

## محافظه کاری حسابداری و قیمت گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه

رافیک باغومیان<sup>۱</sup>

اکبر عالم تبریز<sup>۲</sup>

کیوان شعبانی<sup>۳</sup>

---

۱. استادیار گروه حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

۲. استاد گروه مدیریت صنعتی دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

۳. کارشناس ارشد دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسئول). [kevvanhabani@yahoo.com](mailto:kevvanhabani@yahoo.com)

---

## محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه

**چکیده:** عامل اصلی موفقیت یا عدم موفقیت یک عرضه عمومی اولیه، قیمت‌گذاری آن می‌باشد. از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی نقش بسیار مهمی در فرآیند عرضه اولیه ایفا می‌کند، این سوال مطرح می‌شود که آیا کیفیت اطلاعات مهم است یا خیر؟ محافظه‌کاری حسابداری یک از عوامل موثر بر کیفیت اطلاعات حسابداری به شمار می‌رود.

از این رو در تحقیق حاضر به بررسی تاثیر محافظه‌کاری حسابداری بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ پرداخته شده است. بدین منظور، جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد که به استثنای هفته دوم از اولین ماه پس از عرضه عمومی اولیه، بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام رابطه مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، تاثیر محافظه‌کاری حسابداری بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه شرکت‌هایی که عدم‌تقارن اطلاعاتی بالاتری دارند، کمتر است.

**واژگان کلیدی:** محافظه‌کاری حسابداری، قیمت‌گذاری کمتر از واقع، عرضه عمومی اولیه، عدم تقارن اطلاعاتی.

## مقدمه

روزانه صدها شرکت در دنیا با انتشار سهام برای اولین بار وارد بازار سرمایه می‌شوند و با این کار قصد دارند سرمایه مورد نیاز برای ادامه فعالیت و گسترش عملیات خود را تامین نمایند. به همین خاطر، برای این شرکت‌ها مهم است که قیمت تعیین شده برای آن‌ها نشان‌دهنده ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های توسعه و رشد آن‌ها در آینده باشد (ظریف فرد و مهرجو، ۱۳۸۳).

این موضوع در حالی است که مطالعات و تحقیقات انجام شده توسط بسیاری از محققان در سراسر دنیا در زمینه عرضه اولیه اوراق بهادار نشان می‌دهد که قیمت تعیین شده برای سهام و اوراق بهادار شرکت‌ها در اولین عرضه آن در بازار دارای مطلوبیت لازم نبوده و باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران بتوانند با خرید سهام این شرکت‌ها در کوتاه‌مدت سود خود را افزایش داده و از بازده غیرعادی بهره‌مند شوند (استال و کرلی<sup>۱</sup>، ۱۹۷۰؛ لوگو<sup>۲</sup>، ۱۹۷۳؛ ایبوتسن<sup>۳</sup>، ۱۹۷۵؛ عبده تبریزی و دموری، ۱۳۸۲). قیمت‌گذاری کمتر از واقع بدین معنی است که شرکت‌های عرضه‌کننده سهام، سهام خود را به قیمتی کمتر از ارزش ذاتی عرضه نموده و سبب می‌شوند خریداران این سهام در روزهای اول، بازده به نسبت زیادی بین ۱۰ تا ۳۰ درصد کسب کنند (مدرس و عسگری، ۱۳۸۸).

در بین نظریه‌های مختلف قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه اولیه سهام، مدل‌های عدم‌تقارن اطلاعاتی نقش اساسی را بین سه گروه ذینفع در فرایند عرضه عمومی اولیه، یعنی شرکت عرضه‌کننده سهام، بانک سرمایه‌گذار (مؤسسه‌های تعهدکننده عرضه اوراق بهادار یا شرکت‌های تامین سرمایه) و سرمایه‌گذاران بالقوه، در بازار ایفا می‌کند (لیونکوئست<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). عدم‌تقارن اطلاعاتی فرض می‌کند که یکی از طرفین درگیر در عرضه اولیه اطلاعات بیشتری راجع به شرکت عرضه اولیه نسبت به سایرین دارد. بنابراین عرضه زیر قیمت برای ایجاد تعادل منافع تمامی شرکت‌کنندگان در عرضه اولیه ضروری به نظر می‌رسد (لین و تیان<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲). محافظه‌کاری حسابداری استانداردهای سختگیرانه‌ای را برای شناسایی سود و زیان اقتصادی الزامی می‌کند (باسو<sup>۶</sup>، ۱۹۹۷). بنابراین سود و خالص دارایی‌های گزارش شده تحت حسابداری محافظه‌کارانه قابلیت اتکاء و تاییدپذیری بیشتری دارد و حسابداری محافظه‌کارانه رفتارهای

۱ . Stoll and Curley

۲ . Logue

۳ . Ibbotson

۴ . Ljungqvist

۵ . Lin and Tian

۶ . Basu

فرصت طلبانه مدیران برای بیش از اندازه نشان دادن سود و کمتر از واقع نشان دادن زیان‌ها را محدود می‌کند (بوشمن و پیوتروسکی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). در نتیجه، عدم تقارن اطلاعاتی بین ناشران و دیگر سهامداران در عرضه اولیه تحت محافظه‌کاری حسابداری به طور نسبی کمتر است (لین و تیان<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲).

بنابر ادعای لافوند و واتز<sup>۳</sup> (۲۰۰۸)، حسابداری محافظه‌کارانه به وسیله دو ساز و کار بالقوه عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران را از بین می‌برد. نخست، حسابداری محافظه‌کارانه می‌تواند برای سرمایه‌گذاران سطح قابل قبولی از اطلاعات قطعی را درباره عملکرد جاری فراهم سازد. دوم اینکه اطلاعات قطعی معیاری را فراهم می‌کند که با استفاده از آن حتی می‌توان از منابع غیرقطعی هم اطلاعات معتبری را کسب کرد (مشکی و فتاحی، ۱۳۹۰).  
سوالی که در اینجا مطرح می‌شود آن است که آیا بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه رابطه وجود دارد؟

### پیشینه‌ی تحقیق

شواهد و نتایج حاصل از این تحقیقات که پیرامون بازده حاصل از خرید و فروش سهام شرکت‌های تازه وارد به بازار کشورهای مختلف دنیا انجام شده است حاکی از وجود سه پدیده غیرعادی در زمینه سهام تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. این سه پدیده عبارتند از:

- ۱- عرضه زیرقیمت<sup>۴</sup> سهام شرکت‌های تازه وارد، که باعث می‌شود بازده کوتاه‌مدت شرکت‌ها بیشتر از بازده کوتاه‌مدت بازار طی دوره مشابه شود.
- ۲- بازده بلندمدت شرکت‌های تازه وارد کمتر از بازده بلندمدت طی دوره مشابه باشد.
- ۳- وجود دوره‌های مشخص تاثیرگذار بر روی میزان عرضه اولیه سهام و سطح قیمت‌گذاری کمتر از واقع شرکتها در بازار.

عوامل متعددی باعث ایجاد این سه پدیده شده است که در تحقیق‌های مختلفی بررسی شده است و در نهایت فرضیه‌های متعددی از قبیل فرضیه قدرت انحصاری، فرضیه شهرت (اعتبار) موسسات تامین سرمایه، فرضیه حباب سفته‌بازی، فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی و ... مطرح شده است. از این رو، این تحقیق می‌کوشد تا یکی دیگر از جنبه‌های رخداد پدیده اول، یعنی

۱ . Bushman and Piotroski

۲ . Lin and Tian

۳ . Lafond and Watts

۴ . Underpricing

قیمت‌گذاری کمتر از واقع را مورد بررسی قرار دهد. به عبارتی دیگر، هدف این تحقیق بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

اولین تحقیقی که در زمینه بازده غیرعادی بازار سهام اولیه توسط استال و کرلی در سال ۱۹۷۰ انجام شده و نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از افزایش منظم قیمت پیشنهادی تا قیمت پایانی اولین روز عرضه بوده است.

در تحقیق ولچ و ریتر (۲۰۰۲) که شامل ۶۲۴۹ مورد عرضه اولیه در سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ بود، بازده روز اول ۱۸٫۸ درصد گزارش شده است. علاوه بر آن بیش از ۷۰ درصد از عرضه‌های اولیه در اولین روز معامله به قیمتی بالاتر از قیمت پیشنهادی بسته شدند و ۱۶ درصد بازدهی داشتند.

تیان<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) به بررسی ارزان‌فروشی نظام‌مند در بورس‌های شانگهای و شنزن پرداخت. نمونه وی شامل ۱۳۹۷ شرکت جدیدالورود طی سال‌های ۲۰۰۴-۱۹۹۱ بود. یافته‌های وی بیانگر این است که بین اطلاعات محرمانه و بازده اولیه سهام، رابطه معکوسی وجود دارد. وی دلایل ارزان‌فروشی را ریسک سرمایه‌گذاری در بازار اولیه و مقررات دولتی می‌داند؛ زیرا مقررات دولتی موجب سهمیه‌بندی در عرضه اولیه می‌شود و عرضه سهام را محدود می‌کند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۸).

یاتیم<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی تاثیر ساختار هیات مدیره بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار مالزی پرداخت. وی با بررسی ۳۸۵ شرکت طی بازه زمانی ۱۹۹۹ الی ۲۰۰۸ به این نتیجه رسید که بین شهرت هیئت‌مدیره و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه رابطه معناداری وجود دارد، ولی بین اندازه هیئت‌مدیره و استقلال هیئت‌مدیره با قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه رابطه معناداری وجود ندارد.

لین و تیان (۲۰۱۲) به بررسی محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار چین پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲)، عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که بازده

۱ . Tian

۲ . Yatim

کوتاهمدت سهام شرکت‌های عرضه اولیه بیشتر از بازده بازار و بازده بلندمدت سهام این شرکت‌ها کمتر از بازده بازار است. همچنین نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که در سال‌های مورد مطالعه دوره «سهام جدید داغ» وجود ندارد و سهام جدید در معرض «عکس‌العمل بیش از اندازه» سرمایه‌گذاران قرار ندارند.

قائمی (۱۳۸۵) در تحقیق خود با عنوان «بررسی بازده کوتاهمدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران» رابطه متغیرهایی چون حجم سهام عرضه‌شده، اندازه شرکت، شرایط بازار، وضعیت مالکیت و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام جدید را بررسی کرد. نتایج بدست آمده از ۱۵۳ شرکت نمونه بیانگر وجود رابطه بین متغیرهایی چون شرایط بازار و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام بوده است.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار در شرایط وجود و عدم وجود حباب قیمتی و تعیین عوامل موثر بر آن در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۷ پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر وجود بازده غیرعادی کوتاهمدت و بلندمدت در سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازار سرمایه ایران در شرایط عدم وجود حباب قیمتی و نیز وجود بازده غیرعادی کوتاهمدت در این عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود حباب قیمتی بود.

### روش شناسی پژوهش

با توجه به نتایج پژوهش‌های انجام شده در این حوزه که پیش از این از نظر گذشت و اینکه در ایران بازار اولیه اوراق بهادار به معنای واقعی وجود ندارد و عرضه اولیه سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران که بازاری ثانویه است، صورت می‌گیرد (سلیمان‌زاده، ۱۳۹۱)، در ادامه به بیان فرضیه‌های تحقیق پرداخته می‌شود.

### محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام

از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی نقش بسیار مهمی در فرایند عرضه اولیه ایفا می‌کند، این سوال مطرح می‌شود که آیا کیفیت اطلاعات مهم می‌باشد یا خیر. بولتون و همکاران (۲۰۱۱) رابطه بین کیفیت سود و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در سطح بین‌المللی را بررسی کردند و دریافته‌اند که تعداد سهام عرضه اولیه کمتر از واقع قیمت‌گذاری شده در کشورهای که در آن شرکت‌های دولتی اطلاعات درآمدی با کیفیت بالاتر تولید می‌کنند کمتر است.

تحقیقات زیادی به بررسی ارتباط بین قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام و کیفیت سود از منظر مدیریت سود (آهورنی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۰؛ بال و شیواکومار، ۲۰۰۸؛ تئو و ونگ<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲) و افشای حسابداری (جاگ و مک‌نومی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳؛ لیون<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۷؛ اسپراند و ورچیا<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵) پرداخته‌اند؛ اما مطالعات کمی اثر مستقیم محافظه‌کاری حسابداری را مورد بررسی قرار داده‌اند، درحالی‌که محافظه‌کاری یک ویژگی بسیار مهم کیفیت سود می‌باشد (بوشمن و پیتروسکی، ۲۰۰۶). محافظه‌کاری شرطی به عنوان یک ساز و کار حاکمیتی، به نفع طلبکاران و سهامداران عمل می‌کند و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. برای مثال، کیم و پونزر<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) بیان نمودند که محافظه‌کاری حسابداری دارای فواید اطلاعاتی برای سهامداران می‌باشد و به این نتیجه رسیدند که سطح بالای محافظه‌کاری در زمان حال با احتمال کاهش خبرهای بد آتی در ارتباط است. علاوه بر این، لافوند و واتز (۲۰۰۸) بیان کردند که انتظار می‌رود محافظه‌کاری عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را کاهش دهد. براساس یافته لافوند و واتز (۲۰۰۸)، عملکرد زیانده نامتقارن مدیران به آنها انگیزه‌هایی برای استفاده از اطلاعات خصوصی خود را برای انتقال ثروت از سرمایه‌گذاران به خود با نمایش بیش از واقع عملکرد مالی در دوران تصدی خود بر شرکت می‌دهد.

بنابراین، عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران نیز وجود دارد. حسابداری محافظه‌کارانه می‌تواند از طریق دو ساز و کار بالقوه، عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران را کاهش دهد.

نخست، حسابداری محافظه‌کارانه می‌تواند برای سرمایه‌گذاران سطح قابل قبولی از اطلاعات قطعی را درباره عملکرد جاری فراهم سازد. دوم اینکه اطلاعات قطعی معیاری را فراهم می‌کند که از منابع غیرقطعی (همانند پیش‌بینی مدیریت و افشای داوطلبانه) هم اطلاعات معتبر کسب کرد (مشکی و فتاحی، ۱۳۹۰). سرمایه‌گذاران می‌توانند پیش‌بینی‌های منابع متفاوت را با اعداد قطعی که در نهایت متوجه می‌شوند؛ مقایسه کنند. این امر می‌تواند آنها را قادر به ارزیابی قابلیت اطمینان منابع اطلاعاتی رقابتی کند. با توجه به مطالب بیان شده فرضیه اول بدین صورت بیان می‌شود:

---

۱ . Aharony  
 ۲ . Teoh and Wong  
 ۳ . Jog and Mcconomy  
 ۴ . Leone  
 ۵ . Schrand and Verrecchia  
 ۶ . Kim and Pevzner

**فرضیه اول:** بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه رابطه معکوس و معناداری دارد.

### عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری حسابداری

عدم تقارن اطلاعاتی مشکلات نمایندگی بین طرفین قرارداد را تشدید می‌کند (هاو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۰). طرفین آگاه تمایل و فرصت بیشتری برای انتقال ارزش به سمت خود دارند. این تمایل در شرکت‌های قبل از عرضه عمومی که تعداد اندکی از سهامداران کنترل شرکت را در دست دارند، بیشتر است (بوکارت<sup>۲</sup> و همکاران، ۱۹۹۷؛ مولر و اندرست<sup>۳</sup>، ۲۰۰۱). به هر حال، مدیران این شرکت‌ها انگیزه‌هایی برای استفاده از اطلاعات خصوصی برای افزایش مطلوبیت خویش دارند که ممکن است سنگینی زیان به سهامداران منتقل شود و جریان وجه نقد شرکت و قیمت سهم آن را کاهش دهد. بنابراین، سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند شرکت‌ها از اطلاعات قابل اتکاتری استفاده کنند تا دستکاری سود مدیران کاهش یابد. در نتیجه، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران داخلی و بیرونی تمایل و تقاضا برای محافظه‌کاری حسابداری را ایجاد می‌کند. در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، محافظه‌کاری حسابداری احتمالاً نقش بااهمیت‌تری در کاهش تمایل شرکت منتشرکننده برای قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام به صورت عمدی ایفا خواهد کرد. با توجه به مطالب بیان شده، فرضیه دوم تحقیق به صورت زیر بیان می‌شود:

**فرضیه دوم:** رابطه معکوس بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه، در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری دارند، کمتر است.

### الگوهای مورد استفاده در تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:  
رابطه (۱)

$$UP_i = \beta_0 + \beta_1 CONS_i + \beta_2 LDAY_i + \beta_3 OFF\_SIZE_i + \beta_4 VOL_i + \beta_5 LEV_i + \beta_6 ROA_i + \mu_i$$

که در مدل فوق:

UP(MARR) = اندازه‌گیری قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه اولیه سهام به وسیله بازده غیرعادی تعدیل شده بازار.

۱ . Haw

۲ . Burkart

۳ . Mueller and Inderst

CONS (TA) = محافظه‌کاری حسابداری که با استفاده از رویکرد جمع اقلام تعهدی محاسبه می‌شود.

LDAY = تعداد روزهای بین پذیرش و عرضه.

OFF\_SIZE = لگاریتم طبیعی حاصلضرب تعداد سهام عرضه شده در قیمت عرضه سهام که نشان‌دهنده اندازه سهام عرضه شده می‌باشد.

VOL = تعداد عرضه‌های اولیه در طی سال مالی.

LEV = اهرم مالی که از تقسیم کل بدهی‌های شرکت بر مجموع دارایی‌های شرکت در سال قبل از عرضه بدست می‌آید.

ROA = بازده دارایی‌ها که از تقسیم سود خالص پس از کسر مالیات بر مجموع دارایی‌های شرکت در سال قبل از عرضه بدست می‌آید.

### محاسبه بازده غیرعادی تعدیل شده بازار

مطابق تحقیقات گذشته، برای اندازه‌گیری قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه اولیه از مدل آگارول و همکاران (۱۹۹۳) استفاده می‌شود، که برای این امر از بازده غیرعادی تعدیل شده بازار استفاده می‌شود:

$$MARR_{it} = 1 + \left\{ \left[ \frac{1 + R_{it}}{1 + R_{mt}} \right] - 1 \right\} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$R_{it}$  = بازده سهم  $i$  در پایان روز معاملاتی  $t$

$R_{mt}$  = بازده مقایسه‌ای بازار سهم  $i$  در پایان روز معاملاتی  $t$

با استفاده از دو مدل فوق، بازده غیرعادی تعدیل شده بازار که برای اندازه‌گیری قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه اولیه سهام به کار می‌رود، به صورت زیر محاسبه می‌شود:

### محاسبه محافظه‌کاری

به پیرو گیولی و هاین (۲۰۰۰) برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری از روش جمع اقلام تعهدی استفاده می‌شود. برای محاسبه جمع اقلام تعهدی از روش زیر استفاده می‌شود:

رابطه (۵)

total accruals = (net income + depreciation) – cash flow from operations

total accruals = جمع اقلام تعهدی

Net income = سود خالص

Depreciation = استهلاک

cash flow from operations = جریان وجه نقد حاصل از عملیات

جهت محاسبه شاخص محافظه‌کاری نتیجه بدست آمده از رابطه (۵) را بر میانگین سه ساله دارایی‌های شرکت قبل از عرضه عمومی تقسیم و حاصل را در منفی ضرب می‌کنیم.

همچنین برای آزمون فرضیه دوم، جهت اندازه‌گیری عدم‌تقارن اطلاعاتی از ۴ شاخص رشد فروش، عمر شرکت، اندازه شرکت و حاکمیت شرکتی استفاده می‌شود. **رشد فروش** = خان و واتز (۲۰۰۹) بیان کردند که عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران با افزایش فرصت‌های رشد شرکت بیشتر می‌شود، زیرا جریان وجه نقد آتی حاصل از فرصت‌های رشد معمولاً در شرایط عدم‌اطمینان است و این حالت ممکن است هزینه‌های نمایندگی بیشتری ایجاد کند. این متغیر بوسیله تغییرات درآمد فروش تقسیم بر درآمد فروش سال گذشته محاسبه می‌شود.

**عمر شرکت** = شرکت‌های جوان‌تر با فرصت‌های رشد بیشتری مواجه می‌شوند. این متغیر به صورت تعداد سال‌های عمر شرکت از زمان تاسیس تا زمان عرضه اولیه سهام محاسبه می‌شود (استال و کرلی، ۱۹۷۰).

**اندازه شرکت** = شرکت‌های بزرگ از محیط اطلاعاتی غنی‌تری برخوردار هستند (به عنوان مثال، تحلیل‌گران بیشتری شرکت را مورد ارزیابی قرار می‌دهند)، که این موضوع موجب کاهش عدم‌اطمینان و عدم‌تقارن اطلاعاتی مرتبط با سود پیش‌بینی شده خواهد شد (واتز، ۲۰۰۳). این متغیر بوسیله جمع دارایی‌های شرکت در سال قبل از عرضه اولیه سهام محاسبه می‌شود.

**حاکمیت شرکتی** = شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی‌تر عملکرد بهتری در هماهنگ نمودن منافع همه ذینفعان خواهند داشت، که این موضوع موجب کاهش مشکلات نمایندگی و در نتیجه موجب کاهش نسبی عدم‌تقارن اطلاعاتی خواهد شد (واتز، ۲۰۰۳). این متغیر بوسیله میانگین غیرموزون متغیرهای تمرکز مالکیت، تعداد اعضای هیئت مدیره غیرموظف نسبت به کل هیئت مدیره، جدایی رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل و ریسک اهرمی محاسبه می‌شود، که:

**تمرکز مالکیت (OWNCON)**: مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند (سهامداران عمده) (ملکیان و دریایی، ۱۳۹۰؛ آقای و چالاک، ۱۳۸۸). **جدایی مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره**: یک متغیر مجازی، بدین‌صورت که اگر مدیرعامل رئیس هیئت مدیره نباشد ۱ و در غیر این‌صورت ۰.

سپس با استفاده از میانه متغیرها شرکت‌های نمونه به دو دسته دارای عدم‌تقارن اطلاعاتی بالا و پایین تقسیم می‌شوند و شرکت‌هایی که دارای رشد فروش بالا، طول عمر کوتاه، اندازه کوچک و

حاکمیت شرکتی ضعیف هستند به عنوان شرکتهایی دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا دسته بندی می شوند.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ می‌باشد و با تعدیل این جامعه با استفاده از یک سری محدودیت‌ها، که در ادامه ذکر شده‌اند، نمونه آماری مشخص گردیده است.

در طول دوره زمانی این تحقیق، ۱۲۰ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند که از این تعداد ۱۰۲ شرکت با داشتن شرایط زیر، انتخاب شده اند.

۱- شرکتهایی که در فاصله زمانی ۱۳۸۲ لغایت ۱۳۹۰ عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران داشته باشند.

۲- شرکتهای نمونه باید در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و در همان سال نیز نامشان در تابلوی نرخ‌های بورس درج شده باشند، یعنی سهام شرکت مورد معامله قرار گرفته باشد.

۳- اطلاعات مورد نیاز شرکت برای انجام این تحقیق در دسترس باشد.

حجم کل عرضه‌های انجام شده طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰، ۱۲۰ عرضه بوده که با در نظر گرفتن محدودیت‌های مذکور ۱۰۲ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

### روش و ابزار گردآوری داده‌ها

برای دستیابی به قیمت‌های روزانه سهام شرکت‌های عرضه شده و اطلاعات مربوط به شاخص قیمت و بازده نقدی از اطلاعات پایگاه داده موجود در سایت‌های رسمی بورس اوراق بهادار تهران از جمله سایت‌های [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir) و [www.irbourse.com](http://www.irbourse.com) استفاده شده است. همچنین برای جمع‌آوری سایر اطلاعات از اطلاعات موجود در سایت [www.codal.ir](http://www.codal.ir) و همچنین سیستم ره‌آورد نوین استفاده شد. همچنین برای تشکیل پایگاه داده از نرم‌افزار EXCEL ۲۰۱۰ استفاده شده است. همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار SPSS ویرایش ۱۹ و Minitab استفاده شده است.

### یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آمار توصیفی، ارقام مربوط به شاخص‌های پراکندگی و مرکزی را نشان می‌دهد. آگاهی از آماره های توصیفی گامی در جهت درک میانگین روند داده‌ها و ارتباطات بین آنها و نیز بررسی تقریبی وضعیت توزیع می‌باشد. در این قسمت، مهمترین آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای مورد مطالعه تشریح می‌گردد. همانطور که در جدول زیر مشاهده می‌شود؛ میانگین بازدهی غیرعادی کسب شده در هفته اول بعد از عرضه عمومی ۹,۳٪ می‌باشد. همچنین، روند میانگین بازدهی غیرعادی سهام عرضه اولیه در هفته اول تا چهارم نشان می‌دهد که میانگین بازده غیرعادی کوتاه مدت بعد از عرضه اولیه رو به رشد بوده است؛ به گونه‌ای که میانگین بازده کسب شده در پایان چهارمین هفته پس از عرضه عمومی ۱۹,۲۴٪ می‌باشد. ایبوتسون (۱۹۷۵) با مطالعه ۱۲۰ سهم عرضه اولیه در بورس نیویورک در فاصله بین سال‌های ۱۹۶۵ الی ۱۹۶۹ پی برد که این سهام در از تاریخ عرضه تا پایان اولین ماه داد و ستد خود در بورس به طور متوسط ۱۱,۴٪ بازده اولیه مثبت ایجاد کرده‌اند. همچنین، ایبوتسون و جف (۱۹۷۵) با بررسی نمونه وسیع‌تر از تحقیق، ایبوتسون در همان قلمرو زمانی، متوسط بازده اولیه را ۱۶,۸۳٪ درصد گزارش کردند.

جدول ۱: آمار توصیفی

متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	چارک اول	میانانه	چارک سوم
up ۱	۹,۳۵	۱۸,۵۲	۰,۳۰	۳۴,۴۷	۵,۴۸	۱۲,۱۳	۱۹,۸۳
up ۲	۱۴,۱۹	۲۴,۴۵	۰,۱۰	۵۳,۱۲	۵,۴۱	۱۵,۷۶	۳۱,۷۸
up ۳	۱۷,۶۳	۳۲,۰۱	۰,۶۶	۹۰,۲۶	۱۰,۷۸	۲۱,۲۹	۴۰,۰۰
up ۴	۱۹,۲۴	۳۹,۱۸	۰,۳۱	۱۰۸,۶۱	۱۱,۱۶	۲۳,۹۱	۴۰,۹۹
cons	-۰,۱	۰,۲	-۰,۹۳	۰,۲	-۰,۱۷	۰,۰۵	۰,۰۲
Lday	۴۷,۴۲	۵۱,۵۱	۰,۰۰	۲۰۸	۱۳	۲۵	۵۷,۲۵
off_size	۲۳,۴۲	۲,۳۵	۱۶,۰۴	۲۸,۸۴	۲۱,۶	۲۳,۱۵	۲۵,۳۱
vol	۲۴,۲۹	۱۴,۴۰	۲	۳۹	۶	۲۸	۳۹
ROA	۰,۱۹۴۹	۰,۱۷۸۲	۰,۰۰۸	۱,۱۵	۰,۰۷۷	۰,۱۸	۰,۲۴۲۵
LEV	۰,۸۰۹۳	۰,۷۰۴۱	۰,۱۶۱	۵,۹۴	۰,۵۰۶	۰,۷۱۴	۰,۹۴۵۸

### آمار استنباطی:

### تحلیل همبستگی

نتایج آزمون همبستگی برای ۱۰۲ مشاهده در جدول ۲-۴ ارائه شده است. فرضیه همبستگی دو طرفه به صورت زیر می باشد:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : \rho = 0 \text{ همبستگی معناداری وجود ندارد} \\ H_1 : \rho \neq 0 \text{ همبستگی معناداری وجود دارد} \end{array} \right.$$

جدول ۲: نتایج آزمون همبستگی

LEV	TA	vol	off_size	Lday	cons	up ۱	Pearson Correlation	
						۱	Pearson	up ۱
							سطح معنی داری	
					۱	۰/۱۰	Pearson	cons
						۰/۳۲	سطح معنی داری	
				۱	۰/۱۵	-۰/۲۰	Pearson	Lday
					۰/۱۲	۰/۰۴	سطح معنی داری	
			۱	۰/۵۱	۰/۰۳	-۰/۲۹	Pearson	off_size
				۰/۰۰	۰/۷۴	۰/۰۰	سطح معنی داری	
		۱	-۰/۳۷	-۰/۲۰	-۰/۰۵	۰/۱۵	Pearson	vol
			۰/۰۰	۰/۰۵	۰/۶۰	۰/۱۳	سطح معنی داری	
	۱	۰/۰۱	-۰/۳۳	۰/۱۰	-۰/۰۱	-۰/۱۷	Pearson	ROA
		۰/۹۰	۰/۰۰	۰/۳۱	۰/۹۴	۰/۰۹	سطح معنی داری	
۱	۰/۴۶	-۰/۲۱	-۰/۸۳	۰/۲۷	۰/۰۸	-۰/۲۸	Pearson	LEV
	۰/۰۰	۰/۰۳	۰/۰۰	۰/۰۱	۰/۴۱	۰/۰۰	سطح معنی داری	

مطابق جدول فوق، همبستگی معنی داری بین محافظه کاری و تعداد عرضه های اولیه در سال با قیمت گذاری وجود ندارد؛ اما بین سایر متغیرهای مستقل با متغیر وابسته همبستگی معنی داری وجود دارد. اما از آنجایی که در همبستگی رابطه ای دوطرفه میان متغیرها وجود دارد، نمی توان با استفاده از نتایج این آزمون جهت رابطه متغیرها را مشخص نمود (مومنی و فعال قیومی، ۱۳۹۰). در نتیجه باید برای بررسی بیشتر از رگرسیون استفاده کرد.

### بررسی نرمال بودن متغیر وابسته

یکی از روش‌های بررسی نرمال بودن متغیر وابسته، انجام آزمون کولموگروف-اسمیرنوف می‌باشد. نتایج مربوط به این آزمون در جدول ۴-۴ ارائه شده است. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری این آزمون بیشتر از ۵ درصد است، فرض نرمال بودن متغیر وابسته تایید می‌شود.

جدول ۳: نتیجه آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف

up ۴	up ۳	up ۲	up ۱	
۱۰۲	۱۰۲	۱۰۱	۱۰۲	تعداد مشاهدات
۰	۰/۰۴	-۰/۰۶	-۰/۰۶	میانگین
۰/۹۸	۱/۰۲	۱/۰۴	۱/۰۷	انحراف معیار
۰/۵	۰/۶	۰/۷	۰/۷۳	کولموگوروف-اسمیرنوف
۰/۹۶	۰/۸۷	۰/۷۲	۰/۶۶	سطح معنی‌داری

### آزمون فرضیه اول

همانطور که پیشتر بیان شد، برای بررسی قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام از قیمت پایانی هفته‌های اول تا چهارم بعد از عرضه عمومی اولیه استفاده شده است. جدول (۴) نتایج مربوط به برآزش مدل تحقیق را نشان می‌دهد.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود در هفته اول متغیر محافظه‌کاری و اندازه عرضه دارای رابطه معناداری با قیمت‌گذاری سهام در عرضه عمومی اولیه می‌باشند؛ بدین صورت که محافظه‌کاری دارای رابطه مستقیم و اندازه عرضه دارای رابطه معکوس با قیمت‌گذاری کمتر از واقع می‌باشند. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره F کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، می‌توان اینگونه نتیجه‌گیری نمود که حداقل یکی از متغیرهای مستقل دارای رابطه خطی با متغیر وابسته مدل می‌باشد. مقدار آماره دوربین-واتسون ۲/۲۱۲ است، که نشان می‌دهد خودهمبستگی بین خطاهای مدل وجود ندارد. سایر متغیرهای مدل دارای رابطه معناداری با قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام نمی‌باشند. از طرفی سایر متغیرهای مورد بررسی رابطه معناداری با محافظه‌کارس ندارند. همچنین نتایج مربوط به هفته‌های سوم و چهارم نیز این یافته را تایید می‌کند، اما بین محافظه‌کاری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام با استفاده از قیمت‌های پایانی هفته دوم بعد از عرضه عمومی رابطه معناداری مشاهده نشد.

هفته چهارم		هفته سوم		هفته دوم		هفته اول		متغیر توضیحی
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	
۲/۲۷*	۱۰/۳۷	۲/۵۳*	۱۲/۳۸	۱/۴۶	۷/۹۷	۲/۲۹*	۱۰/۵۵	cons
-۰/۹۰	-۰/۰۱	-۰/۹۳	-۰/۰۱	-۱/۲۴	-۰/۰۱	-۰/۷۴	-۰/۰۱	Lday
-۴/۹۶*	-۰/۲۳	-۳/۹۹*	-۰/۲۰	۰/۱۰	۰/۰۱	-۴/۴۸*	-۰/۲۱	off_size
۰/۴۴	۰/۰۷	۰/۵۳	۰/۰۹	۰/۸۵	۰/۱۶	۰/۹۹	۰/۱۵	vol
-۰/۲۱	-۰/۰۲	-۰/۳۸	-۰/۰۴	-۰/۵۴	-۰/۰۶	-۰/۳۳	-۰/۰۳	TA
-۰/۶۱	-۰/۱۳	-۰/۷۶	-۰/۱۷	-۱/۱۰	-۰/۲۸	-۰/۴۹	-۰/۱۱	LEV
۵/۹۰	۶/۸۴	۵/۰۴	۶/۲۵	۳/۰۷	۴/۲۶	۴/۷۲	۵/۵۲	C
-۰/۶۵		-۰/۵۹		-۰/۱۲		۰/۶۱		ضریب تعیین
-۰/۶۳		-۰/۵۶		-۰/۰۷		۰/۵۹		ضریب تعیین تعدیل شده
۲۹/۹۳		۲۲/۶۴		۲/۲۳		۲۵/۲۸		آماره F
۰/۰۰		۰/۰۰		۰/۰۵		۰/۰۰		Prob(F-statistic)
۱/۸۶		۲/۰۴		۲/۰۸		۲/۱۱		آماره دوربین-واتسون

جدول ۴: نتایج مربوط به برازش مدل تحقیق

### آزمون فرضیه دوم

برای بررسی فرضیه دوم، شرکت‌های نمونه براساس معیار شرح داده شده در فصل سوم به دو دسته تقسیم شده و سپس مورد ارزیابی قرار گرفته‌اند. نتایج مربوط به آزمون این فرضیه در جدول ۲۲-۴ ارائه شده است.

جدول فوق، ضرایب رگرسیونی و آماره t هر یک از متغیرهای مدل تحقیق را در هر یک از شرایط بالا نشان می‌دهد. مطابق جدول:

ضریب محافظه‌کاری، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده برای شرکت‌های با رشد فروش بالا کمتر از شرکت‌های با رشد فروش پایین است. این مطلب نشان می‌دهد در شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر است، تاثیر محافظه‌کاری بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام کمتر می‌باشد. به عبارتی دیگر، فرضیه دوم تحقیق نیز تایید می‌شود. همچنین، ضریب محافظه‌کاری حسابداری، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده در شرکت‌هایی که جوان‌تر هستند، کمتر از

شرکتهایی می‌باشد که عمر بیشتری دارند. که این موضوع نیز فرضیه دوم تحقیق را تایید می‌کند.

مطابق جدول، ضریب محافظه‌کاری برای شرکتهای با اندازه کوچک  $۸/۳۹$  و آماره  $t$ ،  $۱/۵۵$  می‌باشد، در حالیکه همین مقادیر برای شرکتهای با اندازه بزرگ  $۲/۸۷$  و  $۲/۱۳$  است که نشان می‌دهد رابطه محافظه‌کاری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در شرکتهای کوچکتر، کمتر است. در ضمن، تقسیم‌بندی شرکت‌ها براساس اندازه و حاکمیت شرکتی نیز این یافته‌ها را تایید کرد.

جدول ۵: نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم

حاکمیت شرکتی		اندازه شرکت		عمر شرکت		رشد فروش			
ضعیف	قوی	کوچک	بزرگ	پیر	جوان	پایین	بالا		
۳,۴۸	۱۸,۴۳	۲,۸۷	۸,۳۹	۱۷,۹۳	۱۲,۲۱	۱۱,۶۹	۱۰,۳۹	ضریب	Cons
۱,۷۰**	۲,۰۰*	۲,۱۳*	۱,۵۵	۱,۶۷**	۱,۸۹**	۱,۷۸**	۱,۷۴**	آماره t	
-۰,۰۱	۰,۰۰	۱۶,۱۶	۰,۰۰	۰,۰۰	-۰,۰۲	-۰,۰۱	۰,۰۱	ضریب	Lday
-۰,۷۳	-۰,۷۰	۱,۹۰**	-۰,۱۰	-۰,۰۵	-۱,۰۲	-۰,۹۱	۰,۵۴	آماره t	
۰,۰۰	-۰,۲۷	۰,۰۰	-۰,۳۰	-۰,۲۱	-۰,۰۶	-۰,۱۹	-۰,۲۲	ضریب	Off_size
۰,۰۲	-۷,۹۱*	۰,۰۷	-۳,۰۶*	-۱,۴۵	-۰,۳۶	-۲,۰۸*	-۳,۰۴*	آماره t	
-۰,۰۵	۰,۱۷	-۰,۱۷	-۰,۰۵	۰,۳۰	۰,۰۱	۰,۲۰	۰,۱۴	ضریب	vol
-۰,۲۴	۱,۶۷**	-۳,۴۳*	-۰,۲۱	۱,۰۷	۰,۰۳	۰,۷۲	۰,۴۶	آماره t	
-۰,۰۱	-۰,۰۲	۰,۲۶	-۰,۰۹	-۰,۱۲	۰,۰۹	-۰,۰۴	-۰,۰۹	ضریب	ROA
-۰,۰۹	-۰,۲۹	۱,۴۵	-۰,۵۳	-۰,۸۴	۰,۴۲	-۰,۳۳	-۰,۴۷	آماره t	
-۰,۲۶	-۰,۰۸	-۰,۰۷	۰,۰۹	-۰,۰۲	-۱,۰۲	-۰,۱۱	-۰,۲۲	ضریب	LEV
-۰,۹۳	-۰,۴۹	-۰,۶۳	۰,۲۱	-۰,۰۳	-۱,۲۳	-۰,۳۱	-۰,۶۰	آماره t	
۳,۷۹	۶,۷۵	-۰,۰۲	۸,۰۲	۴,۳۶	۸,۴۲	۴,۹۷	۶۰,۳۶	ضریب	C
۲,۴۷*	۸,۶۳*	-۰,۱۱	۴,۶۰*	۱,۷۶**	۳,۴۹*	۲,۴۸*	۲,۸۹*	آماره t	
۰,۳۴	۰,۸۱	۰,۵۹	۰,۷۱	۰,۶۲	۰,۵۸	۰,۶۵	۰,۵۱	ضریب تعیین	
۰,۱۲	۰,۸۰	۰,۵۴	۰,۶۷	۰,۵۶	۰,۵۱	۰,۶۰	۰,۴۴	ضریب تعیین تعدیل شده	
۱۱,۴۸	۶۸,۵۵	۱۰,۲۸	۱۷,۵۴	۱۰,۹۸	۸,۶۶	۱۲,۶۹	۷,۲۵	آماره F	

\* معناداری در سطح ۵ درصد  
\*\* معناداری در سطح ۱۰ درصد

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

از آنجایی که عدم تقارن اطلاعاتی نقش بسیار مهمی در فرایند عرضه اولیه ایفا می‌کند، این سوال مطرح می‌شود که آیا کیفیت اطلاعات مهم می‌باشد یا خیر؟ محافظه‌کاری حسابداری یک از عوامل موثر بر کیفیت اطلاعات حسابداری به شمار می‌رود (بوشمن و پیتروسکی، ۲۰۰۶). از این رو در این تحقیق به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۹۰ پرداخته شده است.

نتایج مربوط به آزمون فرضیه اول نشان داد که بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام به استثنای هفته دوم پس از عرضه عمومی اولیه رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. این موضوع نشان می‌دهد با افزایش سطح محافظه‌کاری شرکت میزان قیمت‌گذاری کمتر از واقع نیز افزایش می‌یابد؛ در حالیکه انتظار می‌رود این رابطه معکوس باشد؛ زیرا همانطور که در فصول پیشین بیان شد، محافظه‌کاری حسابداری یکی از ویژگی‌های کیفی مهم سود می‌باشد (بوشمن و پیتروسکی، ۲۰۰۶) که موجب ایجاد اطلاعات قابل اتکاتر و در نتیجه باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. این یافته با یافته‌های لین و تیان (۲۰۱۲) مطابقت ندارد؛ چرا که آنها با استفاده از اطلاعات شرکت‌های بورسی چین به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کاری حسابداری با قیمت‌گذاری رابطه معکوس و معناداری دارد. دلیل این مغایرت آن است که تحقیق آنها در کشور چین که یک کشور توسعه‌یافته می‌باشد، انجام شده؛ در حالیکه پژوهش حاضر در ایران که یک کشور در حال توسعه می‌باشد انجام شده است. از طرفی یکی دیگر از دلایل این مغایرت تفاوت در حجم نمونه مورد رسیدگی می‌باشد؛ چراکه نمونه تحقیق لین و تیان (۲۰۱۲) ۶۷۴ شرکت عرضه اولیه بوده، در حالیکه نمونه تحقیق حاضر شامل ۱۰۲ شرکت می‌باشد. همچنین، تحقیق حاضر در بورس اوراق بهادار تهران که در سطح ضعیف کارایی نیز کارا نمی‌باشد (تالانه و هجران‌کش‌راد، ۱۳۹۰؛ اله‌یاری، ۱۳۸۷؛ صالح‌آبادی و مهران‌راد، ۱۳۹۰) انجام شده است، که این عدم کارایی ممکن است بر نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره اثر بگذارد.

همچنین با توجه به تغییرات غیرطبیعی محیط اقتصادی و شرایط کسب کار و تاثیرات شرایط نامناسب سیاست خارجی در بورس اوراق بهادار، داده‌های سال‌های اخیر در مثبت بودن رابطه

مورد نظر، تاثیرگذار بوده است. برای نمونه، کاهش رونق کسب و کار و انگیزه‌های رقابتی بین شرکت‌های بورسی، می‌تواند سبب کاهش تمایل مدیران و شرکت‌ها جهت ورود به بورس اوراق بهادار باشد. همچنین متغیر اندازه رابطه معکوس و معناداری با قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام دارد. این یافته مطابق یافته‌های لین و تیان (۲۰۱۲)، کیماز<sup>۱</sup> (۲۰۰۰)، یو و تسائی<sup>۲</sup> (۲۰۰۳)، کولی و سورت<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) و چن و همکاران (۲۰۰۴) می‌باشد؛ اما با یافته باقرزاده و همکاران (۱۳۸۸) مطابقت ندارد؛ چرا که آنها رابطه معناداری بین این دو متغیر پیدا نکردند. دلیل این مغایرت به جهت نمونه مورد رسیدگی و بازه زمانی متفاوت با پژوهش آن‌ها بوده است. همچنین، متغیر تفاوت تعداد روزهای بین پذیرش و عرضه رابطه معناداری با قیمت‌گذاری کمتر از واقع ندارد. که این یافته با یافته‌های لین و تیان (۲۰۱۲) مطابقت ندارد. در ضمن بین سایر متغیرهای مورد بررسی و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام رابطه معناداری مشاهده نشد. با عنایت به مطالب بیان شده

نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق در جدول ۲۲-۴ منعکس گردیده است. نتایج براساس تقسیم‌بندی انجام شده شرکت‌ها به دو دسته دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا و پایین براساس رشد فروش، نشان داد که رابطه بین محافظه‌کاری و قیمت‌گذاری سهام در عرضه عمومی اولیه در شرکت‌هایی که دارای رشد فروش بالا هستند نسبت به شرکت‌هایی که رشد فروش پایینی دارند، کمتر است، زیرا جریان وجه نقد آتی حاصل از فرصت‌های رشد در شرکت‌های با رشد فروش بالا معمولاً در شرایط غیرقابل اطمینان است و این حالت ممکن است هزینه‌های نمایندگی بیشتری ایجاد نماید (خان و واتز، ۲۰۰۹). این یافته مطابق یافته‌های لین و تیان (۲۰۱۲) می‌باشد. همچنین، نتایج نشان داد که بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه در شرکت‌های جوان‌تر نسبت به شرکت‌های پیرتر، کمتر می‌باشد. در ضمن، تقسیم‌بندی شرکت‌ها براساس اندازه و حاکمیت شرکتی نیز این یافته‌ها را تایید کرد.

### محدودیت‌های تحقیق

در انجام هر تحقیقی محدودیت‌هایی وجود دارد که انجام تحقیق را برای محقق با مشکل مواجه می‌کند. این تحقیق نیز با محدودیت‌ها و مشکلاتی مواجه بود، که عبارتند از:

۱ . Kiymaz

۲ . Yu and Tse

۳ . Kooli and Suret

نخستین محدودیت ویژگی خاص تحقیق نیمه تجربی است که در حوزه علوم اجتماعی متداول است. به بیان دیگر، عدم امکان بی‌اثر کردن متغیرهای دیگری که کنترل آن‌ها خارج از دسترس محقق است و امکان تأثیرگذاری آن‌ها بر نتایج پژوهش منتفی نیست. متغیرهایی مانند شرایط سیاسی، وضعیت بازار سرمایه، عمر شرکت‌ها، تحصیلات و تجربه مدیران شرکت‌ها و غیره.

از دیگر محدودیتهای این تحقیق ناهمگن بودن دوره تحقیق از لحاظ حجم عرضه‌های انجام شده، در سال‌های مختلف است. به گونه‌ای که در برخی سال‌های مورد بررسی، حجم عرضه اولیه به نحو چشم‌گیری بیشتر از سایر دوره‌ها بوده است. این موضوع ممکن است بر نتایج تحقیق تأثیر بگذارد.

### **پیشنادهای تحقیق**

#### **پیشنهاد برای استفاده‌کنندگان از تحقیق**

از آنجا که سازمان بورس اوراق بهادار در برنامه‌های آتی خود به پذیرش شرکت‌ها و افزایش ارزش ریالی بورس توجه دارد، لازم است در پذیرش شرکت‌ها عوامل موثر بر قیمت سهام را از جمله محافظه‌کاری حسابداری را مورد توجه قرار دهد و با اطلاع رسانی صحیح و بموقع شرایطی را فراهم آورد که قیمت اولیه سهام این شرکت‌ها با ارزش ذاتی آن فاصله زیادی نداشته باشد. همچنین به فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود از نتایج این تحقیق در جهت تحلیل و تعیین قیمت خرید سهام عرضه اولیه استفاده کنند.

#### **پیشنادهایی برای تحقیقات آتی**

با توجه به مطالعه و بررسی رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه عمومی اولیه و همچنین نتایج حاصل از این تحقیق، پیشنهادهای زیر برای تحقیقات آتی ضروری به نظر می‌رسد:

رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و قیمت‌گذاری سهام در عرضه عمومی اولیه به تفکیک صنایع مختلف مورد بررسی قرار گیرد.

به منظور تایید بیشتر نتایج بدست آمده از تحقیق از سایر معیارهای اندازه‌گیری محافظه‌کاری (نسبت  $M/B$  و ...) استفاده شود.

تأثیر زمان ورود به بورس بر قیمت سهام جدید.

تأثیر نرخ تورم و سایر شاخص‌های کلان اقتصادی بر قیمت سهام جدید و نیز تأثیر این عوامل بر رابطه بین محافظه‌کاری و قیمت‌گذاری سهام.

## منابع

۱. آقای، محمدعلی و چالاک، پری (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره ۴.
۲. الهیاری، اکبر (۱۳۸۷)، "بررسی شکل ضعیف کارایی بازار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره ۴.
۳. باقرزاده، سعید، نیکبخت، محمدرضا و نوروش، ایرج (۱۳۸۶)، "عوامل موثر بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های مدیریت در ایران، دوره ۱۵، شماره ۱.
۴. تالانه، عبدالرضا و هجران کش‌راد (۱۳۹۰)، "بررسی کارایی بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف و نیمه‌قوی"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال سوم، شماره ۱۲.
۵. سلیمان‌زاده، یوسف (۱۳۹۱)، "بررسی عوامل موثر بر خطای پیش‌بینی سود و ارتباط آن با قیمت‌گذاری سهام در عرضه‌های اولیه"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
۶. صالح‌آبادی، علی و مهران راد، مهدی‌یار (۱۳۹۰)، "آزمون کارایی اطلاعاتی سطح ضعیف بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهارم، شماره ۱۶.
۷. ظریف فرد، احمد و مهرجو، حامد (۱۳۸۳)، "بررسی عملکرد قیمت‌گذاری سهام شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات حسابداری، شماره ۸.
۸. عبده‌تیریزی، حسین و داموری، داریوش (۱۳۸۲)، "شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، سال پنجم، شماره ۱۵، صص ۲۳-۵۰.
۹. قائمی، محمدحسین (۱۳۸۶)، "بررسی بازده کوتاه مدت سهام عادی شرکت‌های جدیدالورود به بورس تهران"، مطالعه تحقیقاتی، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره).
۱۰. مدرس، احمد و عسگری، محمدرضا (۱۳۸۸)، "شناسایی عوامل موثر بر بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۵، بهار ۱۳۸۸، صص ۷۷-۱۰۳.
۱۱. مشکى، مهدى و فتاحى، رضا (۱۳۹۰)، "تأثیر محافظه‌کاری بر ریسک کاهش قیمت سهام"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهارم، شماره ۱۶، زمستان ۹۰، صص ۱۱۶-۱۳۶.

۱۲. ملکیان، اسفندیار و دریایی، عباسعلی (۱۳۹۰)، "تبیین رابطه بین ویژگی‌های مالکیتی و شرکتی با ساختار حاکمیت شرکتی (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره سوم، شماره اول، صص ۱۲۱-۱۴۳.

۱۳. مومنی، منصور و فعال قیومی، علی (۱۳۹۰)، تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS، نشر مولف، تهران.

۱۴. مهران، ساسان و عسگری، محمدرضا و تحریری، ارش و گنجی، حمیدرضا (۱۳۸۸)، "بررسی وجود بازده غیرعادی در سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط وجود و نبود حباب قیمتی و تعیین عوامل موثر بر آن". فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۸، زمستان ۸۸، صص ۱۱۵-۱۳۲.

۱۵. Allen, F. and G. Faulhaber (۱۹۸۹). "Signaling by Underpricing in the IPO Market". *Journal of Financial Economics*, No. ۲۳, pp ۳۰۳-۳۲۳.
۱۶. Aharony, J., Wang, J., & Yuan, H. (۲۰۱۰). "Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China". *Journal of Accounting and Public Policy*, ۲۹(۱), ۱-۲۶.
۱۷. Ball, R., & Shivakumar, L. (۲۰۰۸). "Earnings quality at initial public offerings". *Journal of Accounting and Economics*, ۴۵(۲-۳), ۳۲۴-۳۴۹.
۱۸. Basu, S., (۱۹۹۷), "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings". *Journal of Accounting and Economics*, ۲۴:۳-۳۷.
۱۹. Booth J. R. and L. Chua, (۱۹۹۶), "Ownership Dispersion, Costly Information and IPO Underpricing". *Journal of Financial Economics*, ۴۱(۲), ۲۹۱-۳۱۰.
۲۰. Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. J. (۲۰۱۱). "Earnings quality and international IPO underpricing". *The Accounting Review*, ۸۶(۲), ۴۸۳-۵۰۵.
۲۱. Bouzouita, N., Gajewski, F. and C. Gresse, (۲۰۱۲). "Liquidity Benefits from IPO Underpricing: Ownership Dispersion or Information Effect". Working paper. [online] [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
۲۲. Brennan M. J. and J. Franks (۱۹۹۷). "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK", *Journal of Financial Economics*, ۴۵(۳), ۳۹۱-۴۱۳.
۲۳. Brockman P., D. Y. Chung, and X. Yan, (۲۰۰۹). "Block Ownership, Trading Activity, and Market Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۴۴(۶), ۱۴۰۳-۱۴۲۶.
۲۴. Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (۱۹۹۷). "Large shareholders, monitoring, and the value of the firm". *Quarterly Journal of Economics*, ۱۱۲(۳), ۶۹۳-۷۲۸.

۲۵. Bushman, R., & Piotroski, J. (۲۰۰۶). "Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions". *Journal of Accounting and Economics*, ۴۲(۱-۲), ۱۰۷-۱۴۸.
۲۶. Chen G., M. Firth, Kim. J. B (۲۰۰۴). "IPO underpricing in China's New Stock markets". *Journal of Multinational Financial Management* ۱۴.
۲۷. Givoly, D., & Hayn, C. (۲۰۰۰). "The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?". *Journal of Accounting and Economics*, ۲۹(۳), ۲۸۷-۳۲۰.
۲۸. Haw, I. -M., Lee, J. J., & Lee, W. J., (۲۰۱۰). "Debt financing and accounting conservatism in private firms". (Working paper series). Available at SSRN eLibrary.
۲۹. Ibbotson, R. G. (۱۹۷۵). "Price performance of common stock new issues". *Journal of Financial Economics*, ۲(۳), ۲۳۵-۲۷۲.
۳۰. Ibbotson, R. G., and J F Jaffe (۱۹۷۵). "Hot issue markets". *Journal of Finance* ۳۰, ۱۰۲۷-۱۰۴۲.
۳۱. Jog, V., & Mcconomy, B. (۲۰۰۳). "Voluntary disclosure of management earnings forecasts in IPO prospectuses". *Journal of Business Finance & Accounting*, ۳۰(۱-۲), ۱۲۵-۱۶۸.
۳۲. Khan, M., and Watts R. L., (۲۰۰۹), "Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year of Accounting Conservatism", [Online], <http://www.ssrn.com>.
۳۳. Kim, B. H., & Pevzner, M. (۲۰۱۰). "Conditional accounting conservatism and future negative surprises: An empirical investigation". *Journal of Accounting and Public Policy*, ۲۹(۴), ۳۱۱-۳۲۹.
۳۴. Kiyamaz Halil (۲۰۰۰). "The Initial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange". *Journal of Multinational Financial Management* ۱۰.
۳۵. Kooli, M. ., Suret J. M.(۲۰۰۱). "The underpricing of initial public offerings: further Canadian evidence". Working Paper, University of Laval, ۴۴.
۳۶. LaFond, R., and Watts, R.(۲۰۰۸). "The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*". ۸۳(۲): ۴۴۷-۴۷۸.
۳۷. Leone, A., Rock, S., & Willenborg, M. (۲۰۰۷). Disclosure of intended use of proceeds and underpricing in initial public offerings. *Journal of Accounting Research*, ۴۵(۱), ۱۱۱-۱۵۳.

۳۸. Lin, Z. J., & Tian, Z (۲۰۱۲). "Accounting conservatism and IPO underpricing: China evidence". *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, [online], [http:// www.elsevier.com](http://www.elsevier.com).
۳۹. Ljungqvist, A. (۲۰۰۷). IPO underpricing. In *Handbook of corporate finance* (pp. ۳۷۰-۴۲۲).
۴۰. Logue, D. E. (۱۹۷۳). "On the pricing of unseasoned equity issues: ۱۹۶۰-۱۹۶۹". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۸(۱), ۹۱-۱۰۳.
۴۱. Mueller, H., & Inderst, R.(۲۰۰۱). "Ownership concentration, monitoring, and the agency cost of debt". (Working paper series). Available at SSRN eLibrary.
۴۲. Ritter, J r. (۱۹۸۴), "The hot issue market of ۱۹۸۰". *Journal of Business* ۳۲, ۲۱۰-۲۴۰.
۴۳. Schrand, C. M., & Verrecchia, R. E. (۲۰۰۰). "Information disclosure and adverse selection explanations for IPO underpricing".[on line], <http://www.ssrn.com>.
۴۴. Stoll, H. R., & Curley, A. J. (۱۹۷۰). "Small business and the new issues market for equities". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ۰(۳), ۳۰۹-۳۲۲.
۴۵. Tian, Lihui, (۲۰۰۷). "Regulatory Underpricing: Determinant of Chinese Extreme IPO Returns", *Journal of Empirical Finance*, ۱۸, ۱: ۷۸-۹۰.
۴۶. Teoh, S. H., & Wong, T. J. (۲۰۰۲). "Why new issues and high-accrual firms underperform: The role of analysts' credulity". *The Review of Financial Studies*, ۱۰(۳), ۸۶۹-۹۰۰.
۴۷. Watts, R. L., (۲۰۰۳a). "Conservatism in Accounting, Part I: Explanations and Implications". *Accounting Horizons* ۱۷, ۳: ۲۰۷-۲۲۱.
۴۸. Welch, I. (۱۹۸۹). "Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offering". *Journal of Finance*, No. ۴۴, pp ۴۲۱-۴۵۰.
۴۹. Welch, I. and J. Ritter.(۲۰۰۲). "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocation". *Journal of finance* ۵۷, ۱۷۹۰-۱۸۲۸.
۵۰. Yatim, Puan, (۲۰۱۱). "Underpricing and Board Structures :An Investigation of Malaysian intital public offerings (IPOs) ". *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. Vol. ۷, No. ۱, ۷۳-۹۳, ۲۰۱۱.
۵۱. Yu Ting, Tse,. Y. K. (۲۰۰۳). "An empirical examination of IPO underpricing in the Chinese A-share Market". Working Paper, National University of Singapore and Singapore Management University.

## Accounting conservatism and IPO underpricing

Rafik Baghoomian (Ph.D), (Assistant Professor of Accounting, Faculty of Management and Accounting, University of shahid Beheshti. *Email:* [Rafik.Baghoomian@tetrapak.com](mailto:Rafik.Baghoomian@tetrapak.com)).

Akbar Alem Tabriz (Ph.D), (Professor of Industrial Management, Faculty of Management and Accounting, University of shahid Beheshti. *Email:* [A-tabriz@mail.sbu.ac.ir](mailto:A-tabriz@mail.sbu.ac.ir)).

Keyvan Shabani, (Master Science of Accounting, University of shahid Beheshti. *Email:* [keyvanshabani@yahoo.com](mailto:keyvanshabani@yahoo.com)).

**Abstract:** The key factor of success or failure of Initial Public Offering (IPO) is its pricing. Since information asymmetry plays an important role in the IPO, this question arises whether the quality of information is important or not? Accounting conservatism is considered to be one of the factors affecting the quality of accounting information.

Hence, this study examines the relationship between accounting conservatism and IPO underpricing in the Tehran Stock Exchange (TSE) during the period of ۱۳۸۲ to ۱۳۹۰. In order to, Multivariate regression has been used to test the hypothesis. Results show that except for the second week of first month after IPO, there is a positive and significant relationship between accounting conservatism and IPO underpricing. Also, the relationship between accounting conservatism and IPO underpricing is more pronounced for firms with high information asymmetry than for firms with low information asymmetry.

**Keywords:** *Accounting conservatism, Underpricing, IPO, information asymmetry.*

