

## ارزیابی نقش توأم احساسات سرمایه‌گذاران و ارزش ویژه برند بر عملکرد کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام (شواهدی از بازار سرمایه ایران)

نوشین کفشی<sup>۱</sup>

عبدالمجید عبدالباقی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۶/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۲/۰۸

### چکیده

هدف این پژوهش، ارزیابی نقش توأم گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و ارزش ویژه برند بر عملکرد عرضه‌های اولیه بازار سرمایه ایران است. نمونه پژوهش شامل ۸۷ شرکت بورسی و فرابورسی عرضه شده در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ انتخاب شده است. برای اندازه‌گیری متغیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص آرمز، و برای محاسبه ارزش ویژه برند از دو شاخص هولیهان و کیوتوبین استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بر مبنای شاخص هولیهان هیچ تفاوت معناداری بین بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه با برندهای قوی و ضعیف وجود ندارد در همین حال و بر مبنای شاخص کیوتوبین در مقاطع کوتاه‌مدت روزانه اول و دوم بین برندهای قوی و ضعیف تفاوت مثبت و در مقاطع طولانی‌تر ۶ تا ۱۲ ماه، تفاوت بازده برندهای قوی و ضعیف منفی شده است که دال بر اصلاح قیمت‌گذاری عرضه‌ها توسط بازار است. همچنین عرضه‌های انجام شده در شرایط احساسی همراه با خوش‌بینی در دوره‌های کوتاه‌مدت عملکرد بهتری را نسبت به عرضه‌های انجام شده در شرایط بدبینی بازار به همراه داشتند. نهایتاً در مقاطع یک‌ماه تا نه ماه پس از عرضه اثر توأم ارزش ویژه برند و خوش‌بینی بر عملکرد عرضه‌های اولیه مشاهده گردید.

**واژه‌های کلیدی:** عرضه اولیه سهام، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، ارزش ویژه برند، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- کارشناس ارشد مهندسی مالی و مدیریت ریسک دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول). nkafshi@gmail.com

۲- استادیار مدیریت مالی دانشگاه صنایع و مدیریت دانشگاه صنعتی شاهرود، ایران. abdolbaghi@shahroodut.ac.ir

## ۱- مقدمه

یکی از موضوع‌های مهم اقتصادی و مالی، عرضه سهام به صورت عمومی و تبدیل مالکیت خاص به عام است، که به دلیل منافع بسیار زیاد آن مانند افزایش سرمایه، رقابت بیشتر، کسب معافیت‌های مالیاتی، دسترسی به منابع مالی ارزان قیمت و مانند آن، غالباً مورد استقبال شرکت‌ها نیز واقع می‌گردد. هر ساله شرکت‌های زیادی در دنیا با عرضه سهام خود به مردم از طریق بورس، برای نخستین بار وارد بازار سرمایه می‌شوند این فرآیند برای شرکت‌های کوچک و شرکت‌های بزرگ به یک شکل صورت نمی‌گیرد و رفتار یکسان شرکت‌های مختلف لزوماً به عرضه موفقیت‌آمیز منجر نمی‌شود، بنابراین بدیهی است که شرکت‌ها بسته به کوچک یا بزرگ بودن و با پژوهش‌های لازم و مورد توجه قرار دادن شرایط خودشان و شرایط بازار در زمان مناسب اقدام به عرضه سهام خود می‌نمایند. با وجود پژوهش‌های گسترده‌ای که در حیطه عرضه اولیه سهام انجام شده هنوز هم بسیاری از ناشناخته‌ها، در مورد عملکرد داخلی آن وجود دارد. ابهامی که در خصوص عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و نبود سابقه معاملاتی برای سهام این شرکت‌ها و نیز عدم تقارن اطلاعاتی که بین عرضه‌کنندگان سهام جدید و سرمایه‌گذاران بیرونی، وجود دارد، باعث پیچیدگی نحوه عملکرد عرضه اولیه سهام در بورس می‌گردد. در چنین شرایطی، شناسایی چرخه عرضه اولیه و چالش‌های پیرامون آن اهمیت می‌یابد تا سرمایه‌گذاران با توجه به گزارش‌های ارائه شده این شرکت‌ها، تصمیم عاقلانه‌تری را در خصوص خرید، فروش و نگهداری سهام، اتخاذ نمایند.

در این پژوهش، ابتدا در مفاهیم نظری کلیاتی در مورد گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، ارزش ویژه برند عرضه‌های اولیه و اهمیت بررسی آن‌ها مطرح شده است و در ادامه نتایج پژوهش‌های مرتبط با موضوع بیان خواهد شد. در انتها، روش پژوهش و چگونگی پاسخ به این مسئله که در فرآیند تصمیم‌گیری، وقتی سرمایه‌گذاران بر مبنای احساسات رفتار می‌کنند و به

سمت برند شرکت‌ها کشیده می‌شوند چه تأثیری بر عملکرد شرکت دارد، در قالب یک فرآیند پنج مرحله‌ای بیان شده است.

## ۲- مفاهیم نظری

در این بخش از پژوهش، ابتدا به تعریف واژه‌های کلیدی پرداخته شده است و در ادامه به بیان مسئله و تشریح مختصری از عرضه‌های اولیه و اهمیت ارتباط بین گرایش‌های احساسی و ارزش ویژه برند در عرضه‌های اولیه پرداخته شده است. عرضه اولیه سهام<sup>۱</sup> عبارت است از این که یک شرکت در دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می‌نماید [20]. شرکت‌هایی که برای اولین بار در بورس عرضه می‌شوند تازه تأسیس نبوده و غالباً حداقل دارای سه سال سابقه فعالیت می‌باشند. لذا در زمانی شرکت مزبور اقدام به عرضه سهام برای اولین بار به سهام‌داران بیرونی از طریق بورس می‌کند که در دوره‌ای از فعالیت خود دریافتی است که پذیرش در بورس، کمک شایانی به جذب سرمایه می‌کند [21]. گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران<sup>۲</sup> عبارت است از حاشیه میزان خوش-بینی و بدبینی سهام‌داران نسبت به یک سهام، یعنی اینکه سرمایه‌گذاران تحت تأثیر احساسات خود تصمیم می‌گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. از این منظر گرایش‌های احساسی می‌تواند منجر به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه گردد و این امر اثرات مقطعی در قیمت سهام را در پی خواهد داشت [19]. ارزش ویژه برند<sup>۳</sup> از دیدگاه مالی یعنی به طرق مختلف ارزش مالی یک برند را به عنوان یک دارایی با اهداف مختلف حسابداری، از قبیل قیمت‌گذاری دارایی‌ها در ترازنامه و یا مقاصد دیگری، نظیر ادغام و مالکیت پرداخته می‌شود [18]. به بیان ساده‌تر هدف از محاسبه ارزش ویژه برند در این مطالعه، کمک به مدیریت داخلی و گزارش‌گری مالی به خارج از سازمان است؛ چرا که با

اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌شود. شرکت‌ها برای جلب توجه سرمایه‌گذاران باید تبلیغات مناسبی را قبل از عرضه انجام بدهند؛ تبلیغات عرضه اولیه سهام، یکی از بااهمیت‌ترین اقدامات پیش از عرضه است چراکه سرمایه‌گذاران سهامی را بیشتر خریداری می‌کنند که توجه آن‌ها را بیشتر جلب کند؛ با توجه به شرایط ذکر شده و برای اطمینان بیشتر در هنگام سرمایه‌گذاری باید ارزیابی شود که سرمایه‌گذاران در زمان انتشار عرضه‌های اولیه سهام چه احساسی دارند. آیا با استفاده از عقل و منطق خود دست به انتخاب سهام می‌زنند یا با احساسی که نسبت به سهام یا نسبت به برند آن شرکت دارند سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ و درنهایت این انتخاب چه اثری بر بازده این عرضه‌ها خواهد داشت. شناخت احساسات و اندازه‌گیری آن، از طرفی برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت توسط سیاست‌گذار بازار و از طرفی به‌عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه‌گذاری برای مدیران سرمایه‌گذاری می‌تواند حائز اهمیت باشد. یکی از کاربردهای اندازه‌گیری احساسات، پیش‌بینی بازده و ریسک بازار است بنابراین برای کنترل ریسک و بازده عرضه‌های اولیه، اندازه‌گیری احساسات بازار در زمان عرضه بسیار اهمیت می‌یابد [5]. از طرف دیگر برند به‌عنوان یک دارایی و سرمایه برای یک سازمان محسوب می‌شود در حین فرآیند ارزش‌گذاری و سنجش برند بسیاری از نقاط قوت و ضعف شرکت‌ها شناسایی می‌شود، از آنجایی که عرضه اولیه سهام و موضوع ورود شرکت‌های جدید به بورس یکی از کارکردهای مهم بازار سرمایه به شمار می‌آید لذا باید دریافت که برند این شرکت‌های جدیدالورود دارای چه ارزشی است و آیا این ارزش که به‌نوعی جز دارایی‌های شرکت محسوب می‌شود؛ می‌تواند نقشی بر عملکرد شرکت داشته باشد تا از این طریق بتوان راهکارهایی برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران ارائه شود.

درنهایت، شرایط احساسی می‌تواند سبب واکنش غیرمنطقی در سرمایه‌گذاران شود، لذا با ارزیابی تأثیر آن می‌تواند سبب شود تا راهنمایی‌هایی را به‌منظور

محاسبه این دارایی، شرکت‌ها تصمیم‌های درست‌تری را اتخاذ می‌کنند.

در معاملات بازار سرمایه، عرضه اولیه از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. با توجه به پژوهش‌های انجام شده، عرضه موفق سهام از مهم‌ترین عواملی است که می‌تواند بر توسعه بورس اثر بگذارد. چراکه توسعه بورس اوراق بهادار یکی از کلیدی‌ترین شاخص‌های رشد اقتصادی در شرایط امروز اقتصادی دنیا است. در اقتصادی که بازارهای مالی آن به‌درستی عمل کنند؛ حجم سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد؛ بنابراین لازم است تا عوامل مؤثر بر آن شناسایی شده و تفسیر شود. یکی از محرک‌هایی که اکثر پژوهش‌گران را به سمت این حیطة می‌کشاند؛ اهمیت سرمایه‌گذاری و ریسک ناشی از آن است [6]. با توجه به پژوهش‌های انجام شده در زمان سرمایه‌گذاری، افراد احساسات متفاوتی دارند برخی با توجه به شرایط محیطی مثل آب‌وهوا، خلق‌وخوی یا چرخه زیستی بدن آن‌ها، تصمیم‌های متفاوتی می‌گیرند [13]. اما برخی افراد بدون هیچ دلیلی نسبت به سهام یک شرکت تعلق خاطر خاصی دارند. این توجه و این احساس برای سهامی که برای چندمین بار در بازار مورد معامله قرار می‌گیرد کاملاً طبیعی است چون نسبت به آن‌ها شناخت کافی وجود دارد ولی در مورد عرضه‌های اولیه سهام، داشتن این حس کمی نگران‌کننده است، چون هیچ اطلاعات جامع و کاملی در دسترس نیست و عدم تقارن اطلاعاتی که بین صادرکننده و خریدار وجود دارد ریسک این سرمایه‌گذاری را بالا می‌برد.

باوجودی که این‌چنین رفتارها در بین سرمایه‌گذاران بسیار زیاد وجود دارد ولی پژوهش‌های کمی در رابطه با احساسات افراد نسبت به برند انجام شده است. از طرفی به دلیل این‌که این سرمایه‌گذاران به‌صورت ذهنی برای برند این شرکت‌ها ارزش بالایی قرار داده‌اند لذا ممکن است خرید این سهام با توجه به چنین احساس و شناختی منجر به نوسان قیمت شود و می‌تواند در کوتاه‌مدت بر روی بازده سهم اثر بگذارد. پس در چنین شرایطی سنجش برند این شرکت‌ها از

عرضه مدل نشان داد اقدامات پیش از عرضه و الزامات پس از عرضه بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؛ عرضه اولیه موفق سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؛ پذیرش سهام بر توسعه بورس اوراق بهادار و نقد شوندگی بازار بر عرضه اولیه موفق سهام در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد؛ نقد شوندگی بازار بر توسعه بورس اوراق بهادار تأثیر دارد [8]. جعفرنیا (۱۳۹۵)، بیان می‌دارد که رابطه معناداری بین ارزش برند و عملکرد در دوره زمانی کوتاه‌مدت وجود ندارد [2]. همچنین براتی و همکاران (۱۳۹۴)، در مطالعه‌ای پیرامون ارزش ویژه برند بر بازده سهام نشان دادند که ارزش برند تأثیر مثبت و معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های صنعت کاشی دارد [1]. حیدر پور و همکاران (۱۳۹۲)، بیان می‌دارند که رابطه مثبتی بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردار هستند وجود دارد [3].

## ۲-۲- مروری بر پژوهش‌های خارجی

باجو و رامیندو<sup>۸</sup> (۲۰۱۷)، در مطالعه‌ای پیرامون شرایط عرضه‌های اولیه دریافتند که عملکرد عرضه‌های اولیه ارتباط مثبتی با عرضه‌های زبر قیمت دارد البته این تأثیر زمانی قوی‌تر است که انتشار اطلاعات و ارزیابی عرضه‌های اولیه توسط روزنامه‌های معتبر، قبل از عرضه گزارش شده باشد. آن‌ها معتقدند که اطلاعاتی که از طریق رسانه‌ها منتشر می‌شود می‌تواند ادراک سرمایه‌گذاران را تغییر دهد و به اعتماد سرمایه‌گذاران کمک کند [10]. تسکیوکا و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۷)، خوش‌بینی بیش از حد سرمایه‌گذاران را تا حدودی عامل تعیین‌کننده عملکرد عرضه‌های اولیه می‌دانند بطوریکه احساسات سرمایه‌گذاران و میزان شناخت آن‌ها از شرکت‌های عرضه شده را عامل مؤثر بر قیمت پیشنهادی عرضه‌های اولیه معرفی می‌کنند که در آینده کاهش و سقوط قیمت را در پی خواهد داشت [25]. هاراسه و جتی<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی به بررسی عرضه‌های اولیه با برندهای معروف پرداختند

کاهش شرایط احساسی اتخاذ نماید. از طرفی سنجش نام تجاری شرکت‌ها می‌تواند ارزش‌های مالی آن‌ها را بهبود ببخشد، به‌نحوی که نام تجاری به‌عنوان دارایی و سرمایه‌ای برای سازمان محسوب گردد و در حین فرآیند ارزیابی و سنجش بسیاری از نقاط ضعف شرکت‌ها شناسایی می‌شود، این عوامل اهمیت این پژوهش را آشکار می‌کند تا فضایی شفاف و به‌دوراز شرایط احساسی در راستای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های جدیدالورود به بازار سرمایه را ایجاد کند. از طرفی ضرورت این پژوهش با تلفیق ارزش ویژه برند و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران روشن می‌شود، بنابراین شاید با ارزیابی برند و احساسی که یک سرمایه‌گذار نسبت به آن برند در زمان خرید عرضه‌های اولیه سهام دارد، بتواند بازده قابل‌توجهی را برای سرمایه‌گذاران پیدا کند و ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. لذا در این پژوهش، تلاش می‌شود تا به این پرسش که آیا سرمایه‌گذار در هنگام خرید سهام به برند شرکت توجه می‌کند و این انتخاب چه تأثیری بر بازده عرضه اولیه سهام دارد، پاسخ داده شود. لذا با تمرکز بر رویکرد شرکت محور و به‌کارگیری داده‌های واقعی، ارزش ویژه برند شرکت‌ها را بر مبنای شاخص هولیهان<sup>۴</sup> و کیوتوبین<sup>۵</sup> محاسبه کرده و با اندازه‌گیری تمایلات سرمایه‌گذاران بر مبنای شاخص آرمز<sup>۶</sup> در زمان عرضه اولیه، اثر این عوامل را بر عملکرد کوتاه‌مدت<sup>۷</sup> عرضه‌های اولیه مورد بررسی قرار دهد.

## ۲-۱- مروری بر پژوهش‌های داخلی

میر معینی و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی پیرامون موفقیت عرضه‌های اولیه نشان دادند که در بخش عرضه، برگزاری نشست معارفه و اطلاع‌رسانی مناسب؛ تبلیغات عرضه اولیه اوراق بهادار؛ تعیین زمان مناسب عرضه اولیه؛ قیمت‌گذاری مناسب از عوامل مؤثر بر اقدامات پیش از عرضه سهام و مدیریت نقد شوندگی سهام، مدیریت نوسان سهم و نوآوری در ارائه ابزارهای مشتقه از عوامل مؤثر بر الزامات پس از عرضه سهام در بورس اوراق بهادار می‌باشند. همچنین آزمون بخش

به برند شرکت سهام آن را خریداری می‌کنند، بر عملکرد عرضه‌ها چه تأثیری خواهد گذاشت. لذا این مطالعه در راستای پاسخ‌گویی به سؤال‌های زیر تنظیم شده است. این سوالات برگرفته از پژوهش‌های تسیکیوکا و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۷) هاراسه و جتی<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۶) و ایسیا درساف بن<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۵) است. با توجه به اینکه هاراسه و جتی بر روی متغیر ارزش ویژه برند و عملکرد عرضه‌های اولیه و تسیکیوکا و همکاران و ایسیا در ساف بن بر روی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و عملکرد عرضه‌های اولیه و سهام پرداخته‌اند، این مطالعه علاوه بر بررسی این دو متغیر به نقش توأم این دو متغیر نیز پرداخته است.

- آیا تغییر شرایط احساسی سرمایه‌گذاران و تغییر ارزش ویژه برند بر عملکرد کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه تأثیر دارد؟
- در شرایط احساسی سرمایه‌گذاران، عملکرد کوتاه-مدت عرضه‌های اولیه با برند قوی و ضعیف چگونه است؟

### ۳- روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی است و با توجه به روش اجرا از نوع مطالعات پس‌رویدادی مبتنی بر مطالعات سبب است. این پژوهش یک مطالعه علی مقایسه‌ای و توصیفی است. در این پژوهش اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه احساسات سرمایه‌گذاران و ارزش‌گذاری برند شرکت‌ها از پایگاه اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار Tseclient استخراج شده است. در این پژوهش مراحل مختلفی اجرا شده است تا بر اساس آن‌ها به مقایسه عملکرد بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه پرداخته شود. مراحل در شکل زیر قابل مشاهده است، در ادامه هر مرحله شرح داده شده است.

آن‌ها نشان دادند که رابطه مثبتی بین قیمت‌گذاری پایین و ارزش برند وجود دارد. همچنین یافته‌های تحقیق به‌طور متوسط نشان دهنده عدم توجه بازار به برندهای معروف در زمان عرضه است [17].

سوسان اسپنلاب و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهشی پیرامون نقش سرمایه‌گذاران در عملکرد عرضه‌های اولیه، به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران استراتژیک به میزان قابل توجهی بیشتر، متعهد به شرکت‌های عرضه شده، نسبت به سرمایه‌گذاران سنگ بنا هستند. به طوری که با افزایش تعهد پس از عرضه و مشارکت سرمایه‌گذاران استراتژیک تداوم عملکرد عرضه‌های اولیه افزایش می‌یابد [23]. رادهی و کوشال<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۶)، به بررسی عوامل تأثیرگذار بر بازده عرضه‌های اولیه پرداختند آن‌ها دریافتند که ارتباطی مثبت بین ریسک شرکت، اندازه شرکت، شهرت و شرایط خوب بازار با بازده عرضه اولیه وجود دارد؛ اما حجم عرضه با بازده عرضه اولیه ارتباط عکس داشته است [22]. کلارک و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۵)، در مطالعه خود دریافتند که بیشترین بازده عرضه‌های اولیه ناشی از احساسات بازار است [14]. ایسیا درساف بن<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۵)، بیان می‌کنند که احساسات سرمایه‌گذاران رابطه قوی با بازده آتی سهام دارد [9]. فنگ جو هاسو و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۳)، در پژوهش خود دریافتند که سید برندهایی با ارزش بالاتر می‌تواند ریسک کمتری داشته باشد و سرمایه‌گذاران می‌توانند از این بازار، بازده بالاتری دریافت کنند [16]. پس با توجه به پژوهش‌های انجام شده می‌توان گفت: پژوهش‌گران بسیاری احساسات و ارزش ویژه برند شرکت‌ها را به‌طور مجزا بر روی عرضه‌های اولیه و سهام بررسی کرده‌اند با توجه به نقش افراد در موقعیت‌های تصمیم‌گیری اقتصادی و پیامدهای ناشی از آن، لازم است نقش توأم این دو متغیر بر عرضه‌های اولیه مورد بررسی قرار داده شود تا مشخص گردد زمانی که احساسات سرمایه‌گذاران حاکم می‌شود و آن‌ها با توجه



### ۳-۱- متغیرهای مستقل پژوهش

#### • متغیر احساسات سرمایه‌گذاران

در این پژوهش متغیرهای احساسات سرمایه‌گذاران و ارزش ویژه برند، متغیرهای مستقل می‌باشند که در ادامه نحوه محاسبه آن‌ها توضیح داده شده است. برای محاسبه متغیر، گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، از شاخص آرمز با توجه به فرمول (۳) استفاده شده است.

(۳)

$$ARMS_t = \frac{N_{adv_t} / Vol_{adv_t}}{N_{dec_t} / Vol_{dec_t}}$$

که در آن  $N_{adv_t}$  تعداد سهام رشد کرده،  $N_{dec_t}$  تعداد سهام افت کرده،  $Vol_{adv_t}$  حجم سهام معامله شده،  $Vol_{dec_t}$  حجم سهام معامله شده، افت کرده در زمان  $t$  است [13]. این شاخص یکی از پرکاربردترین اندیکاتورهای تکنیکال در سطح جهان است. این شاخص در سال 1989 توسط ریچارد آرمز معرفی شد. این شاخص نشان می‌دهد وقتی میانگین حجم معاملات سهام افت کرده نسبت به میانگین حجم معاملات سهام رشد کرده فزونی می‌گیرد نشان‌دهنده بدبینی و از طرفی وقتی حجم معاملات سهام رشد کرده نسبت به حجم معاملات سهام افت کرده پیشی می‌گیرد نشان‌دهنده خوش‌بینی بازار است یا به عبارتی وقتی این شاخص مقدار بزرگی را نشان می‌دهد نشانه خوش‌بینی و زمانی که مقدار کوچک می‌شود نشان‌دهنده بدبینی است. دومین متغیری که در این پژوهش از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است ارزش ویژه برند شرکت‌ها است. برای محاسبه ارزش ویژه برند،

در مرحله اول، لیست شرکت‌هایی که از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ برای اولین بار وارد بورس شدند، مشخص شد؛ که ۳۹ شرکت مربوط به بورس و ۵۵ شرکت مربوط به فرابورس هستند در ادامه اطلاعات خام این شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار Tseclient استخراج شده است. در جمع‌آوری اطلاعات خام مشخص شد که اطلاعات ۷ شرکت در دسترس نبود. لیکن از ۹۴ شرکت انتخابی، ۷ شرکت از پژوهش حذف گردید. در نهایت در پژوهش حاضر، اطلاعات ۸۷ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. در مرحله دوم باید داده‌های خام برای پاسخ‌گویی به سؤال‌ها آماده شود. متغیر وابسته پژوهش، بازده عرضه‌های اولیه سهام و متغیرهای مستقل گرایش‌های احساسی و ارزش ویژه برند می‌باشند. جهت محاسبه بازده در درجه اول نیاز به قیمت سهام در دوره‌های مختلف وجود دارد، در این راستا با توجه به قیمت پایانی هر سهم بازده تمام شرکت‌ها به صورت ۱۰ روز پس از عرضه، ۱ ماه، ۳ ماه، ۶ ماه، ۹ ماه و ۱۲ ماه پس از عرضه با توجه به فرمول (۱) ارائه شده، مورد محاسبه قرار گرفته است.

(۱)

$$R_t = \ln(P_t / P_{t-1})$$

$R_t$ : بازده مرکب پیوسته سهام در زمان  $t$  است.

$P_t$ : قیمت سهام در زمان  $t$  است.

$P_{t-1}$ : قیمت سهام در زمان  $t-1$  است [7].

در این پژوهش برای محاسبه بازده تجمعی از رابطه (۲) استفاده شده است [7].

(۲)

$$CR = \prod_{t=1}^n (1 + R_t) - 1$$

$MV$ : ارزش بازار شرکت (شامل حقوق صاحبان سهام و بدهی‌ها)

$RC$ : بهای جایگزین دارایی‌های مشهود شرکت (منظور همان ارزش دفتری شرکت است که در اطلاعات خود شرکت در نرم افزار Tseclient موجود می‌باشد). این نظریه در بین صاحب‌نظران اقتصادی و مالی در دهه ۱۹۹۰ مقبولیت فراوانی یافت. از بین این صاحب‌نظران می‌توان به سیمون و سولیوان در سال ۱۹۹۳ اشاره کرد که یکی از مطالعات معتبر و مرجع در زمینه عوامل تعیین‌کننده ارزش برند به روش‌های مالی صورت گرفت. امروزه از این شاخص برای تحلیل وضعیت شرکت‌ها استفاده می‌شود بدین‌صورت که وقتی سرمایه‌گذاری قصد سرمایه‌گذاری دارد ضریب  $Q$  را محاسبه می‌کند و اگر در شرایط یکسان شرکت‌ها، شرکتی ضریب بالاتر داشت یعنی از وضعیت مطلوب-تری برخوردار است. در حقیقت می‌توان گفت: اگر  $Q > 1$  toben ارزش برند شرکت مثبت است. اگر  $Q = 1$  toben ارزش برند شرکت معادل صفر است. اگر  $Q < 1$  toben ارزش برند شرکت منفی است.

### ۳-۲- متغیرهای کنترل

#### • متغیر نرخ بازده دارایی

برای محاسبه این متغیر که یکی از نسبت‌های سودآوری شرکت است از فرمول (۶) محاسبه می‌شود. برای محاسبه کل دارایی‌ها از ارزش دفتری استفاده شده است.

$$\text{نرخ بازده دارایی‌ها} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{کل دارایی‌ها}} \quad (۶)$$

#### • متغیر اندازه شرکت

برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم ارزش بازار شرکت استفاده شده است.

#### • متغیرهای ترکیبی

•  $ARMZ\$UP1$ : این متغیر ترکیبی از حاصل‌ضرب شاخص آرمز با شرکت‌هایی که از ارزش ویژه

روش واحدی وجود ندارد و هر یک از مدل‌های موجود و البته معتبر دارای نقاط قوت و ضعفی می‌باشند؛ لذا پژوهشگر با توجه به اطلاعاتی که در دسترس بود دو روش هولیهان و کیوتوبین را انتخاب کرده که در ادامه توضیح داده شده است.

#### • متغیر ارزش ویژه برند: روش هولیهان

در این مدل ارزش ویژه برند به‌وسیله ارزش کنونی جریان نقدی شرکت بدون بازده دیگر دارایی‌های غیر برندی حاصل می‌شود. طبق روش مشاوران ارزش-گذاری هولیهان، ارزش نام تجاری برابر است با تفاوت ارزش روز شرکت و دارایی‌ها در بازده مورد انتظار دارایی‌هاست آن‌ها که فرمول آن در رابطه (۴) قابل مشاهده است. جریان نقد آزاد ناشی از نام تجاری تا حدی شبیه ارزش‌افزوده اقتصادی است [15]. شایان ذکر است که بازده مورد انتظار IPO از نسبت ROA شرکت بر اساس اطلاعات زمان عرضه، محاسبه می‌شود و با توجه به بروز بودن گزارشات مالی در زمان عرضه، ضرب این نسبت در تفاوت ارزش روز و دارایی‌ها، عایدات خالص مورد انتظار دارایی‌های نامشهودی مانند برند را تداعی می‌کند. این روش در واقع یکی از روش‌های مبتنی بر ارزش‌افزوده اقتصادی است.

(۴) فرناندز (۲۰۰۱)

(بازده مورد انتظار دارایی‌ها) (دارایی - ارزش روز شرکت) = ارزش ویژه برند

#### • متغیر ارزش ویژه برند: روش Q توبین

شاخص کیوتوبین یکی از شاخص‌های سنجش ارزش است و یکی از معتبرترین شاخص‌های عملکرد شرکت‌هاست. این الگو در سال ۱۹۶۹ توسط جیمز توبین ارائه شد. جیمز توبین نظریه کیوتوبین را به‌عنوان شاخصی برای پیش‌بینی اینکه آیا وجوه سرمایه‌گذاری شده افزایش یا کاهش خواهند یافت معرفی کرد. "کیو توبین" از نسبت ارزش بازاری اوراق بهادار شرکت به هزینه جایگزینی دارایی‌هایش با توجه به فرمول (۵) به دست می‌آید [6].

(۵) توبین (۱۹۶۹)

$$Q = MV/RC$$

مرحله آخر با انجام آزمون‌های آماری که شامل آزمون مقایسه میانگین و رگرسیون خطی چند متغیره است که در ادامه قابل مشاهده است، به دنبال پاسخ‌گویی به سؤال‌های موجود است.<sup>۱۹</sup>

$$R_t = B_0 + B_1 ARMZ + B_2 BRAND + B_3 ROA + B_4 SIZE + e_t$$

$$R_t = B_0 + B_1 ARMZ + B_2 BRAND + B_3 ROA + B_4 SIZE + B_5 ARMZ\$UP + e_t$$

$$R_t = B_0 + B_1 ARMZ + B_2 BRAND + B_3 ROA + B_4 SIZE + B_5 ARMZ\$DOWN + e_t$$

در هرکدام از رگرسیون‌های بالا متغیر برند، دو مرتبه، با دو روش هولیهان و کیوتوبین محاسبه می‌شود تا امکان مقایسه فراهم شود.

#### ۴- نتایج آزمون‌های آماری

(تحلیل سبد: آزمون معناداری میانگین بازده‌های تجمعی)

پس از محاسبه بازده شرکت‌های عرضه‌های اولیه، برای بررسی وضعیت بازده عرضه‌های اولیه در طی این چند سال، آزمون معناداری بازده‌های تجمعی انجام شد؛ نتایج در جدول (۱) خلاصه شده است نتایج نشان می‌دهد که بازده تجمعی عرضه‌های اولیه از یک روز پس از عرضه تایک سال پس از آن (به‌غیر از روزهای ۷، ۸، ۱۰) در حال افزایش بوده است. و این آزمون حاکی از افزایش چشم‌گیر بازده عرضه‌های اولیه در طی این چند سال بوده است. اکنون محقق به دنبال عواملی است که منجر به این افزایش بازده بوده است لذا مدل‌های زیر ارزیابی می‌شود.

برند بالایی بر مبنای شاخص هولیهان برخوردار بودند، محاسبه شده است.

- **ARMZ\$UP2**: این متغیر ترکیبی از حاصل ضرب شاخص آرمز با شرکت‌هایی که از ارزش ویژه برند بالایی بر مبنای شاخص کیوتوبین برخوردار بودند، محاسبه شده است.

- **ARMZ\$DOWN1**: این متغیر ترکیبی از حاصل ضرب شاخص آرمز با شرکت‌هایی که از ارزش ویژه برند پایینی بر مبنای شاخص هولیهان برخوردار بودند، محاسبه شده است.

- **ARMZ\$DOWN2**: این متغیر ترکیبی از حاصل ضرب شاخص آرمز با شرکت‌هایی که از ارزش ویژه برند پایینی بر مبنای شاخص کیوتوبین برخوردار بودند، محاسبه شده است.

در مرحله سوم فرآیند، پس از محاسبه شاخص‌های موردنظر که با استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها در زمان عرضه استخراج شد، نیاز است تا شرکت‌ها بر اساس قوی و ضعیف بودن از هم تفکیک شوند. این کار توسط کدگذاری صورت گرفته است؛ تا بتوان تحلیل‌های لازم انجام شود. با توجه به محاسبه‌های انجام شده برای شاخص آرمز، داده‌های کمتر از ۰,۷ کد ۱ (احساسات پایین) و برای داده‌های بیشتر از ۰,۷ کد ۲ (احساسات بالا) در نظر گرفته شد. برای شاخص هولیهان، داده‌هایی را که مقدار منفی به خود گرفتند؛ کد ۱ (برند ضعیف) و برای داده‌های مثبت کد ۲ (برند قوی) در نظر گرفته شد. برای شاخص Q توبین یک طبقه‌بندی مجزایی قرار داده شد به این صورت که کل داده‌ها به سه بخش تقسیم شد. بخش اول، کد ۱ و بخش دوم بدون کد و بخش آخر، کد ۲ قرار دادند. در نهایت شرکت‌ها با ارزش برند قوی و ضعیف و احساسات بالا و پایین، مشخص شد. در مرحله چهارم، شرکت‌ها با ارزش برند قوی و ضعیف، به‌صورت جداگانه دسته‌بندی می‌شوند تا متغیر ترکیبی محاسبه شود؛ به‌این ترتیب سبدهای ترکیبی با ارزش برند قوی و ضعیف، قابل بررسی و تحلیل می‌باشند. در



جدول (۱) نتایج آزمون معناداری میانگین بازده‌های تجمعی

روز	میانگین	آماره t	احتمال	حد پایین	حد بالا	نتیجه
۱	۰/۰۳۵۶	۱۶/۸۳۱	۰/۰۰	۰/۰۳۱۴	۰/۰۳۹۸۴	معنادار
۲	۰/۰۲۸۷	۱۰/۸۳۶	۰/۰۰	۰/۰۲۳۴	۰/۰۳۴۰۴	معنادار
۳	۰/۰۲۲۳	۷/۳۱۹	۰/۰۰	۰/۰۱۶۲	۰/۰۲۸۳۹	معنادار
۴	۰/۰۱۸۶	۵/۸۰۴	۰/۰۰	۰/۰۱۲۲	۰/۰۲۵۰	معنادار
۵	۰/۰۱۹۷	۶/۹۶۶	۰/۰۰	۰/۰۱۴۰	۰/۰۲۵۳	معنادار
۶	۰/۰۱۸۸	۵/۴۹۶	۰/۰۰	۰/۰۱۲۰	۰/۰۲۵۷۲	معنادار
۷	۰/۰۰۵۸	۰/۸۹۲	۰/۳۷۴	-۰/۰۰۷۲	۰/۰۱۹۰	معنادار نیست
۸	۰/۰۳۱۷	۱/۳۵۵	۰/۱۷۸	-۰/۰۱۴۷	۰/۰۷۸۲	معنادار نیست
۹	۰/۰۰۸۷	۲/۸۲۳	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲۵	۰/۰۱۴۸	معنادار
۱۰	۰/۰۰۳۶	۱/۰۷۳	۰/۲۸۵	-۰/۰۰۳۱	۰/۰۱۰۵	معنادار نیست
۱ ماهه	۰/۲۰۴۷	۷/۴۴۳	۰/۰۰	۰/۱۵۰۰	۰/۲۵۹۴	معنادار
۳ ماهه	۰/۲۱۹۳	۵/۶۹۵	۰/۰۰	۰/۱۴۲۷	۰/۲۹۵۹	معنادار
۶ ماهه	۰/۱۸۳۶	۳/۷۶۶	۰/۰۰	۰/۰۸۶۷	۰/۲۸۰۵	معنادار
۹ ماهه	۰/۳۹۴۴	۲/۶۶۵	۰/۰۰۹	۰/۱۰۰۲	۰/۶۸۸۵	معنادار
۱۲ ماهه	۰/۲۲۷۰	۳/۲۴۶	۰/۰۰۱	۰/۰۸۸۰	۰/۳۶۶۰	معنادار

تحلیل مقایسه بازده تجمعی سبدهای مربوط به برند قوی و ضعیف بر مبنای شاخص هولیهان:

برای یافتن پاسخ سؤال اول مبنی بر ارزیابی رابطه ارزش ویژه برند، با بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام از دو روش مختلف، ارزش ویژه برند شرکت‌ها مورد محاسبه قرار گرفته و در نهایت از آزمون مقایسه میانگین استفاده شده است که خلاصه نتایج برآورد مدل در جدول (۲) خلاصه شده است. براساس خروجی آزمون مشاهده می‌شود در سبد مربوط به برند قوی با برند ضعیف شرکت‌هایی که بر مبنای شاخص

هولیهان محاسبه شد، در تمام دوره‌ها سطح معناداری بالاتر از ۰/۱۰ بود، به‌غیر از روز ۷ پس از عرضه که نشان می‌دهد تفاوت معناداری بین عرضه‌هایی با برند قوی و ضعیف وجود دارد، به عبارتی برند شرکت‌های عرضه شده از دیدگاه بازار و سرمایه‌گذاران به‌غیر از روز ۷ پس از عرضه، اهمیت ندارد. این نتیجه با پژوهش هاراسه و جتی (۲۰۱۶) و جعفرنیا (۱۳۹۵) هم‌جهت است، اما خلاف جهت پژوهش براتی و همکاران (۱۳۹۴)، است.

جدول (۲) نتایج آزمون مقایسه میانگین بازده‌هایی با برند قوی و ضعیف (هولیهان)

روز	تفاوت میانگین (عرضه‌های اولیه با برند قوی و ضعیف)	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
۱	-۰/۰۰۱۹	۰/۰۲۲	-۰/۴۳۳	۰/۶۶۶	معنادار نیست
۲	-۰/۰۰۲۱	۰/۰۲۷	-۰/۳۸۰	۰/۷۰۴	معنادار نیست
۳	-۰/۰۰۷۶	۰/۰۳۳	-۱/۱۶۰	۰/۲۴۸	معنادار نیست
۴	-۰/۰۰۱۵	۰/۰۲۸	-۰/۲۲۲	۰/۸۲۴	معنادار نیست
۵	۰/۰۰۱۲	۰/۰۲۶	۰/۲۰۲	۰/۸۳۹	معنادار نیست
۶	۰/۰۰۸۰	۰/۰۳۰	۱/۰۸۷	۰/۲۷۹	معنادار نیست
۷	-۰/۰۲۴۸	۰/۱۰۲	-۱/۷۶۱	۰/۰۸۱	معنادار

روز	تفاوت میانگین (عرضه‌های اولیه با برند قوی و ضعیف)	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
۸	-۰/۰۲۹۵	۰/۰۴۴	-۰/۵۸۲۰	۰/۵۶۲	معنادار نیست
۹	۰/۰۰۴۲	۰/۰۳۰	۰/۶۳۸	۰/۵۲۴	معنادار نیست
۱۰	۰/۰۰۱۷	۰/۰۳۴	۰/۲۲۹	۰/۸۱۹	معنادار نیست
۱ ماهه	۰/۰۱۶۰	۰/۲۸۹	۰/۲۶۸	۰/۷۸۹	معنادار نیست
۳ ماهه	۰/۰۸۹۳	۰/۴۶۳	۱/۰۷۴	۰/۲۸۵	معنادار نیست
۶ ماهه	۰/۰۱۷۸	۰/۵۳۱	۰/۱۶۸	۰/۸۶۶	معنادار نیست
۹ ماهه	-۰/۲۷۴۹	۰/۵۶۸	-۰/۸۵۸	۰/۳۹۳	معنادار نیست
۱۲ ماهه	-۰/۰۲۴۸	۰/۶۱۸	-۰/۱۶۳	۰/۸۷۰	معنادار نیست

تحلیل مقایسه بازده تجمعی سبدهای مربوط به برند قوی و ضعیف بر مبنای شاخص Q توبین:

برای پاسخ به سؤال اول بر مبنای شاخص Q توبین نتایج زیر حاصل شد. بر اساس خروجی آزمون در جدول (۳) مشاهده می‌شود در روز ۱، ۲، ۶ و ۹ و ۱۲ ماه پس از عرضه سطح معناداری کمتر از ۰/۱۰ شده است پس می‌توان گفت که آزمون معنادار است از طرفی چون اختلاف میانگین سبدهایی با برند قوی و ضعیف مثبت شده یعنی در روز اول و دوم پس از عرضه میانگین سبدهایی با برند قوی بیشتر از سبدهایی با برند ضعیف بوده است. به عبارتی عملکرد

عرضه‌های اولیه‌ای با ارزش ویژه برند قوی بیشتر از عملکرد عرضه‌های اولیه‌ای با ارزش ویژه برند ضعیف‌تر بوده است. در مقاطع ۶، ۹ و ۱۲ ماه پس از عرضه عملکرد سبدهایی با ارزش ویژه برند قوی کمتر از عملکرد سبدهایی با برند ضعیف بوده است در نهایت می‌توان ادعا کرد که در این مقاطع اختلاف معناداری بین عملکرد سبدهایی با برند قوی و ضعیف وجود دارد. شایان ذکر است که در دوره‌های باقی‌مانده هیچ ارتباطی بین ارزش ویژه برند و بازده عرضه‌های اولیه مشاهده نشد.

جدول (۳) نتایج آزمون مقایسه میانگین بازده‌هایی با برند قوی و ضعیف (کیوتوبین)

روز	تفاوت میانگین (عرضه‌های اولیه با برند قوی و ضعیف)	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
۱	۰/۰۱۱۲	۰/۰۱۹۸	۲/۰۱۳۰	۰/۰۴۵۰	معنادار
۲	۰/۰۱۵۲	۰/۰۲۴۸	۲/۳۱۳۰	۰/۰۲۴۰	معنادار
۳	۰/۰۱۰۴	۰/۰۲۷۴	۱/۴۵۷۰	۰/۱۵۰۰	معنادار نیست
۴	۰/۰۰۲۳	۰/۰۳۰۴	۰/۳۲۶۰	۰/۷۴۵۳	معنادار نیست
۵	-۰/۰۰۴۴	۰/۰۲۹۷	-۰/۶۴۲	۰/۵۲۳۰	معنادار نیست
۶	-۰/۰۱۱۷	۰/۰۲۹۲	-۱/۳۹۵	۰/۱۶۸۰	معنادار نیست
۷	-۰/۰۲۴۰	۰/۰۹۵۱	-۱/۲۹۵	۰/۲۰۰۰	معنادار نیست
۸	-۰/۰۸۵۰	۰/۰۲۹۸	-۱/۲۳۹	۰/۲۲۰۰	معنادار نیست
۹	-۰/۰۰۲۴	۰/۰۲۸۳	-۰/۳۲۳	۰/۷۴۷۰	معنادار نیست
۱۰	-۰/۰۰۵۰	۰/۰۳۱۵	-۰/۶۰۰	۰/۵۵۰۰	معنادار نیست
۱ ماهه	-۰/۰۱۵۴	۰/۲۶۵۳	-۰/۲۴۱	۰/۸۰۹۰	معنادار نیست
۳ ماهه	-۰/۰۷۶۹	۰/۴۰۷۲	-۰/۸۱۸	۰/۴۱۶۰	معنادار نیست
۶ ماهه	-۰/۲۴۱۶	۰/۴۴۴۶	-۱/۹۳۹	۰/۰۵۷۰	معنادار

روز	تفاوت میانگین (عرضه‌های اولیه با برند قوی و ضعیف)	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
۹ ماهه	-۰/۴۵۰۳	۰/۴۹۵۷	-۲/۹۲۳	۰/۰۰۴۰	معنادار
۱۲ ماهه	-۰/۶۲۵۸	۰/۵۲۳۲	-۳/۷۴۷	۰/۰۰۰۰	معنادار

عرضه‌های انجام شده در شرایط احساسی که همراه با خوش‌بینی در دوره‌های کوتاه‌مدت در مقطع یک روز پس از عرضه با سطح خطا ۵ درصد و در مقاطع ۴، ۵، ۶، ۷ و ۱ ماه پس از عرضه در سطح خطا ۱۰، ۰، نسبت به عرضه‌های انجام شده در شرایط بدبینی بازار عملکرد بهتری را به همراه داشته‌اند. نتایج به‌دست‌آمده با پژوهش لینک و همکاران (۲۰۱۰) و وو و همکاران (۲۰۱۰) و حیدرپور و همکاران هم‌جهت است. ولی این نتیجه با پژوهش ایسیا درساف بن (۲۰۱۵) که از شاخص باکر ورگلر استفاده کرده است؛ هم جهت نیست. طبق نتایج در مابقی دوره هیچ ارتباطی مشاهده نشده است.

تحلیل مقایسه بازده تجمعی سبدهای مربوط به احساسات قوی و ضعیف بر مبنای شاخص آرمز: برای یافتن پاسخ سؤال اول مبنی بر ارزیابی رابطه گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، با بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام، متغیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از طریق شاخص آرمز مورد محاسبه قرار گرفته و در نهایت از آزمون مقایسه میانگین استفاده شده است. خلاصه نتایج برآورد مدل در جدول (۴) خلاصه شده است. همان‌طور که قابل مشاهده است این فرضیه در سطح خطا ۵ درصد در روز اول و در سطح خطا ۱۰ درصد در روزهای ۴، ۵، ۶، ۷ و ۱ ماه پس از عرضه تأیید شده است. به عبارتی رابطه معنادار بین گرایش‌های احساسی و بازده عرضه اولیه در مقاطع ذکر شده، وجود دارد. در نهایت می‌توان گفت که

جدول (۴) نتایج آزمون مقایسه میانگین بازده‌هایی با احساسات قوی و ضعیف

روز	تفاوت میانگین (عرضه‌هایی با احساسات قوی و ضعیف)	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
۱	۰/۰۰۹۰	۰/۰۱۳۳	۲/۰۳۴۰	۰/۰۴۵۰	معنادار
۲	۰/۰۰۵۳	۰/۰۲۳۲	۰/۹۴۰۰	۰/۳۴۹۰	معنادار نیست
۳	۰/۰۰۹۹	۰/۰۲۶۴	۱/۵۲۸۰	۰/۱۳۰۰	معنادار نیست
۴	۰/۰۱۲۵	۰/۰۲۸۴	۱/۸۵۵۰	۰/۰۶۶۰	معنادار
۵	۰/۰۱۱۶	۰/۰۲۵۱	۱/۹۴۹۰	۰/۰۵۴۰	معنادار
۶	۰/۰۱۴۰	۰/۰۳۷۰	۱/۹۳۸۰	۰/۰۵۵۰	معنادار
۷	-۰/۰۲۵۵	۰/۱۰۱۴	-۱/۸۲۹	۰/۰۷۰۰	معنادار
۸	۰/۰۷۱۷	۰/۳۸۱۶	۱/۴۴۱۰	۰/۱۵۳۰	معنادار نیست
۹	۰/۰۰۶۹	۰/۰۳۴۳	۱/۰۵۸۰	۰/۲۹۲۰	معنادار نیست
۱۰	۰/۰۰۴۷	۰/۰۴۱۸	۰/۶۴۸۰	۰/۵۱۸۰	معنادار نیست
۱ ماهه	۰/۱۰۰۵	۰/۳۱۴۴	۱/۷۲۷۰	۰/۰۸۷۰	معنادار
۳ ماهه	۰/۰۸۹۸	۰/۴۱۸۳	۱/۰۹۱۰	۰/۲۷۸۰	معنادار نیست
۶ ماهه	۰/۰۵۲۰	۰/۵۲۴۰	۰/۴۹۶۰	۰/۶۲۰۰	معنادار نیست
۹ ماهه	۰/۱۲۴۷	۱/۵۸۰۸	۰/۳۹۱۰	۰/۶۹۶۰	معنادار نیست
۱۲ ماهه	۰/۰۰۱۰	۰/۷۱۴۹	۰/۰۰۶۰	۰/۹۹۴۰	معنادار نیست

## ۵- آزمون‌های رگرسیون

### تحلیل آزمون رگرسیون مدل اول پژوهش بر مبنای شاخص Q توبین:

برای یافتن پاسخ سؤال دوم، سه مدل رگرسیون طراحی شده است در مدل اول، از ۱۵ مقطع زمانی که مدل رگرسیون برای آن‌ها برآورد شده است فقط ۷ مقطع از جمله ۱ و ۲ روز پس از عرضه، ۱ ماه، ۳ ماه، ۶ ماه، ۹ ماه و ۱۲ ماه پس از عرضه در سطح خطا کمتر از ۱۰ درصد معنادار شده است و مابقی مقاطع را به دلیل معنادار نبودن مدل، از تفسیر آن خودداری می‌شود. این مدل به منظور ارزیابی نقش توأم بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده شرکت‌هایی که از ارزش ویژه برند بالاتری برخوردار هستند، طراحی

شده است. برای پاسخ به این فرضیه از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. نتایج برآورد مدل بر مبنای شاخص کیوتوبین در جدول (۵) خلاصه شده است. برآورد مدل حاکی از تأثیر مثبت و مستقیم متغیر ترکیبی (ARMZ\$UP) در مقاطع زمانی ۱ ماه، ۳ ماه و ۶ ماه پس از عرضه است ولی در بقیه مقاطع زمانی هیچ ارتباطی قابل‌مشاهده نبود. پس می‌توان این‌گونه بیان کرد که وقتی بازار به اشباع فروش رسیده باشد و سرمایه‌گذاران تمایل زیادی به خرید دارند در ابتدای زمان عرضه (روزهای اولیه) هیچ تمایلی به برند شرکت‌ها نشان نمی‌دهند و این برند در فاصله زمانی بیشتر خود را نشان می‌دهد و می‌تواند بر بازده سهام اثر مثبت بگذارد.

جدول (۵) نتایج آزمون رگرسیون مدل اول بر مبنای شاخص کیوتوبین

$R_t = B_0 + B_1 ARMZ + B_2 Q TOBEN + B_3 ROA + B_4 SIZE + B_5 ARMZ\$UP + e_t$										
R2	احتمال	آماره F	ARMZ\$UP 1	ARMZ\$UP 2	SIZE	ROA	Q TOBEN	ARMZ	B <sub>0</sub>	روز
۰/۵۳	۰/۰۱	۳/۸۶		-۰/۰۲۲	-۰/۰۰۶	-۰/۰۱۷	-۰/۰۴۸	۰/۰۱	۰/۱۱	۱
				-۰/۰۲۲	-۱/۹۵	-۰/۹۲	-۰/۸۰	۰/۳۹	۳/۰۰	آماره t
۰/۴۰	۰/۰۸	۲/۳۰		-۰/۰۰۳	۰/۰۲	-۰/۰۰۸	-۰/۰۲	۰/۰۳	۰/۰۵	۲
				-۰/۰۲۸	۱/۴۳	-۰/۲۵	-۰/۲۴	۰/۵۴	۱/۴۰	آماره t
۰/۳۰	۰/۰۷	۲/۷۲		۱/۱۱			-۰/۹۴	-۰/۴۴	۰/۵۱	۱ ماه
				۲/۱۱			-۱/۶۵	-۱/۶۹	۲/۳۴	آماره t
۰/۴۳	۰/۰۶	۲/۶۱		۱/۴۶	۰/۱۵	-۰/۲۸	-۱/۳۲	-۰/۴۸	-۰/۷۷	۳ ماه
				۲/۴۳	۱/۵۴	-۱/۰۳	-۱/۹۵	-۱/۱۵	-۰/۷۸	آماره t
۰/۵۳	۰/۰۱	۳/۹۰		۲/۱۲	-۰/۰۰۹	-۰/۲۴	-۱/۶۰	-۰/۸۵	۰/۷۰	۶ ماه
				۲/۵۹	-۰/۰۰۹	-۰/۶۱	-۱/۸۱	-۱/۹۸	۰/۸۲	آماره t
۰/۴۰	۰/۰۹	۲/۳۰		۱/۶۰	۰/۱۳	-۰/۷۹	-۱/۳۸	-۰/۶۸	-۰/۵۳	۹ ماه
				۱/۴۹	۱/۷۷	-۱/۶۳	-۱/۲۲	-۱/۱۶	-۰/۵۵	آماره t
۰/۶۲	۰/۰۱	۴/۶۰	۱/۰۱		۰/۳۴	۴/۵۹	-۰/۱۸	-۰/۰۹	-۳/۰۲	۱۲ ماه
			۰/۷۹		۴/۷۰	۲/۱۲	-۰/۹۸	-۰/۳۷	-۴/۰۵	آماره t

ARMZ: این متغیر شاخص گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران است که توسط شاخص آرمز محاسبه شده است.

Q TOBEN: این متغیر ارزش ویژه برند بر مبنای شاخص کیوتوبین است.

ARMZ\$UP1: این متغیر از ترکیب حاصلضرب ارزش ویژه برند بالا بر مبنای شاخص هولیهان با شاخص آرمز است.

ARMZ\$UP2: این متغیر از ترکیب حاصلضرب ارزش ویژه برند بالا بر مبنای شاخص کیوتوبین با شاخص آرمز است.

SIZE: این متغیر اندازه شرکت می‌باشد؛ که با استفاده از لگاریتم ارزش بازار شرکت محاسبه شده است.

ROA: این متغیر یکی از نسبت‌های سودآوری شرکت است که با استفاده از نسبت نرخ بازده دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

شده‌اند؛ اما در ۹ ماه پس از عرضه، برند رابطه مثبت و مستقیم برقرار کرده است، از طرفی سرمایه‌گذاران نسبت به سهام شرکت‌هایی با ارزش ویژه برند بالا، در این مقطع زمانی تمایل بیشتری نشان داده‌اند. با توجه به دو روشی که انجام شد می‌توان نتیجه‌گیری کرد که سرمایه‌گذاران در فاصله زمانی یک ماه تا نه ماه پس از عرضه در سهام شرکت‌هایی با ارزش ویژه بالا سرمایه‌گذاری می‌کنند و این تصمیم بر بازده عرضه‌های اولیه تأثیر مثبت و مستقیم خواهد گذاشت؛ و از آنجایی که پژوهشی دقیقاً این متغیر را بر روی سهام بررسی نکرده است، قابل‌مقایسه با پژوهش‌های دیگر نیست.

### تحلیل آزمون رگرسیون مدل اول پژوهش بر مبنای شاخص هولیهان:

از ۱۵ مقطع زمانی که مدل رگرسیون اول برای آن‌ها برآورد شده است فقط ۱۰ مقطع از جمله ۱، ۲، ۳، ۴ و ۵ روز پس از عرضه، ۳ ماه، ۶ ماه، ۹ ماه و ۱۲ ماه پس از عرضه در سطح خطا کمتر از ۱۰ درصد معنادار شده است. برای پاسخ به سؤال دوم بر مبنای شاخص هولیهان، با استفاده از مدل اول، نتایج در جدول (۶) حاصل شده است. در ۳ روز پس از عرضه رابطه عکس برند بر بازده عرضه‌های اولیه برقرار شده است؛ یعنی سرمایه‌گذاران در این مقطع با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های برند شده باعث کاهش بازده

جدول (۶) نتایج آزمون رگرسیون مدل اول بر مبنای شاخص هولیهان

$R_t = B_0 + B_1 ARMZ + B_2 HOLEHAN + B_3 ROA + B_4 SIZE + B_5 ARMZ\$UP + e_t$										
R2	احتمال	F آماره	ARMZ\$UP 1	ARMZ\$UP 2	SIZE	ROA	HOLEHAN	ARMZ	B <sub>0</sub>	روز
۰/۳۷	۰/۰۸	۲/۲۸		-۰/۰۰۴	-۰/۰۰۷	۰/۰۶	۰/۰۴	۰/۰۱	۰/۰۹	۱
				-۰/۴۷	-۲/۰۳۶	-۱/۰۴	۱/۱۹	۰/۸۵	۲/۳۶	آماره t
۰/۳۶	۰/۰۵	۲/۸۳		۰/۰۰	۰/۰۳		۰/۰۱	۰/۰۱	۰/۰۵	۲
				۰/۰۳	۳/۰۷		۰/۸۱	۱/۳۵	۴/۴۲	آماره t
۰/۴۲	۰/۰۵	۲/۹۰	۰/۰۴			۰/۴۵	-۰/۱۶	-۰/۰۰	۰/۰۱	۳
			۰/۲۰			۲/۶۲	-۲/۱۷	-۰/۲۲	۰/۸۳	آماره t
۰/۴۶	۰/۰۷	۲/۵۷	-۰/۰۳		-۰/۰۰	۰/۳۷	-۰/۰۶	۰/۰۰	۰/۰۶	۴
			-۰/۲۵		-۰/۹۳	۲/۸۳	-۱/۱۱	۰/۱۶	۱/۰۹	آماره t
۰/۳۸	۰/۰۸	۲/۵۰	۰/۰۲			۰/۲۹	-۰/۱۰۹	۰/۰۰	۰/۰۲	۵
			۰/۱۹			۲/۲۳	-۱/۹۵	۰/۰۶	۱/۹۴	آماره t
۰/۳۳	۰/۰۸	۲/۳۰		۰/۱۹	۰/۱۵		۰/۱۰	۰/۰۴	-۱/۳۷	ماه ۳
				۱/۰۳	۱/۶۶		۰/۵۹	۰/۱۷	-۱/۵۶	آماره t
۰/۴۱	۰/۰۶	۲/۵۲		۰/۴۸	۰/۰۴	۰/۷۱	۰/۳۹	-۰/۰۴	-۰/۶۳	ماه ۶
				۱/۹۳	۰/۴۶	۰/۵۴	۰/۵۴	-۰/۱۳	-۰/۶۳	آماره t
۰/۳۵	۰/۰۶	۲/۶۰		۰/۲۵	۰/۱۶		۰/۳۴	-۰/۰۶	-۱/۴۵	ماه ۹
				۲/۴۲	۵/۳۰		۳/۷۰	-۰/۲۰	-۵/۲۰	آماره t
۰/۶۰	۰/۰۰	۴/۵۰	۰/۲۶		۰/۳۴	۳/۸۹	۰/۱۴	-۰/۰۳	-۳/۰۰	ماه ۱۲
			۰/۲۱		۴/۶۰	۱/۹۲	۰/۱۸	-۰/۱۱	-۲/۹۳	آماره t

عرضه‌های اولیه که از ارزش ویژه برند کمتری برخوردار هستند، طراحی شده است. برای پاسخ به این فرضیه از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. نتایج برآورد مدل بر مبنای شاخص کیوتوبین در

### تحلیل آزمون رگرسیون مدل دوم بر مبنای شاخص Q توپین:

این مدل به منظور ارزیابی نقش توأم بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده کوتاه‌مدت

بازار از فروش اشباع شده باشد سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت‌هایی با ارزش ویژه برند پایین تمایلی نشان نمی‌دهند و اگر در این مقطع به سمت سهام شرکت‌هایی با برند پایین بروند باعث کاهش بازده عرضه اولیه خواهد شد.

جدول (۷) خلاصه شده است. برآورد مدل حاکی از تأثیر مثبت و مستقیم برند در مقطع ۸ روز پس از عرضه است؛ اما در ۹ ماه پس از عرضه متغیر ترکیبی (ARMZ\$DOWN)، رابطه عکس با بازده عرضه اولیه داشته است. در ۹ ماه پس از عرضه وقتی

جدول (۷) نتایج آزمون رگرسیون مدل دوم بر مبنای شاخص کیوتوبین

$$R_t = B_0 + B_1 ARMZ + B_2 QTOBEN + B_3 ROA + B_4 SIZE + B_5 ARMZ\$DOWN + e_t$$

R2	احتمال	آماره F	ARMZ\$DOWN 2	ARMZ\$DOWN 1	SIZE	ROA	QTOBEN	ARMZ	B <sub>0</sub>	روز
۰/۱۱	۰/۰۹	۲/۱۰		-۰/۰۷			-۰/۰۲	۰/۰۲	۰/۰۱	۵
				-۰/۸۶			-۱/۲۴	۱/۵۸	۱/۸۶	آماره t
۰/۳۴	۰/۰۴	۳/۳۱	-۰/۵۳				۰/۶۴	۰/۰۷	-۰/۰۲	۶
			-۰/۵۶				۱/۴۰	۱/۳۵	-۱/۰۴	آماره t
۰/۷۵	۰/۰۰	۱۳/۵	۲۴/۲۲		۰/۱۸		-۹/۱۶	-۰/۷۵	-۱/۴۲	۸
			۲/۸۷		۲/۳۵		-۲/۴۹	-۱/۹۰	-۲/۵	آماره t
۰/۱۶	۰/۰۶	۲/۴۰		۰/۱۱	۰/۰۰		۰/۰۵	۰/۰۲	-۰/۰۷	۹
				۱/۲۲	۱/۵۳		۲/۱۰	۱/۸۴	-۱/۶۴	آماره t
۰/۲۱	۰/۰۲	۲/۸۱		۰/۴۸	۰/۰۹	-۰/۲۰	۰/۱۰	۰/۱۶	-۰/۷۷	۱ ماه
				۰/۷۲	۲/۱۲	-۰/۸۴	۰/۴۹	۱/۷۵	-۱/۷۰	آماره t
۰/۲۸	۰/۰۰	۳/۷۰		۰/۷۸	۰/۱۵	-۰/۲۶	۰/۲۳	۰/۱۵	-۱/۳۲	۳ ماه
				۰/۵۶	۳/۵۹	-۰/۸	۰/۸۱	۰/۹۲	-۳/۱۱	آماره t
۰/۲۳	۰/۰۱	۳/۰۲		۱/۸۸	۰/۱۱	-۰/۲۷	-۰/۴۷	۰/۳۵	-۰/۷۹	۶ ماه
				۰/۹۸	۱/۹۱	-۰/۵۹	-۱/۱۷	۱/۵۸	-۱/۴	آماره t
۰/۵۰	۰/۰۰	۹/۷۲		-۳۵/۳۲	۰/۵۲	-۴/۸۸	۰/۳۷	-۰/۶۹	-۴/۵۶	۹ ماه
				-۲/۴۶	۲/۸۱	-۲/۵۹	۰/۳۴	-۰/۹۵	-۲/۵۱	آماره t
۰/۴۰	۰/۰۰	۸/۳۸		۳/۲۶	۰/۳۴		-۱/۱۵	۰/۷۳	-۲/۹۹	۱۲ ماه
				۱/۶۳	۴/۲۰		-۲/۲۳	۲/۶۶	-۳/۶۹	آماره t

ARMZ: این متغیر شاخص گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران است که توسط شاخص آرمز محاسبه شده است.

QTOBEN: این متغیر ارزش ویژه برند بر مبنای شاخص کیوتوبین است.

ARMZ\$DOWN1: این متغیر از ترکیب حاصلضرب ارزش ویژه برند پایین بر مبنای شاخص هولیهان با شاخص آرمز است.

ARMZ\$DOWN2: این متغیر از ترکیب حاصلضرب ارزش ویژه برند پایین بر مبنای شاخص کیوتوبین با شاخص آرمز است.

SIZE: این متغیر اندازه شرکت می‌باشد؛ که با استفاده از لگاریتم ارزش بازار شرکت محاسبه شده است.

ROA: این متغیر یکی از نسبت‌های سودآوری شرکت است که با استفاده از نسبت نرخ بازده دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

اول پس از عرضه بین متغیر برند و بازده عرضه‌های اولیه رابطه مثبت برقرار شده است و

این نشان‌دهنده تأثیر مثبت برند در روز اول پس از عرضه بر بازده عرضه‌های اولیه است. در ۹ ماه پس از عرضه، متغیر ترکیبی، رابطه عکس پیدا کرده است و

تحلیل آزمون رگرسیون مدل دوم بر مبنای شاخص هولیهان:

برای پاسخ به مدل دوم بر مبنای شاخص هولیهان، نتایج در جدول (۸) حاصل شده است. در روز

باعث کاهش بازده عرضه اولیه خواهد شد. با توجه به دو روش انجام شده می‌توان بیان کرد که در ۹ ماه پس از عرضه بین متغیر ترکیبی و بازده عرضه‌های اولیه رابطه عکس برقرار شده است.

این نشان دهنده این است که وقتی بازار از فروش اشباع شده باشد، سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت‌هایی با ارزش ویژه برند پایین تمایلی نشان نمی‌دهند و اگر در این مقطع به سمت سهام شرکت‌هایی با برند پایین بروند

جدول (۸) نتایج آزمون رگرسیون مدل دوم بر مبنای شاخص هولیهان

$$R_t = B_0 + B_1 ARMZ + B_2 HOLEHAN + B_3 ROA + B_4 SIZE + B_5 ARMZ\$DOWN + e_t$$

R2	احتمال	آماره F	ARMZ\$DOWN 1	ARMZ\$DOWN 2	SIZE	ROA	HOLEHAN	ARMZ	B <sub>0</sub>	روز
۰/۱۷	۰/۰۷	۲/۱۴		۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۰۷	۰/۰۵	۰/۰۰	۰/۰۶	۱
				۰/۶۴	-۱/۷۲	۱/۷۸	۲/۱۹	۰/۶۶	۳/۰۶	آماره t
۰/۱۴	۰/۱۰	۲/۰۳		-۰/۲۲		-۰/۰۹	-۰/۰۳	۰/۰۰	۰/۰۱	۵
				-۱/۷۴		-۱/۴۶	-۰/۸۶	۰/۵۰	۲/۲۰	آماره t
۰/۲۸	۰/۰۹	۲/۴۸	۰/۵۴				۰/۰۵	۰/۰۱	۰/۰۰	۶
			۱/۰۰				۰/۴۱	۰/۴۲	۰/۶۵	آماره t
۰/۵۷	۰/۰۰	۶/۱۹		۱۴/۰۹		-۳/۴۳	-۳/۶۹	-۰/۱۵	-۰/۰۶	۸
				۲/۹۴		-۰/۹۳	-۰/۹۸	-۰/۴۴	-۰/۵۱	آماره t
۰/۱۴	۰/۱۰	۲/۰۴		۰/۹۴	۰/۰۹		۰/۰۶	۰/۰۷	-۰/۰۷	۱ ماه
				۰/۹۲	۲/۰۶		۰/۴۵	۰/۶۲	-۱/۶	آماره t
۰/۲۷	۰/۰۰	۳/۶۹		۱/۲۷	۰/۱۵	۰/۲۸	۰/۲۸	۰/۱۹	-۱/۳۲	۳ ماه
				۰/۹۲	۳/۵۰	۰/۷۲	۰/۷۲	۱/۱۹	-۳/۰۸	آماره t
۰/۲۴	۰/۰۱	۳/۱۱		۰/۸۰	۰/۱۱	-۱/۶۱	-۰/۷۲	۰/۲۶	-۱/۷۶	۶ ماه
				۰/۴۱	۲/۰۲	-۱/۷	-۱/۳۱	۱/۲۰	-۱/۳۳	آماره t
۰/۵۱	۰/۰۰	۱۰/۰۳		-۳۶/۱۶	۰/۴۸	-۷/۱۶	-۱/۵۹	-۰/۷۰	-۳/۹	۹ ماه
				-۲/۶۰	۲/۶۰	-۲/۲۲	-۱/۱۰	-۱/۱	-۲/۲۹	آماره t
۰/۴۰	۰/۰۰	۶/۴۴		۰/۲۴	۰/۳۶	-۲/۸۳	-۱/۳۴	۰/۴۸	-۲/۹۷	۱۲ ماه
				۰/۰۸	-۲/۰۹	۴/۳۴	-۱/۷۱	۱/۴۵	-۳/۵۸	آماره t

عرضه است و در ۸ روز پس از عرضه گرایش‌های احساسی تأثیر عکس گذاشته است ولی متغیر برند در هیچ‌یک از مقاطع معنادار نشده است پس می‌توان این‌گونه بیان کرد که وقتی بازار به اشباع فروش رسیده است، برند نقشی بر بازده عرضه اولیه ندارد. برای پاسخ به مدل سوم بر مبنای شاخص هولیهان نتایج در جدول (۱۰) خلاصه شده است در این روش فقط در روز اول، برند بر بازده عرضه‌های اولیه تأثیر مثبت داشته است و در روزهای ۵ و ۶ پس از عرضه گرایش‌های احساسی تأثیر مثبتی بر بازده داشته است.

#### تحلیل آزمون رگرسیون مدل سوم بر مبنای شاخص Q توبین و هولیهان:

این مدل به منظور ارزیابی نقش توأم بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده شرکت‌هایی با ارزش ویژه برند بالا و پایین متفاوت هستند، طراحی شده است. برای پاسخ به این فرضیه از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. نتایج برآورد مدل بر مبنای شاخص کیوتوبین در جدول (۹) خلاصه شده است. برآورد مدل، حاکی از تأثیر مثبت و مستقیم گرایش‌های احساسی در ۵ و ۶ روز پس از

با توجه به نتایج به دست آمده از این روش فقط در روز اول برند اثرگذار بوده و در مابقی مقاطع برند نقشی نداشته است.

جدول (۹) نتایج آزمون رگرسیون مدل سوم بر مبنای شاخص کیوتوبین

$$R_t = B_0 + B_1 ARMZ + B_2 Q TOBEN + B_3 ROA + B_4 SIZE + e_t$$

R2	احتمال	آماره F	SIZE	ROA	QTOBEN	ARMZ	B <sub>0</sub>	روز
۰/۱۲	۰/۰۵	۲/۴۹	-۰/۰۰	۰/۰۱	-۰/۰۰۶	۰/۰۰	۰/۰۸	۱
			-۲/۹۶	-۰/۴۱	-۰/۵۲	۰/۰۳	۴/۶۸	آماره t
۰/۰۸	۰/۰۳	۳/۴۳			-۰/۰۱	۰/۰۱	۰/۰۱	۵
					-۰/۹۷	۲/۵۷	۳/۰۱	آماره t
۰/۱۳	۰/۰۰	۵/۵۲			-۰/۰۳	۰/۰۲	۰/۰۱	۶
					-۱/۵۹	۳/۱۷	۲/۰۸	آماره t
۰/۲۲	۰/۰۰	۵/۰۳	-۰/۱۱	۰/۰۷	-۰/۰۸	-۰/۲۸	-۰/۷۵	۸
			-۰/۶۹	۲/۵۶	-۱/۰۶	۳/۴۸	-۲/۷۲	آماره t
۰/۱۰	۰/۱۰	۱/۹۶	۰/۰۷	-۰/۲۶	۰/۱۳	۰/۰۰	-۰/۴۸	۱ ماه
			۱/۸۹	-۱/۴۲	۱/۳۸	۰/۰۱	-۱/۳۱	آماره t
۰/۲۷	۰/۰۰	۶/۴۷	۰/۱۸	-۰/۳۸	۰/۱۶	۰/۰۳	-۱/۴۹	۳ ماه
			۴/۴۰	-۱/۷۰	۱/۳۳	۰/۲۷	-۳/۷۲	آماره t
۰/۱۹	۰/۰۰	۴/۱۲	۰/۱۶	-۰/۶۱	۰/۱۶	۰/۱۳	-۱/۳۴	۶ ماه
			۳/۲۱	-۱/۹۷	۱/۰۰	۰/۸۳	-۲/۷۳	آماره t
۰/۳۹	۰/۰۰	۱۱/۲۷	۰/۳۹	-۰/۸۵	-۰/۱۴	۰/۳۰	-۳/۴۰	۱۲ ماه
			۶/۰۶	-۲/۱۵	-۰/۶۸	۱/۵۲	-۵/۳۹	آماره t

جدول (۱۰) نتایج آزمون رگرسیون مدل سوم بر مبنای شاخص هولیهان

$$R_t = B_0 + B_1 ARMZ + B_2 HOLEHAN + B_3 ROA + B_4 SIZE + e_t$$

R2	احتمال	آماره F	SIZE	ROA	HOLEHAN	ARMZ	B <sub>0</sub>	روز
۰/۱۸	۰/۰۰	۳/۹۱	-۰/۰۰۵	۰/۰۶	۰/۰۴	-۰/۰۰	۰/۰۷	۱
			-۲/۸۲	۲/۱۹	۲/۳۲	-۰/۱۷	۴/۳۰	آماره t
۰/۰۹	۰/۰۲	۳/۷۰			۰/۰۰	۰/۰۲	۰/۱۱	۵
					۰/۱۶	۲/۶۰	۲/۵۰	آماره t
۰/۱۲	۰/۰۰	۴/۹۸			۰/۰۰	۰/۰۲	۰/۰۰	۶
					۰/۳۰	۳/۰۳	۱/۳۱	آماره t
۰/۰۶	۰/۱۰	۲/۳۱			-۰/۰۵	-۰/۰۵	۰/۰۲	۸
					-۰/۸۰	-۱/۹۵	۱/۵۷	آماره t
۰/۲۵	۰/۰۰	۸/۲۹	۰/۱۹		۰/۲۴	۰/۰۸	-۱/۶۲	۳ ماه
			۴/۶۴		۱/۶۷	۰/۷۴	-۴/۰۶	آماره t
۰/۱۸	۰/۰۰	۴/۰۵	۰/۱۷	-۰/۵۱	۰/۰۵	۰/۱۸	-۱/۴۱	۶ ماه
			۳/۳۲	-۰/۷۹	۰/۱۱	۱/۱۴	-۲/۸	آماره t
۰/۰۹	۰/۰۷	۲/۳۷	۰/۲۶		-۲/۵۵	۰/۹۵	-۲/۶۳	۹ ماه
			۰/۹۳		-۱/۱۵	۱/۱۶	-۰/۸۸	آماره t
۰/۳۸	۰/۰۰	۱۰/۸۹	۰/۳۸	-۱/۲۵	-۰/۲۴	۰/۲۵	-۳/۲۲	۱۲ ماه
			۵/۹۰	-۱/۵۰	-۰/۴۶	۱/۲۴	-۵/۱۴	آماره t



## ۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده به مدیران پیشنهاد می‌شود در جلسه توجیهی که قبل از عرضه سهام تشکیل می‌دهند، بهتر است شرکت خود را به‌درستی و دقیق معرفی کنند چراکه نتایج نشان داد که در برخی مقاطع برند بر بازده عرضه‌ها تأثیر مثبتی داشته است. از طرفی دیگر به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود قبل از عرضه، احساسات بازار را مورد آزمون قرار دهند و در زمانی که شرایط بازار متعادل است عرضه‌های اولیه خود را به بورس ارائه دهند تا با عملکرد بهتری روبه‌رو شوند. همچنین به حسابداران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود برای هر چه شفاف‌تر شدن صورت‌های مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار، ارزش ویژه برند شرکت را در صورت‌های مالی شناسایی کنند تا موجب اطمینان بیشتر سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات شرکت و افزایش کارایی بازار سرمایه شود.

### فهرست منابع

- \* براتی، ابوالفضل؛ داوری، مهدی و محمدرضا عباسپور نوغانی (۱۳۹۴)، واکنش بازده غیرعادی سهام نسبت به ارزش برند، چشم‌انداز مدیریت بازرگانی، شماره ۲۴، صفحه ۴۵-۶۲.
- \* جعفرنیا، محمد (۱۳۹۵)، تدوین استراتژی‌های مبتنی بر ارزش‌گذاری برند در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه ارشد دانشگاه شیخ بهایی.
- \* حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یدالله و مریم محرابی (۱۳۹۲)، تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره ۱۷، صفحه ۱.
- \* خداپرستی، صابر؛ زمانیان، غلامرضا و علی سنگینیان (۱۳۹۳)، عوامل مؤثر بلندمدت سهام عرضه‌شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۱۱، صفحه ۱۷۹-۲۰۰.

با توجه به اهمیت بازار سرمایه و حضور گسترده سرمایه‌گذاران در بورس می‌تواند بر رفتار قیمت سهام تأثیرگذار باشد، پس رونق این بازار به تمایلات سرمایه‌گذاران وابسته است که در زمان انتشار سهام چه احساسی داشته باشند. در همین راستا پژوهش حاضر با این هدف که در زمان عرضه اولیه وقتی سرمایه‌گذاران به برند شرکت‌ها توجه می‌کنند، چه تأثیری بر عملکرد این شرکت‌ها خواهد گذاشت صورت گرفته است. نتایج نشان دادند که بر مبنای شاخص هولیهان هیچ تفاوت معناداری بین بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه با برندهای قوی و ضعیف وجود ندارد، این نتیجه با مطالعه هاراسه و جتی در سال ۲۰۱۶ هم جهت شد چرا که آنها نیز به‌طور متوسط دریافتند که بازار به برندهای معروف در زمان عرضه اولیه سهام توجهی ندارد. همچنین در بین پژوهش‌های داخلی این تحقیق با پژوهش جعفرنیا در سال ۱۳۹۵ هم‌جهت شد چراکه این پژوهش‌گر نیز، هیچ ارتباط معناداری بین ارزش ویژه برند و عملکرد سهام پیدا نکرد. در همین حال و بر مبنای شاخص کیوتوپین در روز اول و دوم تفاوت معنادار مثبت و در ماه‌های ششم، نهم و دوازدهم پس از عرضه، تفاوت معناداری منفی مشاهده شد که این نشان دهنده اصلاح قیمت‌گذاری عرضه‌ها توسط بازار در طول زمان است. همچنین عرضه‌های انجام شده در شرایط احساسی همراه با خوش‌بینی در دوره‌های کوتاه‌مدت عملکرد بهتری را نسبت به عرضه‌های انجام شده در شرایط بدبینی بازار به همراه داشتند. این نتیجه با نتایج ایسیا درساف بن در سال ۲۰۱۵ و تسیکیوکا و همکارانش در سال ۲۰۱۷ هم‌جهت است چرا که آنها تأثیر قوی احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام و عرضه‌های اولیه را مشاهده کردند. از طرف دیگر یافته‌ها نشان داد که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده شرکت‌هایی که از ارزش ویژه برند بالاتری برخوردار هستند، رابطه مثبت و مستقیم برقرار شده است.

- \* Harasheh, M., & Gatti, S. (2016). Initial public offerings "IPOS", underpricing & Performance: The case of top international brands. *Organizations and Financing, Business Marketing and Brands*. G24. M370.
- \* Keller, K. (2003). *Strategic Brand Management: Building. Measuring and Managing Brand Equity*. Prentice Hall: Upper Saddle River. 281.
- \* Kim, T., & Ha, A. (2010). Investor sentiment and market anomalies. 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper. Available at www.ssrn.com.
- \* Ljungqvist, A. (2005). *Ipo underpricing tuch schooh business at dartmouth*. Handboof Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. 1. 12.
- \* Peterle, p., & Ales, B. (2016). IPO cycles in central and eastern europe: What factors drive these cycles? .University of Ljubljana. Faculty of Economics
- \* Radhe, S., & Kushal, S. (2016). Performance of the initial public offering in the nepalese stock market. *Uniglobe College and Independent*. 14.
- \* Susanne, E., Arif, Kh., Abdulkadir, M., & Brahim, S. (2016). Committed anchor investment and ipo survival – the roles of cornerstone and strategic investors. *Journal of Corporate Finance*. 41. 139–155.
- \* Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*. L. 15-29.
- \* Tsukioka, Y., Yanagi, J., & Takada, T. (2017). Investor sentiment extracted from internet stock message boards and IPO puzzles. *International Review of Economics and Finance*. 10.1016/j.iref.2017.10.025
- \* سعیدی، علی و محمدجواد فرهانیان (۱۳۹۴)، مبانی اقتصاد و مالی رفتاری، انتشارات بورس.
- \* عزیزی، شهریار؛ درویشی، زهرا و فرشید نامامیان (۱۳۹۰)، بررسی عوامل تعیین کننده ارزش برند با رویکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز مدیریت بازرگانی، شماره ۶، صفحه ۳۲-۹.
- \* کریس بروکز (۲۰۱۴)، مقدمه‌ای بر اقتصاد سنجی مالی، ترجمه دکتر احمد بدری و دکتر عبدالمجید عبدالباقی، انتشارات تهران ن. س.
- \* میرمعینی، سید حمید؛ اسدی، غلامحسین؛ حمیدی زاده، محمدرضا و احمد روستا (۱۳۹۵)، طراحی و تبیین مدل پذیرش و عرضه سهام شرکت‌ها برای نیل به توسعه بورس اوراق بهادار، مبتنی بر سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ جمهوری اسلامی ایران، فصلنامه علمی و پژوهشی دانش سرمایه- گذاری، شماره ۲۰.
- \* Aissia, D. B. (2015). Home and foreign investor sentiment and the stock returns. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 870. 7.
- \* Bajo, E., & Raimondo, C. (2017). Media sentiment and ipo underpricing. *Journal of Corporate Finance*. 139-153.
- \* Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*. 61. 1645–1680.
- \* Brown, G., & Cliff, M. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*. 11. 1-27.
- \* Chen, H., De, P., Yu, H., & Hwang, B. (2011). Sentiment revealed in social media and it is effect on the Stock Market. *Statistical Signal Processing Workshop (SSP)*. 10. 28-30.
- \* Clarke, J., Khurshed, A., Pande, A., & Singh, A. (2015). Sentiment traders & ipo initial returns: The indian evidence. *Journal of Corporate Finance*. 37. 24-37.
- \* Fernandz, p. (2001). Valuation brands and intelligent capital. *Journal of Advertising Research*. 9. 1-22.
- \* Feng, J., Wang, T., & Chen, M. (2013). The impact of brand value on financial performanc. *Advances in Management & Applied Economics*. 3. 129-141.

#### یادداشت‌ها

1. Initial Public Offerin
2. Investor Sentiment
3. Brand Equity
4. Hoolihan's Index
5. Tobin's Q Index
6. Arms Index
7. در این پژوهش منظور از دوره کوتاه مدت، شامل ۱۵ مقطع زمانی، از یک روز تا ده روز پس از عرضه به صورت روزانه و بعد به صورت یک ماه، سه، شش، نه و دوازده ماه پس از عرضه مورد بررسی قرار گرفته است.
8. Bajo & Raimondo
9. Tsukioka et al.
10. Harasheh & Gatti
11. Susanne Espenlaub et al.
12. Radhe & Kushal

13. Clarke et al
14. Aissia Dorsaf Ben
15. Feng et al.
16. Tsukioka & Et al.
17. Harasheh & Gatti
18. Aissia Dorsaf Ben

<sup>19</sup> شایان ذکر است که از آزمون‌های تشخیصی، شامل آزمون وایت و آماره دوربین واتسون در برآورد مدل‌ها استفاده شده است ولی به دلیل محدودیت در تعداد صفحات مقاله از آوردن این آزمون‌ها صرفه نظر شده است.