲/۷۴۵	۰/۰۰۶	۲/۰۲۶
ATTEN	۰/۱۶۱	۰/۸۲۸	۰/۴۰۷	۱/۴۱۶
PCC*ATTEN	-۰/۳۴۳	-۵/۷۳۰	۰/۰۰۰	۱/۹۷۷
LNSIZE	-۰/۰۱۴	-۳/۹۹۱	۰/۰۰۰	۲/۴۱۷
LNME	۰/۰۲۸	۲/۹۱۳	۰/۰۰۳	۶/۸۱۹
LNPRICE	-۰/۰۲۶	-۲/۶۶۸	۰/۰۰۷	۲/۸۰۳
LNTA	-۰/۰۲۷	-۳/۳۴۵	۰/۰۰۰	۵/۵۴۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۵۷			
آماره F	۱۰/۶۹۰			
سطح معناداری	۰/۰۰۰			
دوربین-واتسون	۱/۸۰۱			
آزمون بروش-پاگان	۱۰/۵۷۶			
سطح معناداری	۰/۱۵۸			

آمده و نشان از معناداری مدل رگرسیونی مورد تخمین دارد. هم‌چنین، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می‌دهد ۵۹ درصد از تغییرات موجود در واگرایی نظرات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل‌ها تبیین می‌گردد. هم‌چنین، نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آن‌جا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می‌توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص VIF برای سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل پژوهش، کوچک‌تر از مقدار بحرانی ۱۰ به‌دست آمده‌اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل پژوهش دارد و می‌توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. در نهایت، نتایج به‌دست آمده برای سطح معناداری آزمون بروش-پاگان که جهت بررسی عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین اجزای خطا مورد

نتایج به‌دست آمده برای سطح معناداری متغیر تعدیل‌گر بازده اولیه در توجه سرمایه‌گذاران (PCC*ATTEN) در مدل دارای مقداری پایین‌تر از خطای ۵ درصد می‌باشد و بنابراین می‌توان پذیرفت که توجه سرمایه‌گذاران دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد. بیش‌تر اینکه ضریب به‌دست آمده برای متغیر تعدیل‌گر منفی است که نشان می‌دهد این اثرگذاری معکوس است (تایید فرضیه اول). این یافته‌ها تاکید می‌کند که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری برای خرید سهام شرکت به جستجوی منابع اطلاعاتی مختلفی می‌پردازند که در این بین تبلیغات شرکت‌ها می‌تواند منجر به تغییر در تصمیم‌گیری آن‌ها شود.

۷-۴- مدل دوم

در مدل دوم نیز بر اساس شاخص‌های نیکویی برازش مدل مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F تحلیل واریانس کمتر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به‌دست

می‌توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است. جدول (۳) خلاصه یافته‌های این مدل را نشان می‌دهد.

تجزیه و تحلیل قرار گرفته است، بالاتر از ۰/۰۵ می‌باشد که بیانگر عدم رد فرضیه مخالف مبنی بر همسانی واریانس در بین اجزای خطای مدل می‌باشد. از این رو

جدول (۳) نتایج تخمین مدل رگرسیونی

$DIVOP_{it} = \beta_0 + \beta_1 PCC_{it} + \beta_2 RETOUT_{it} + \beta_3 PCC_{it} * RETOUT_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LNME_{it} + \beta_6 LNPRICE_{it} + \beta_7 LNTA_{it} + \varepsilon_{it}$				
VIF	معناداری	تی استودنت	بتا	متغیر
-	۰/۰۰۰	۷/۸۸۸	۰/۸۷۷	C
۲/۸۸۳	۰/۰۰۴	-۲/۸۴۱	-۰/۹۳۷	PCC
۲/۴۱۱	۰/۰۰۰	-۵/۶۰۴	-۰/۰۲۰	RETOUT
۴/۰۵۸	۰/۰۲۴	۲/۲۵۹	۰/۰۲۲	PCC*RETOUT
۲/۹۰۴	۰/۴۹۶	-۰/۶۸۰	-۰/۰۲۶	LNSIZE
۶/۶۲۶	۰/۰۰۱	۳/۲۵۶	۰/۰۳۰	LNME
۲/۷۴۰	۰/۰۳۹	-۲/۰۶۳	-۰/۰۲۰	LNPRICE
۵/۵۳۳	۰/۰۰۰	-۵/۱۵۸	-۰/۰۴۱	LNTA
	۰/۵۹۲			ضریب تعیین تعدیل شده
	۱۷/۲۱۹			آماره F
	۰/۰۰۰			سطح معناداری
	۱/۷۳۳			دوربین-واتسون
	۸/۱۲۲			آزمون بروش-پاگان
	۰/۳۲۱			سطح معناداری

می‌تواند دارای اثر معکوسی بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران در شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه داشته باشد. این نتایج نشان می‌دهد وقتی که سرمایه‌گذاران به اطلاعات دیگری به جای قیمت بازار توجه می‌کنند، و از سوی دیگر تبلیغات شرکت‌ها می‌تواند نتایج متفاوتی را برای شرکت‌ها به همراه داشته باشد. به هر حال زمانی که سرمایه‌گذاران توجه بیشتری به اطلاعات دیگر می‌کنند، می‌توانند تصمیمات درست‌تری اتخاذ نمایند. در این ارتباط دا و همکاران (۲۰۱۱) و باربر و اودین (۲۰۰۸) پیشنهاد کردند که توجه بالاتر سرمایه‌گذاران با تغییرات قیمتی گسترده‌تر و حجم معاملات غیرعادی همراه است. یافته‌های پژوهش حاضر پیشنهاد می‌کند که با افزایش اطلاعات سرمایه‌گذاران، امکان کاهش نوسانات قیمت سهام و افزایش نقدشوندگی بیشتر می‌شود. به این ترتیب به نظر

نتایج به دست آمده برای سطح معناداری متغیر تعدیل گر بازده اولیه در مشارکت سرمایه‌گذاران (PCC*RETOUT) در مدل دارای مقداری پایین‌تر از خطای ۵ درصد می‌باشد و بنابراین می‌توان پذیرفت که مشارکت سرمایه‌گذاران خرد دارای اثر معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد. بیش‌تر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر مثبت است که نشان می‌دهد این اثرگذاری مستقیم است (تایید فرضیه دوم). این یافته‌ها تاکید می‌کند که مشارکت سرمایه‌گذاران خرد می‌تواند مزایایی را برای تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران به همراه داشته باشد.

۸- نتیجه‌گیری

نتایج به دست آمده در این مطالعه نشان می‌دهد که توجه سرمایه‌گذاران از جمله متغیرهایی است که

- * Aggarwal, R. (2003). Allocation of initial public offering and flipping activity. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 111-135.
- * Al-Nasseri, A. & Ali, F. M. (2018). What does investors' online divergence of opinion tell us about stock returns and trading volume?. *Journal of Business Research*, 86, 166-178.
- * Bamber, L. S., Barron, O. E., & Stober, T. L. (1997). Trading volume and different aspects of disagreement coincident with earnings announcements. *The Accounting Review*, 72(4), 575-597.
- * Banerjee, S. & Kremer, I. (2010). Disagreement and learning: Dynamic patterns of trade. *The Journal of Finance*, 65(4), 1269-1302.
- * Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818.
- * Bayley, L., Lee, J. P. & Walter, T. S. (2006). IPO flipping in Australia: cross-sectional explanations. *Pacific Basin Finance Journal*, 14(4), 327-348.
- * Berkman, H., Dimitrov, V., Jain, P. C., Koch, P. D., & Tice, S. (2009). Sell on the news: Differences of opinion, short-sales constraints, and returns around earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 376-399
- * Boehme, R. & Colak, G. (2012). Primary market characteristics and secondary market frictions of stocks. *Journal of Financial Markets*, 15(2), 286-327.
- * Boehme, R. D., Danielsen, R. B. & Sorescu, S. M. (2006). Short-sale constraints, differences of opinion, and overvaluation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 455-487.
- * Carlin, B. I., Longstaff, F. A., & Matoba, K. (2014). Disagreement and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 114(2), 226-238.
- * Chahine, S. (2007). Investor interest, trading volume, and the choice of IPO mechanism in France. *International Review of Financial Analysis*, 16(2), 116-135.
- * Chang, E. C., Cheng, J. W. & Yu, Y. (2007). Short-Sales constraints and price discovery: evidence from the Hong Kong

می‌رسد مدیران شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه بایستی دقت بیشتری در ارائه تبلیغات و اطلاعات مختلف به سرمایه‌گذاران داشته باشند. این یافته‌ها سازگار با نتایج پژوهش نارایاناسامی و همکاران (۲۰۱۸) می‌باشد.

همچنین، نتایج به‌دست آمده برای فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که مشارکت سرمایه‌گذاران خرد دارای اثر مثبت و معناداری بر رابطه بین بازده اولیه و تفاوت دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران دارای عرضه اولیه عمومی می‌باشد. در این ارتباط بایستی اشاره شود که سرمایه‌گذاران خرد دارای دانش کمتری نسبت به گروه‌های دیگر سرمایه‌گذاری می‌باشند و از سوی دیگر بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها را در اختیار دارند. بنابراین، رفتار آنها می‌تواند بر تصمیمات مالی و بازدهی سهام شرکت‌ها اثرگذار باشد. در مجموع، سرمایه‌گذاران خرد، قیمت‌گذاری کمتر از حد برای عرضه اولیه عمومی را به سرعت لحاظ می‌کنند. در همین ارتباط بایلی و همکاران (۲۰۰۶)، کریگمن و همکاران (۱۹۹۹) و گونوپولوس (۲۰۰۶) پیشنهاد کردند که ارتباط مثبت و معناداری بین رفتار حجمی و مشارکت سرمایه‌گذاران خرد وجود دارد. در مقابل، آگاروال (۲۰۰۳) پیشنهاد کرد که حجم بیشتر دارای ارتباط معناداری با حجم معاملات سرمایه‌گذاران نهادی است. حال آن‌که، در مطالعات پیشین بیش‌تر بر تنظیمات نهادی تاکید شده است (بئمه و چولاک، ۲۰۱۲). این یافته‌ها نیز سازگار با نتایج پژوهش نارایاناسامی و همکاران (۲۰۱۸) می‌باشد.

فهرست منابع

- * احمدی، محمدرمضان؛ کوچکاندام، رضوان؛ سیفی قبادی، حسین (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین هزینه تبلیغات و شاخص‌های سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، صص ۱-۱۹.
- * خورشیدی، غ (۱۳۷۲)، گفتارهای اقتصادی (ویراست ۱). ۲ انتشارات اطلاعات

- Drift. *Journal of Accounting Research*, 44(1), 85-112.
- * Goetzmann, W. N. & Massa, M. (2005). Dispersion of opinion and stock returns. *Journal of Financial Markets*, 8(3), 324-349.
 - * Grullon, G., Kanatas, G. & Weston, J. P. (2004). Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity. *Review of Financial Studies*, 17(2), 439-461.
 - * Gupta, N. (2008). Advertising and Firms' Performance: An Empirical Analysis, Ph.D Dissertation, Gokhale Institute of Politics and Economics, 1-59.
 - * Harris, M. & Raviv, A. (1993). Differences of opinion make a horse race. *Review of Financial Studies*, 6(3), 473-506.
 - * Hong, H. & Stein, J. C. (2007). Disagreement and the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 109-128.
 - * 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.
 - * How, J., Jelic, R., Saadouni, B. & Verhoeven, P. (2007). Share allocations and performance of KLSE second board IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(3), 292-314.
 - * Ibbotson, R. G. & Jaffe, J. F. (1975). Hot issue markets. *Journal of Finance*, 30(4), 1027-1042.
 - * Jelic, R., Saadouni, B. & Briston, R. (2001). Performance of Malaysian IPOs: underwriters reputation and management earnings forecasts. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(5), 457-486.
 - * Jewartowski, T. & Lizinska, J. (2012). Short- and long-term performance of Polish IPOs. *Emerging Markets Finance & Trade*, 48(2), 59-75.
 - * Kandel, E. & Pearson, N. D. (1995). Differential interpretation of public signals and trade in speculative markets. *Journal of Political Economy*, 103(4), 831-872.
 - * Karpoff, J. M. (1986). A theory of trading volume. *The Journal of Finance*, 41(5), 1069-1087.
 - * Khanemen, D. (1973). Attention divided among inputs. in Kahneman, D. (Ed.), *Attention and Effort*, Chapter 8, Hebrew University of Jerusalem, Prentice Hall, NJ, 137-154.
 - market. *Journal of Finance*, 62(5), 2097-2121.
 - * Chemmanur, T. & Yan, A. (2009). Advertising, attention and stock returns. working paper, Boston College and Fordham University.
 - * Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2002). Breadth of ownership and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 66(2-3), 171-205.
 - * Chong, F.N., Ahmad, Z. & Ali, R. (2009). Does noise signal affect flipping activities. *International Journal of Banking and Finance*, 6(2), 111-127.
 - * Da, Z., Engelberg, J. & Gao, P. (2011). In search of attention. *The Journal of Finance*, 66(5), 1461-99.
 - * Daniel, K., Hirshleifer, D. and Teoh, S.H. (2002), "Investor psychology in capital markets: evidence and policy implications", *Journal of Monetary Economics*, 49(1), 139-209.
 - * deHaan, E., Shevlin, T. & Thornock, J. (2015). Market inattention and the strategic scheduling and timing of earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 36-55.
 - * DellaVigna, S. & Pollet, J. M. (2009). Investor inattention and Friday earnings announcements. *Journal of Finance*, 64 (2), 709-749.
 - * Dicle, M. F. & Levendis, J. (2017). IPO activity and market volatility. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy*, 7(1), 2-13.
 - * 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.
 - * Drake, M. S., Roulstone, D. T. & Thornock, J. R. (2012). Investor information demand: evidence from Google searches around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 50(4), 1001-1040.
 - * Ellis, K. (2006). Who trades IPOs? A close look at the first days of trading. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 339-363.
 - * Garfinkel, J. A. (2009). Measuring investors' opinion divergence. *Journal of Accounting Research*, 47(5), 1317-1348.
 - * Garfinkel, J. A. & Sokobin, J. (2006). *Volume, Opinion Divergence, and Returns: A Study of Post-Earnings Announcement*

- offerings: an explanation. Working Papers 1999-2006, Paper No. 16, Department of Economics and Finance, University of New Orleans, New Orleans, LA.
- * Miller, R. E. & Reilly, F. K. (1987). An examination of mispricing, returns and uncertainty for initial public offerings. *Financial Management*, 16(2), 33-38.
 - * Narayanasamy, Ch., Mamunur, R. & Izani, I. (2018). Divergence of opinion and moderating effect of investors' attentions in IPO market: Malaysian evidence. *Review of Behavioral Finance*, 10(1), 105-126.
 - * Peng, L. & Xiong, W. (2006). Investor attention, overconfidence and category Learning. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 563-602.
 - * Shah, Z. & Stark, A. W. (2004). On the Value Relevance of Costly Information on Major Media Advertising Expenditures in the UK. Working Paper, Warwick Business School, UK.
 - * Varian, H. R. (1985). Divergence of opinion in a complete market: a note. *The Journal of Finance*, 40(1), 309-317.
 - * Vose, David (2008). *Risk Analysis: A Quantitative Guide*. John Wiley and Sons, Ltd.
 - * Wang, H. & Liu, X. (2014). The impact of investor heterogeneity in beliefs on share repurchase. *International Journal of Econometrics and Financial Management*, 2(3), 102-113.
 - * Zhao, R., Xiong, X. & Shen, D. (2018). Investor attention and performance of IPO firms: Evidence from online searches, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, Elsevier, 508(C), 342-348
 - * Kahneman, D. Slovic, P. & Tversky, A. (1982). *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. New York: Cambridge University Press.
 - * Kokemuller. (2013). What Is a Marketing Expenditure. Available from: <http://smallbusiness.chron.com/marketing-expenditure-61198.html>.
 - * Krigman, L., Shaw, H. W. & Womack, K. L. (1999). The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping. *The Journal of Finance*, 54(3), 1015-1044.
 - * Kundu, A., Kulkarni, P. P. & Murthy, N. K. (2008). Advertising and Firm Value: Mapping the Relationship between Advertising, Profitability and Business Strategy in India.
 - * Lim, S. S. & Teoh, S. H. (2010). Limited attention. in Baker, H.K. and Nofsinger, R.J. (Eds), Chapter 16 ,The Robert W. Klob Series in Finance, John Wiley and Sons, NJ15(3), 1-727.
 - * Lou, D. (2009). Attracting investor attention through advertising. working paper, London School of Economics.
 - * Loughran, T. & Ritter, J. R. (2004). Why has IPO underpricing changed over time?. *Financial Management*, 33(3), 5-37.
 - * Low, S. W. & Yong, O. (2013). Initial public offering and investor heterogeneity: evidence from Malaysia. *American Journal of Finance and Accounting*, 3(1), 41-56.
 - * Madsen J. M. N. (2015). Is Investor Attention for Sale? The Role of Advertising in Financial Markets.
 - * Margy P. C., Melvin R. C. & George M. Z. (2005). Market Valuation Models of the Effect of Advertising and Promotional Spending: A Review and Meta- *Journal of the Academy of Marketing Science*, 33(4), 445-460.
 - * Mayshar, J. (1983). Divergence of opinion and imperfections in capital markets. *The American Economic Review*, 73(1), 114-128.
 - * Milgrom, P., & Stokey, N. (1982). Information, trade and common knowledge. *Journal of Economic Theor*, 26(1), 17-27.
 - * Miller, E. M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *Journal of Finance*, 32(4), 1151-1168.
 - * Miller, R. E. (2000). Long-run underperformance of initial public

یادداشت‌ها

¹ Miller

² Kahneman

³ Wang & Liu

⁴ Varian

⁵ Mayshar

⁶ Houge, Loughran, Yan & Suchanek

⁷ Karpoff

⁸ Harris & Raviv

⁹ Hong & Stein

¹⁰ Kahneman, Slovic, & Tversky

¹¹ Lim & Teoh

¹² Della Vigna & Pollet

¹³ Peng & Xiong

¹⁴ Barber & Odean

¹⁵ Da, Engelberg & Gao

- ¹⁶ Drake, Roulstone, & Thornock
- ¹⁷ Narayanasamy, Mamunur & Izani
- ¹⁸ Lucas & McDonald
- ¹⁹ Dicle & Levendis
- ²⁰ Kandel & Pearson
- ²¹ Garfinkel
- ²² Berkman, Dimitrov, Jain, Koch & Tice
- ²³ Chen, Hong & Stein
- ²⁴ Diether, Malloy & Scherbina
- ²⁵ Vose
- ²⁶ Garfinkel & Sokobin
- ²⁷ Milgrom & Stokey
- ²⁸ Bamber, Barron & Stober
- ²⁹ Banerjee & Kremer
- ³⁰ Carlin, Longstaff & Matoba
- ³¹ Al-Nasseri & Ali
- ³² Boehme, Danielsen & Sorescu
- ³³ Chang, Cheng & Yu
- ³⁴ Chahine
- ³⁵ Boehme & Colak
- ³⁶ Krigman, Shaw & Womack
- ³⁷ Aggarwal
- ³⁸ Ellis
- ³⁹ Low & Yong
- ⁴⁰ Gupta
- ⁴¹ Kokemuller
- ⁴² Margy, Melvin & George
- ⁴³ Shah & Stark
- ⁴⁴ Kundu, Kulkarni & Murthy
- ⁴⁵ Grullon, Kanatas & Weston
- ⁴⁶ Lou
- ⁴⁷ Zhao, Xiong & Shen
- ⁴⁸ Bayley, Lee & Walter
- ⁴⁹ Goetzmann & Massa
- ⁵⁰ Chong, Ahmad & Ali
- ⁵¹ Low & Yong
- ⁵² deHaan, Shevlin & Thornock
- ⁵³ Jelic, Saadouni & Briston
- ⁵⁴ How, Jelic, Saadouni & Verhoeven
- ⁵⁵ Ibbotson & Jaffe
- ⁵⁶ Houge, Loughran, Yan & Suchanek
- ⁵⁷ Loughran & Ritter
- ⁵⁸ Miller & Reilly
- ⁵⁹ Jewartowski & Lizinska