

مجله دانش حسابداری / سال پنجم / ش ۱۸ / پاییز ۱۳۹۳ / ص ۴۹ تا ۶۵

## بررسی رابطه میان محافظه کاری و قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر ساسان مهرانی\*

مجتبی صفی پور افشار\*\*

### چکیده

این پژوهش به بررسی تاثیر محافظه کاری بر قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه های اولیه سهام می پردازد. در این راستا، بازده غیر عادی تعدیل شده بازار شرکت ها برای اولین ماه معاملاتی پس از پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان معیاری از قیمت گذاری کمتر از واقع آنها انتخاب شده است. نتایج آزمون داده های ۴۱ شرکت که مابین سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده بودند، نشان می دهد میان محافظه کاری و قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه های اولیه سهام رابطه منفی وجود دارد. به این معنا که محافظه کاری از طریق تأیید پذیری بیشتر برای شناسایی سودها نسبت به زیانها و همچنین، محدود کردن رفتار فرصت طلبانه مدیران، عدم تقارن اطلاعاتی را میان گروه های ذی نفع در عرضه اولیه سهام کاهش می دهد و از این طریق، باعث می شود از قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه های اولیه کاسته شود.

**واژه های کلیدی:** محافظه کاری، قیمت گذاری کمتر از واقع سهام، عرضه اولیه سهام، بازده سهام.

---

\* دانشیار حسابداری، دانشگاه تهران.

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

نویسنده مسئول مقاله: مجتبی صفی پور افشار (Email: Msafshar68@gmail.com)

تاریخ دریافت: ۹۲/۸/۴ تاریخ پذیرش: ۹۳/۶/۱

## مقدمه

شرکت‌هایی که قدم به بازار سرمایه می‌نهند و سهام یا اوراق بهادار خود را برای اولین بار به عموم عرضه می‌کنند، می‌توانند از مزایایی مثل کاهش هزینه تأمین مالی فعالیت‌ها و همچنین، دسترسی به سرمایه عمومی بهره‌مند شوند. در سطح بین‌الملل، پژوهش‌های زیادی نشان داده است که در عرضه‌های اولیه عمومی، شرکت‌ها سهام خود را به قیمتی کمتر از قیمتی که سرمایه‌گذاران تمایل به پرداخت آن دارند، عرضه می‌کنند. به عبارت دیگر، شرکت‌ها با فداکردن منافع سهامداران اولیه خود و به اصطلاح، «باقی گذاشتی مبالغ زیادی پول روی میز»<sup>۱</sup> هزینه قابل توجهی متحمل شده و برای سرمایه‌گذاران جدید بازده مثبت غیرعادی ایجاد می‌کنند. شکل‌گیری بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام عرضه اولیه به «قیمت‌گذاری کمتر از واقع» یا «ارزان فروشی» این سهام نسبت داده می‌شود. این پدیده جهان شمول بوده و در بورس اوراق بهادار اکثر کشورها مستند شده است.

از میان تئوری‌های مختلف قیمت‌گذاری کمتر از واقع، عدم تقارن اطلاعات<sup>۲</sup> نقش برجسته تری دارد (لانگ وست<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷). الگوی عدم تقارن اطلاعات فرض می‌کند یکی از گروه‌های درگیر در عرضه اولیه اطلاعات بیشتری درباره شرکت منتشر کننده نسبت به دیگر گروه‌ها دارد. پس، قیمت‌گذاری کمتر از واقع برای ایجاد تعادل همه ذی‌نفعان عرضه‌های اولیه انجام می‌شود. همان‌گونه که عدم تقارن اطلاعات نقش مهمی در قیمت‌گذاری کمتر از واقع شرکت‌های عرضه‌کننده سهم دارد، معیار تاییدپذیری برای شناخت عملکرد عملیاتی شرکت و گزارشگری مالی نیز دارای اهمیت است. در حسابداری محافظه‌کارانه برای شناسایی سودها تأییدپذیری بیشتری نسبت به شناسایی زیان‌ها لازم است (چانی، فاکيو و پارسلی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱). بنابراین، سود و دارایی خالص گزارش شده تحت محافظه‌کاری، قابل اتکاتر و قابل تایید تر خواهد بود و حسابداری محافظه‌کاری رفتار فرصت‌طلبانه مدیر را برای بیش‌نمایی سود و کم‌نمایی زیان‌ها کاهش خواهد داد. در نتیجه، از عدم تقارن اطلاعات بین شرکت‌های منتشر کننده و دیگر گروه‌های ذی‌نفع در

عرضه اولیه کاسته خواهد شد و این، منجر به قیمت گذاری کمتر از واقع یا ارزان فروشی کمتر خواهد شد.

روزانه صدها شرکت در دنیا با انتشار سهام برای اولین بار وارد بازار سرمایه می شوند و با این کار قصد دارند که سرمایه مورد نیاز برای ادامه فعالیت و گسترش عملیات خود را تأمین نمایند. به همین خاطر، برای این شرکت ها مهم است که قیمت تعیین شده برای سهام آن ها نشان دهنده ارزش واقعی دارایی ها و فرصت های توسعه و رشد آن ها در آینده باشد (ظریف فرد و مهرجو، ۱۳۸۳).

تجربه نشان می دهد سهام شرکت ها پس از وارد شدن به بورس، نوسان زیاد و قابل توجهی داشته است و قیمت تعیین شده برای آن ها به دلایل مختلفی از قبیل «عدم تقارن اطلاعاتی» میان سرمایه گذاران، مؤسسات تأمین سرمایه و سرمایه گذاران بیرونی، بیانگر ارزش واقعی سهام نبوده و باعث ایجاد فرصت هایی برای کسب بازده غیرعادی با استفاده از معامله بر روی سهام این شرکت ها می شود (باقرزاده و همکاران، ۱۳۸۸). این موضوع در عین زیر سؤال بردن کارآیی بازارهای سرمایه، برای شرکت های منتشر کننده سهام عادی به دلیل از دست دادن منابع مالی بسیار، خوشایند نمی باشد (ظریف فرد و مهرجو، ۱۳۸۳).

این پژوهش از چند جنبه می تواند مورد توجه قرار گیرد. ۱. با انجام این پژوهش رابطه بین محافظه کاری و قیمت گذاری کمتر از واقع (ارزان فروشی) در عرضه های اولیه سهام را درک خواهیم کرد و انتظار می رود نتایج این تحقیق در عملکرد کارآی بازار سرمایه تأثیر بگذارد. ۲. مطالعه این تحقیق می تواند به استاندارد گذاران در درک بهتر نقش حسابداری محافظه کارانه در بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری در هنگام گزارشگری مالی کمک کند. ۳. انتظار می رود این تحقیق باعث شود تحقیقات بیشتری در مورد اثر متقابل محافظه کاری و عدم تقارن اطلاعات انجام شود که این خود موجب به وجود آمدن شواهد تجربی متقاعد کننده تر و قوی تری در رابطه با قیمت گذاری کمتر از واقع سهام های عرضه اولیه در کشورهای توسعه یافته و هم، در حال توسعه می شود.

### چارچوب نظری تحقیق

دلایل متعددی برای قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام ارائه شده است. در این تحقیق، به دلیل این که به نقش محافظه‌کاری در کاهش عدم تقارن اطلاعات میان‌ذی‌نفعان عرضه اولیه پرداخته می‌شود، تئوری‌های مرتبط با عدم تقارن اطلاعات عنوان خواهد شد. تئوری عدم تقارن اطلاعات، سطوح مختلفی از اطلاعات را در بین گروه‌های مختلف شرح می‌دهد که عبارتند از: ۱) اطلاعات نامتقارن بین سرمایه‌گذاران مطلع و سرمایه‌گذاران غیرمطلع، ۲) اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشرکننده و مؤسسات تأمین سرمایه، و ۳) اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشرکننده سهام و سرمایه‌گذاران.

راک<sup>۵</sup> (۱۹۸۶) نیز پیرامون موضوع قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در تحقیق خود به دو گروه سرمایه‌گذار بالقوه در بازار اشاره می‌کند: گروه اول) سرمایه‌گذاران مطلع، و گروه دوم) سرمایه‌گذاران غیرمطلع یا ناآگاه می‌باشد. سرمایه‌گذاران با اطلاع در مقایسه با سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع و شرکت عرضه‌کننده سهم و شرکت تأمین سرمایه، اطلاعات بیشتر و بهتری درباره ارزش ذاتی سهم عرضه شده در اختیار دارند. لذا، متقاضیان خرید سهام عرضه‌های اولیه با قیمت‌های کمتر از واقع می‌شوند، در حالی که سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع، متقاضی خرید کلیه سهام (چه خوب و چه بد) می‌شوند؛ در نتیجه، برای آن‌ها بازده منفی ایجاد می‌کند. این موضوع برای سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع «نفرین برنده» را ایجاد می‌کند.

تئوری عدم تقارن اطلاعات، دومین سطح از اطلاعات را در بین گروه‌های مختلف، اطلاعات نامتقارن بین شرکت منتشرکننده و شرکت‌های تأمین سرمایه بیان می‌کند. مدل بارون<sup>۶</sup> (۱۹۸۲) فرض می‌کند که مؤسسات تأمین سرمایه، اطلاعات بیشتری درباره تقاضای سرمایه‌گذاران برای اوراق بهادار نسبت به انتشار دهندگان سهام دارند. علاوه بر آن، شهرت و اعتبار مؤسسات تأمین سرمایه ممکن است به تأیید کیفیت سهام و ایجاد تقاضا برای سهام کمک کند. وقتی انتشار دهنده سهام درباره قیمت تعادلی اوراق بهادار مطمئن نیست، ممکن است تصمیمات قیمت‌گذاری را به تضمین‌کنندگان فروش اوراق

بهادار که اطلاعات بهتری درباره وضعیت بازارهای سرمایه دارند، واگذار نماید. در هر صورت انتشاردهنده سهام مجبور است در مقابل استفاده از اطلاعات مؤسسه تأمین سرمایه به او اجازه دهد که نسبت به قیمت مورد انتظار در بازار ثانویه، تخفیفی قائل شود. بارون نشان می‌دهد که افزایش این تخفیف تابعی از افزایش عدم اطمینان انتشار دهنده سهام نسبت به تقاضای بازار برای اوراق بهادارش است (بارون، ۱۹۸۲).

سومین الگوی عدم تقارن اطلاعات، به عدم تقارن اطلاعات بین شرکت‌های منتشر کننده و سرمایه‌گذاران بالقوه توجه می‌کند (سو و فلیشر<sup>۱</sup>، ۱۹۹۹). شرکت منتشر کننده اطلاعات بهتری درباره ارزش جاری یا ریسک‌های جریان نقدی آینده خود دارد، بنابراین، قیمت‌گذاری کمتر از واقع را برای علامت‌دهی ارزش واقعی شرکت به کار می‌برد. شرکت‌هایی که ارزش جاری یا جریان‌های نقدی آینده بالایی دارند، می‌خواهند کیفیت بالای خودشان را علامت‌دهی کنند تا بتوانند با شرایط بهتری افزایش سرمایه دهند (خصوصاً در عرضه‌های ثانویه سهام). شرکت‌های با کیفیت پایین از طریق قیمت‌گذاری کمتر از واقع علامت‌دهی نمی‌کنند؛ چون می‌دانند که بعداً نمی‌توانند این ارزان‌فروشی را جبران کنند. سو و فلیشر (۱۹۹۹) همچنین، بیان می‌کنند که قیمت‌گذاری کمتر از واقع به عنوان یک استراتژی برای علامت‌دهی ارزش شرکت به سرمایه‌گذاران بالقوه به کار می‌رود.

### پیشینه پژوهش

پژوهش‌های بسیاری در رابطه با قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه اولیه سهام صورت گرفته است. از مهم‌ترین پژوهش‌ها در این زمینه می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲) عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. نتیجه این پژوهش نشان‌دهنده وجود بازده کوتاه مدت بیشتر سهام شرکت‌های جدیدالورود به بازار، نسبت به شاخص بازار و بازده بلندمدت کمتر سهام این شرکت‌ها نسبت به شاخص بازار بود. ظریف

فرد و مهرجو (۱۳۸۳) با بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که بازده کوتاه مدت شرکت‌های جدیدالورود به بورس بیشتر از بازده بازار بوده است.

ابراهیمی و آذر داریانی (۱۳۸۵) به بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم، در ایران پرداختند. نتایج این تحقیق برای سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۰ نشان داد که مدیران، سود شرکت‌ها را در سال قبل از عرضه اولیه و سال عرضه اولیه سهام به عموم مدیریت می‌کنند. همچنین، نتایج تحقیق نشان داد بین اقلام تعهدی جاری اختیاری سال اول شرکت‌ها و عملکرد بلندمدت قیمت سهام در سه سال آینده رابطه مثبت وجود دارد. باقر زاده و نیک بخت و نوروش (۱۳۸۸) به بررسی بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل مؤثر بر آن پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران همانند سایر کشورها در بازه زمانی چهار هفته بعد از عرضه، به طور متوسط بازده اولیه غیر عادی ایجاد کرده‌اند.

اسچراند و ورسیا<sup>۹</sup> (۲۰۰۵) به این نتیجه رسیدند که افشای بیشتر در دوره قبل از عرضه اولیه، قیمت‌گذاری کمتر از واقع را کاهش می‌دهد و این رابطه تنها برای افشاهای آگاهی دهنده معنادار است، نه برای افشاهایی مانند اعلامیه‌های عمومی. افشاهای بیشتر همچنین، انتخاب معکوس موجود در قیمت‌گذاری کمتر از واقع را کاهش دهد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که برای بیشتر شرکت‌ها، حداقل بخشی از قیمت‌گذاری کمتر از واقع در کنترل مدیران است و شرکت‌ها می‌توانند از طریق افشا، انتخاب معکوس را کاهش دهند. چی و پدگت<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۵) گزارش کردند ارزان‌فروشی عرضه‌های اولیه با عملکرد بلندمدت شرکت‌های منتشرکننده رابطه معکوس دارد. این پدیده باعث انجام تحقیقاتی در زمینه قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه‌های اولیه سهام و تعیین‌کننده‌های آن و پیامدهای آن شده است.

حسینی (۱۳۹۲) به بررسی رابطه محافظه‌کاری و کیفیت حسابرسی پرداخت. او در این پژوهش به این نتیجه رسید که رابطه مثبت و معناداری بین محافظه‌کاری حسابداری و

کیفیت حسابداری وجود دارد؛ بدین معنی که وجود حسابرس بزرگ منجر به اعمال محافظه کاری بیشتری خواهد شد. بولتون<sup>۱۱</sup> و همکارانش (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین کیفیت سود و قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه های اولیه سهام در سطح بین المللی پرداختند و به این نتیجه رسیدند در کشورهایی که شرکت های سهامی عام کیفیت اطلاعات بیشتری دارند، قیمت گذاری کمتر از واقع کمتر است و هنگامی که تفسیر اطلاعات مالی برای سرمایه گذاران مشکل باشد، هزینه عمومی شدن شرکت ها افزایش پیدا می کند.

لین و تیان<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۲) به بررسی رابطه بین محافظه کاری و قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه های اولیه در بازار سرمایه چین پرداختند. با تحلیل رگرسیون ۶۷۴ شرکت که در دوره ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹ از طریق عرضه اولیه به شرکت سهامی تبدیل شده بودند، آنها به این نتیجه رسیدند که محافظه کاری با قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه های اولیه رابطه منفی دارد و هر چه میزان تقارن اطلاعات شدیدتر باشد، رابطه بین محافظه کاری و قیمت گذاری کمتر از واقع بیشتر است.

### فرضیه پژوهش

فرضیه: بین حسابداری محافظه کارانه و قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه های اولیه سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

### روش شناسی پژوهش

این تحقیق از لحاظ هدف، تحقیقی کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی است. با توجه به این که رابطه بین متغیرهای مورد مطالعه را در یک مقطع زمانی تعریف شده، مورد بررسی قرار می دهد، از نوع تحقیقات تحلیل همبستگی است که به دنبال تبیین رابطه میان محافظه کاری و قیمت گذاری کمتر از واقع در زمان عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. داده های مزبور از صورت های مالی شرکت ها استخراج گردیده است.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق را کلیه شرکت‌هایی تشکیل می‌دهند که در قلمرو زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ مبادرت به عرضه اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار تهران کرده‌اند. نمونه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. شرکت از جمله شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ و بیمه) نباشند.
  ۲. شرکت‌های نمونه نباید در دوره یک ماهه پس از پذیرش در بورس دارای وقفه معاملاتی باشند.
- لذا، تعداد اعضای نمونه آماری شامل ۴۱ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است؛ به گونه‌ای که کلیه شرایط گفته شده را احراز نموده‌اند.

### اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

#### محافظه‌کاری

در این پژوهش از الگوی گیولی و هاین<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۰) برای محاسبه محافظه‌کاری استفاده شده است. میانگین محافظه‌کاری مذکور برای دو سال قبل از عرضه، سال قبل از عرضه و سال عرضه اولیه سهام به عنوان معیاری از محافظه‌کاری شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود. گیولی و هاین (۲۰۰۰) برای محاسبه جمع اقلام تعهدی و اقلام غیرعملیاتی از مدل زیر استفاده کردند:

$$ACC_t = (NI_t + DEP_t) - CFO_t \quad (1)$$

$$OACC_t = \Delta(AR_t + I_t + PE_t) - \Delta(AP_t + TP_t + AD_t) \quad (2)$$

$$NOACC_t = ACC_t - OACC_t \quad (3)$$

در الگوهای بالا؛ ACC، جمع اقلام تعهدی شرکت i در سال t؛ NI، سود قبل از اقلام غیر مترقبه؛ DEP، هزینه‌های استهلاک؛ OACC، اقلام تعهدی عملیاتی؛ AR، حساب‌های دریافتی؛ I، موجودی مواد و کالا؛ PE، پیش‌پرداخت هزینه‌ها؛ AP، حساب‌های پرداختی؛



TP، مالیات پرداختنی؛ AD، پیش دریافت‌ها، NOACC، اقلام تعهدی غیر عملیاتی و CFO، جریان‌های نقدی عملیاتی می‌باشند.

$$(۴) \quad (-۱) \times \frac{\text{اقلام تعهدی غیر عملیاتی قبل از استهلاک}}{\text{جمع دارایی‌ها اول دوره}} = \text{شاخص محافظه‌کاری}$$

### قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام

در این تحقیق، از روش استفاده شده به وسیله اگراوال، لیل و هرماندز<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۳) برای اندازه‌گیری ارزان‌فروشی استفاده شده است. در کشورهای در حال توسعه که بازارهای آن‌ها نسبت به کشورهای توسعه یافته از شفافیت کمتری برخوردار است و محدودیت نوسان برای قیمت سهام شرکت‌های بورسی آن‌ها تعریف شده است، در عمل نمی‌توان از بازده یک روزه سهام برای اندازه‌گیری قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام آن‌ها استفاده کرد. به این دلیل، ممکن است روزها و یا هفته‌ها طول بکشد تا قیمت سهام به قیمت ذاتی آن برسد. در این پژوهش، بازده غیرعادی سهام تعدیل شده با بازده بازار برای اولین ماه معاملاتی به عنوان سنج‌ای از قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه اولیه محاسبه می‌شود (برگرفته از پژوهش باقرزاده و همکاران، ۱۳۸۸). نحوه محاسبه بازده سهام در پایان اولین ماه معاملاتی به صورت زیر می‌باشد:

$$R_{i1} = \left( \frac{P_{i1}}{P_{i0}} \right) - 1 \quad (۵)$$

در معادله بالا،  $P_{i1}$  قیمت سهام در پایان ماه اول؛  $P_{i0}$  قیمت عرضه شده سهام؛ و  $R_{i1}$  بازده سهام در ماه اول می‌باشد. نحوه محاسبه بازده شاخص بازار در پایان ماه اول به صورت معادله (۶) می‌باشد:

$$R_{m1} = \left( \frac{P_{m1}}{P_{m0}} \right) - 1 \quad (۶)$$

در معادله شماره (۶)؛  $P_{m1}$  شاخص بازار در پایان ماه اول؛  $P_{m0}$  شاخص بازار در پایان روز عرضه اولیه؛  $R_{m1}$  بازده شاخص بازار در ماه اول می‌باشد. با استفاده از بازده بازار و

بازده شرکت، بازده غیرعادی برای هر عرضه اولیه محاسبه شده است که در معادله شماره (۷) آورده شده است:

$$MAAR_{i1} = 100 \times \left\{ \left[ \frac{(1 + R_{i1})}{(1 + R_{m1})} \right] - 1 \right\} \quad (7)$$

الگوی اصلی پژوهش با توجه به موارد مطرح شده در فوق به صورت زیر خواهد بود:

$$UF = \beta_0 + \beta_1 CONS_i + \beta_2 \log AGE_i + \beta_3 \log SIZE_i + \beta_4 \log VOL_i + \beta_5 LEV_i + \beta_6 ROA_i \quad (8)$$

در الگوی فوق؛ **UF**، بازده تعدیل شده بازار سهام برای اولین ماه معاملاتی سهام؛ **CONS**، معیار محافظه‌کاری که برای برآورد آن از الگوی گیولی و هاین (۲۰۰۰) استفاده شده است؛ **AGE**، طول عمر شرکت از تاریخ تأسیس تا تاریخ عرضه اولیه (بر حسب سال)؛ **SIZE**، اندازه شرکت است که مساوی ارزش کل دارایی‌ها قبل از عرضه اولیه سهام می‌باشد؛ **VOL**، تعداد عرضه‌های اولیه در هر سال: مطابق با فرضیه بازارهای داغ عرضه اولیه سهام انتظار می‌رود هر چه تعداد عرضه‌های اولیه در هر سال بیشتر باشد و به عبارتی، بازار داغ‌تر باشد، میزان قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه‌های اولیه بیشتر خواهد بود؛ **LEV**، کل بدهی شرکت تقسیم بر کل دارایی‌ها در سال قبل از عرضه اولیه سهام؛ **ROA**، سود بعد از مالیات به علاوه هزینه بهره تقسیم بر کل دارایی‌ها در سال قبل از عرضه اولیه سهام می‌باشد. همان‌گونه که مشخص است، متغیرهای پژوهش به صورت ترکیبی می‌باشند. به دلیل این که متغیرهای پژوهش برای یک شرکت خاص و در یک زمان خاص هستند، الگوی پژوهش به صورت مقطعی خواهد بود.

در الگوی شماره (۸)، ضریب کلیدی که مورد علاقه است،  $\beta_1$  می‌باشد که تأثیر حسابداری محافظه‌کارانه را بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه اولیه اندازه‌گیری می‌کند. اگر  $\beta_1$  منفی باشد، نشان دهنده رابطه منفی میان محافظه‌کاری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع است که بیانگر تأیید فرضیه اول خواهد بود.

### نتایج آزمون فرضیه پژوهش

در جدول شماره ۱، آماره توصیفی متغیرها آورده شده است. آماره‌های توصیفی این پژوهش نیز که متعلق به ۴۱ شرکت نمونه می‌باشد، شامل تعداد مشاهدات، میانگین، کمترین، بیشترین و انحراف معیار می‌باشد. همان‌طور که در جدول شماره ۱ دیده می‌شود؛ میانگین قیمت‌گذاری کمتر از واقع، یعنی بازده غیرعادی شرکت‌ها در بازه یک ماهه پس از عرضه اولیه به میزان ۱۰/۸ درصد بوده است. به منظور محدود کردن تغییرات متغیرهای سن شرکت، اندازه شرکت و تعداد عرضه‌های اولیه در هر سال، از آن‌ها لگاریتم گرفته شده است. میانگین سن شرکت‌های نمونه، ۱۶ سال، میانگین جمع دارایی‌های شرکت‌های نمونه ۶۸۷۵ هزار ریال و میانگین تعداد عرضه‌های اولیه در هر سال، ۷ عدد می‌باشد. همچنین، همان‌طور که نتایج آمار توصیفی نمونه تحقیق نشان می‌دهد، شرکت‌های نمونه به طور متوسط محافظه کار می‌باشند.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	کمترین	بیشترین	انحراف معیار
قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام	۱۰/۸۷	-۲۱/۲۶	۵۴/۸۲	۱۵/۹۰
محافظه کاری	-۰/۲۳	-۰/۸۱	۰/۱۷	۰/۲۳
سن شرکت	۱/۱۲	۰/۳	۱/۶۱	۰/۲۸
اندازه شرکت	۵/۹۷	۴/۶۳	۸/۱۸	۰/۸۶
تعداد عرضه‌های اولیه در هر سال	۰/۹۲	۰/۳	۱/۲۸	۰/۳۵
بازده دارایی	۰/۲۱	۰/۰۲	۰/۵۴	۰/۱۱
نسبت بدهی	۰/۵۱	۰/۱	۰/۹۴	۰/۲۱

به منظور شناخت بهتر متغیرها، همبستگی میان تک تک متغیرهای مستقل و وابسته براساس ضریب همبستگی پیرسون برآورد گردیده و در جدول شماره ۲ آورده شده است. همسو با نتیجه آزمون عامل تورم واریانس VIF همان‌طور که دیده می‌شود، میان متغیرهای تحقیق هم‌خطی وجود ندارد.

جدول شماره ۲. ماتریس همبستگی

نسبت کمتر از واقع	بازده دارایی‌ها	تعداد عرضه اولیه	اندازه شرکت	سن شرکت	محافظه کاری	قیمت گذاری کمتر از واقع
						۱
					۱	-۰/۳۶۷
				۱	۰/۱۶۸	۰/۱۳۶
			۱	۰/۲۹۱	۰/۰۴۲	۰/۰۲۸
		۱	-۰/۶۹۸	-۰/۲۳۵	-۰/۰۸۹	-۰/۱۲۷
						اولیه
	۱	-۰/۱۴۸	-۰/۰۱۲	-۰/۰۸۵	-۰/۰۸۹	-۰/۳۲۵
۱	-۰/۰۴۹	۰/۴۱۲	۰/۲۱۱	۰/۳۴۱	-۰/۱۲۴	-۰/۱۸۵

همان‌طور که در جدول شماره ۳ نشان داده شده، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۲۶ است که بیانگر این است که ۲۶ درصد تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همچنین، برای بررسی وجود همبستگی نوع اول و عدم وجود همبستگی نوع پیاپی میان اجزای اخلاص از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. از آن جایی که آماره دوربین واتسون در جدول شماره ۳ برابر با ۲/۲۷۶ می‌باشد و بین بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار می‌گیرد، می‌توان فرض عدم خود همبستگی میان اجزای اخلاص را تایید نمود. به منظور بررسی همبستگی بین متغیرهای مستقل تحقیق (آزمون هم خطی بودن) از آماره عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است. از آن جایی که عامل تورم واریانس در ستون آخر جدول شماره ۳ برای تمامی متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ می‌باشد، در نتیجه، می‌توان فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود هم خطی میان متغیرهای تحقیق را تأیید نمود.

جدول شماره ۳. نتایج آزمون فرضیه پژوهش

عامل تورم واریانس	سطح معناداری	ضریب		متغیر
		آماره t	استاندارد شده متغیر	
	۰/۱۰	۱/۶۶	۴۸/۴۱	جزء ثابت
۱/۰۴	۰/۰۰۲	-۳/۳۰	-۰/۴۵	محافظه کاری
۱/۲۴	۰/۴۱	۰/۸۲	۰/۱۲	سن شرکت
۲/۱۱	۰/۲۷	-۱/۱۰	-۰/۲۱	اندازه شرکت
۲/۳۸	۰/۱۷	-۱/۳۸	-۰/۲۹	تعداد عرضه‌های اولیه در هر سال
۰/۰۶	۰/۰۰۷	-۲/۸۷	-۰/۴۰	بازده دارایی‌ها
۰/۳۴	۰/۳۶	-۰/۹۲	-۰/۱۴	نسبت بدهی
۰/۳۷		ضریب تعیین	۰/۲۶	ضریب تعیین تعدیل شده
۳/۳۷		آماره F	۰/۰۱	معناداری آماره F
			۲/۲۷	آماره دورین واتسون

در این تحقیق برای بررسی نرمال بودن باقیمانده‌های رگرسیون از آزمون جارکو- برا استفاده شده است. آماره این آزمون ۱/۵۱۴ و سطح معناداری آن ۰/۴۶ می باشد که دلالت بر نرمال بودن مقادیر باقیمانده رگرسیون دارد. همان طور که در جدول شماره ۳ نشان داده شده است، آماره F در سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد و در نتیجه، می توان گفت که الگوی پژوهش معنادار است.

همان طور که جدول شماره ۳ نشان می دهد، ضریب استاندارد متغیر محافظه کاری ۰/۴۵-، آماره t متغیر معادل ۳/۳۰- می باشد که در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می باشد و بیانگر آن است که متغیر محافظه کاری رابطه منفی با قیمت گذاری کمتر از واقع سهام دارد. با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون‌های آماری مندرج در جدول شماره ۳، فرضیه پژوهش پذیرفته می شود. همان طور که ادبیات پژوهش پیش‌بینی می کرد، محافظه کاری با قیمت گذاری کمتر از واقع سهام رابطه منفی دارد و با ارائه اطلاعات قابل تایید و قابل

اتکاتر و همچنین اتخاذ رویکرد محافظه کارانه توسط مدیران، قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام کاهش می‌یابد. همانطور که در جدول شماره ۳ مشاهده می‌شود، از میان سایر متغیرهای تحقیق که از نوع کنترلی می‌باشند، فقط بازده دارایی‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بوده و رابطه آن نیز با قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام منفی می‌باشد. با توجه به ضریب این متغیر، می‌توان گفت که شرکت‌های بزرگتر به دلیل ریسک پایین‌تر از قیمت‌گذاری دقیق‌تری در مقایسه با شرکت‌های کوچک برخوردار می‌باشند.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این پژوهش، به بررسی تأثیر محافظه‌کاری بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. مطابق با پیش‌بینی‌ها، نتایج پژوهش نشان داد که بین قیمت‌گذاری کمتر از واقع و محافظه‌کاری رابطه منفی معناداری وجود دارد. این نتایج نشان می‌دهد که محافظه‌کاری از طریق فراهم آوردن اطلاعات قابل تاییدتر برای سهامداران و محدود کردن انگیزه فرصت‌طلبانه مدیران، عدم تقارن اطلاعاتی را میان تمامی ذی‌نفعان عرضه اولیه سهام کاهش می‌دهد و باعث می‌شود قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام کاهش یابد.

نتایجی که در این تحقیق به دست آمد، تقریباً مشابه و همسو با نتیجه تحقیقی بود که توسط لین و تیان (۲۰۱۲) در بازار سرمایه چین انجام شد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کاری، قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه سهام را کاهش می‌دهد و هر چه میزان عدم تقارن اطلاعات بین ذی‌نفعان عرضه اولیه بیشتر باشد، تأثیر محافظه‌کاری بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام بیشتر است.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش پیشنهادهای کاربردی زیر را می‌توان

ارائه نمود:

۱. بازده یک ماهه سهام شرکت‌های نمونه این تحقیق، پس از کسر بازده بازار برای دوره مذکور، نشان داد که بازده این شرکت‌ها به طور میانگین به میزان ۱۰/۸ درصد بیش‌تر

- از بازده بازار می باشد. بدین معنی که شرکت های نمونه به طور میانگین، به میزان ۱۰/۸ درصد قیمت گذاری کمتر از واقع شده اند. پیشنهاد می گردد با استفاده از روش های قیمت گذاری بهتر و دخیل نمودن متغیرهای مالی و حسابداری بیشتری، قیمتی برای سهام تعیین شود که نشان دهنده ارزش ذاتی سهام در هنگام عرضه اولیه آن باشد.
۲. همان گونه که نتایج این پژوهش نشان داد، محافظه کاری، قیمت گذاری کمتر از واقع سهام را در عرضه های اولیه سهام کاهش می دهد. با توجه به این نتیجه، به سرمایه گذاران، شرکت های تأمین سرمایه، ارزیابان و تحلیل گران پیشنهاد می گردد که هنگام قیمت گذاری سهام شرکت هایی که برای اولین بار عرضه می شوند، به محافظه کار بودن آنها، و همچنین، اندازه شرکت ها توجه نمایند و این متغیرها را در قیمت گذاری اولیه لحاظ نمایند.
- با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش توصیه های زیر را می توان برای پژوهش های آینده ارائه نمود:
۱. در پژوهش حاضر برای محاسبه بازده اولیه غیرعادی تعدیل شده بازار از شاخص کل بورس استفاده شد. پیشنهاد می شود در پژوهش های آینده از سایر الگوها، مانند الگوی بازار، و الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه برای محاسبه بازده غیرعادی استفاده شود.
۲. پیشنهاد می شود متغیرهای دیگری نظیر سال انتشار و شرایط اقتصادی، دولتی یا خصوصی بودن شرکت ها قبل از عرضه اولیه، که بر انحراف قیمت تاثیرگذار هستند، در تحقیق به کار گرفته شود.
۳. به منظور نتیجه گیری بهتر در رابطه با تأثیر محافظه کاری بر قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه های اولیه، در تحقیقات آینده می توان به دنبال الگوهای تجربی قوی تر که مبتنی بر آنالیز داده های چند متغیره هستند، بود.

## یادداشت‌ها

1. Putting Money on the Table
2. Information Asymmetry
3. Ljungqvist
4. Chaney, Faccio and Parsley
5. Rock
6. Winner's Curse
7. Baron
8. Su and Fleisher
9. Schrand and Verrecchia
10. Chi and Padgett
11. Boulton
12. Lin and Tian
13. Givoly and Hayn
14. Aggarwal, Leal and Hernandez

## منابع و مأخذ

- ابراهیمی کردلر، علی؛ و حسنی آذر داریانی، الهام. (۱۳۸۵). بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳ (۴۵): ۲۳-۳.
- باقرزاده، سعید؛ نیک‌بخت، محمدرضا؛ و نوروش، ایرج. (۱۳۸۸). عوامل مؤثر بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های مدیریت در ایران. ۱۵ (۷۰): ۷۷-۱۰۷.
- حسنی، محمد. (۱۳۹۲). حساسیت محافظه‌کاری حسابداری نسبت به کیفیت حسابرسی. دانش حسابداری. ۴ (۱۵): ۱۴۹ - ۱۷۲
- ظریف فرد، احمد؛ و مهرجو، حامد. (۱۳۸۳). بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات حسابداری. شماره ۱-۸: ۲۸.
- عبده تبریزی، حسین؛ و دموری، داریوش. (۱۳۸۲). شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه تحقیقات مالی، ۵ (۱۵): ۳۵-۲۰.
- Aggarwal, R., Leal, R., and Hernandez, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management*, 22(1) 42-53.
- Baron, D.P. (1982). A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *Journal of Finance*, 37 (4): 955-976.
- Beatty, R.P., and Ritter, J.R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15 (1): 213-232.
- Boulton, T.J., Smart, S.B., and Zutter, C.J. (2011). Earnings quality and international IPO underpricing. *The Accounting Review*, 86 (2): 483-505.



- Chaney, P.K., Faccio, M., and Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51 (1): 58-76.
- Chi, J., and Padgett, C. (2005). Short-run underpricing and its characteristics in Chinese initial public offering (IPO) markets. *Research in International Business and Finance*, 19 (1): 71-93.
- Givoly, D., and Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of accounting and economics*, 29 (3): 287-320.
- Lin, Z. J., and Tian, Z. (2012). Accounting conservatism and IPO underpricing: China evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 21(2):127-144.
- Ljungqvist, A. (2007). IPO underpricing. handbook of corporate finance: *Empirical corporate finance*, 1: 375-422.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 15 (1): 187-212.
- Schrand, C., and Verrecchia, R. (2005). Information disclosure and adverse selection explanations for IPO underpricing. Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Su, D., and Fleisher, B.M. (1999). An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7 (2): 173-202.

