

## رابطه محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه با تاکید بر نقش مدل‌های عدم تقارن اطلاعاتی

قاسم بولو\*  
مهدی فلاح برندق\*\*

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی رابطه محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین، تاثیر سطوح عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین ذینفعان درگیر در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه بر رابطه فوق، می‌پردازد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون برای شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده‌اند، نشان می‌دهد که رابطه بین محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه معنادار و معکوس می‌باشد. به عبارت دیگر، با افزایش میزان محافظه کاری، تایید پذیری اطلاعات ارائه شده افزایش یافته و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان درگیر در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه، بازده غیرعادی کوتاه مدت این سهام کاهش می‌یابد. از طرف دیگر، رابطه بین محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت در شرکت‌های با سطح بالای عدم تقارن اطلاعاتی نسبت به شرکت‌های با سطح پایین عدم تقارن اطلاعاتی، قوی‌تر است.

نتایج تحقیق همچنین حکایت از این دارد که سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازه زمانی چهار هفته بعد از تاریخ عرضه، بطور متوسط ۲۶/۰۷ درصد بازده اولیه عادی و ۱۹/۶۱ درصد بازده اولیه غیرعادی (بازده تعدیل شده با پرتفوی بازار) ایجاد کرده‌اند؛ که مطابق مطالعات صورت گرفته در سایر کشورها، قیمت‌گذاری کمتر از واقع این سهام در بورس اوراق بهادار تهران را تایید می‌کند.

واژه‌های کلیدی: محافظه کاری، عدم تقارن اطلاعاتی، عرضه عمومی اولیه، قیمت‌گذاری کمتر از واقع، بازده اولیه غیرعادی.

\* استادیار گروه حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی تهران، دانشکده مدیریت و حسابداری

\*\* کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی تهران - نویسنده مسئول Email: fallah.me270@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۹۲/۹/۱۷

تاریخ دریافت: ۹۲/۶/۳۱

## مقدمه

حرکت به سمت بازارهای عمومی یک بخش مهم در طول چرخه عمر شرکت‌های مختلف می‌باشد که دسترسی به سرمایه‌های عمومی و کاهش هزینه‌های تامین مالی را برای شرکت‌ها بدنبال دارد. هر ساله شرکت‌های متعددی در مسیر رشد و توسعه اقتصادی برای تامین مالی مورد نیاز و یا در فرایند خصوصی سازی شرکت‌های دولتی، برای نخستین بار قدم به بازار سرمایه نهاده و مبادرت به عرضه اولیه سهام خود به عموم در بورس اوراق بهادار می‌نمایند. گزارشگری اطلاعات مالی این شرکتها به عنوان منابع مهم اطلاعاتی حائز اهمیت زیادی بوده و چنانچه این اطلاعات بطور یکسان بین استفاده کنندگان قرار گیرد، عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱</sup> بین ذینفعان درگیر در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه کاهش یافته و منجر به کشف صحیح و عادلانه قیمت این سهام می‌شود که تحقق این امر، یکی از کارکردهای مهم بازار سرمایه بشمار می‌رود. علی‌رغم اهمیت درخور ملاحظه‌ای که در ادبیات حسابداری و مبانی نظری آن، به محافظه کاری حسابداری و پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع<sup>۲</sup> در فرایند عرضه‌های اولیه داده شده و نقش محافظه کاری را در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی نمایان ساخته است، تاکنون مطالعات بسیار کمی نقش محافظه کاری را بعنوان یکی از مشخصه‌های مهم کیفیت سود، در قیمت گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه مورد بررسی قرار داده اند. شواهد تجربی فراوانی در دست است که در عرضه‌های عمومی اولیه، شرکت‌ها سهام خود را به قیمتی کمتر از آنچه سرمایه گذاران تمایل به پرداخت آن دارند عرضه می‌کنند. به این ترتیب پس از مدت کوتاهی بازده مثبتی عاید سرمایه گذاران می‌شود که شکل گیری این بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در ادبیات مالی به قیمت گذاری کمتر از واقع این سهام نسبت داده می‌شود. اینکه چرا شرکت‌ها سهام خود را به قیمتی کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه به سرمایه گذاران عرضه می‌کنند و با فدا کردن منافع سهامداران اولیه خود برای سرمایه گذاران جدید بازده اضافی ایجاد می‌کنند، موضوعی است که در چارچوب تئوری‌های عدم تقارن اطلاعاتی

1- Asymmetry Information

2- Underpricing

بیان می‌شود. این تئوری‌ها بر پایه این پندار شکل گرفته‌اند که بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفان مختلف در فرایند عرضه عمومی اولیه از جمله شرکت ناشر، شرکت تامین سرمایه و سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار است. مدل‌های عدم تقارن اطلاعاتی فرض می‌کند یکی از اعضای درگیر در فرایند عرضه عمومی اولیه، اطلاعات بیشتری درباره شرکت ناشر دارد، بنابراین قیمت گذاری کمتر از واقع، برای موازنه بین منافع همه اعضای درگیر ضروری بنظر می‌رسد. با نقشی که مدل‌های عدم تقارن اطلاعاتی در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه بازی می‌کنند شرایط تاییدپذیری برای شناخت نتایج عملیات و گزارشگری مالی باید مهم باشد. بوشمن و پتروسکی (۲۰۰۶) معتقدند تحت تاثیر محافظه کاری حسابداری درآمدها و خالص دارایی‌ها قابلیت تحقق و تاییدپذیری بیشتری خواهند داشت و رفتارهای خوشبینانه مدیریت هم برای بیش نمای درآمدها و کم نمایی زیان‌های بالقوه با محدودیت مواجه خواهد شد. با این وجود، محافظه کاری بعنوان یکی از خصوصیات کیفی با افزایش قابلیت اتکا و کیفیت اطلاعات مالی از یک سو و محدود کردن آزادی عمل و رفتارهای خوشبینانه مدیران از سوی دیگر انتظار می‌رود عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفان درگیر در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه را کاهش داده و منجر به کاهش قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه‌های عمومی اولیه و بازده غیرعادی این سهام شود. با توجه به گفته‌های بالا، پژوهش حاضر در پی حصول به این نکته است که آیا بین محافظه کاری و بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه رابطه معکوس وجود دارد یا خیر؟

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

#### محافظه کاری

محافظه کاری بعنوان یکی از اصول محدود کننده حسابداری، سالهاست که مورد استفاده حسابداران قرار می‌گیرد و علی‌رغم انتقادهای فراوان بر آن، همواره جایگاه خود را در میان سایر اصول حسابداری حفظ نموده است. بطوری که می‌توان دوام و بقای

محافظه کاری در مقابل انتقادهای وارده بر آن در طول سالیان متمادی را، گواهی بر مبانی بنیادین این اصل دانست. باسو<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) معتقد است محافظه کاری طی قرن ها تئوری و عمل حسابداری را تحت تاثیر قرار داده است. هرچند بسیاری از حسابداران بر وجود محافظه کاری در تنظیم صورتهای مالی توافق دارند، ولی به طور کلی برای محافظه کاری تعریف منسجمی که مورد پذیرش همگان باشد، وجود ندارد. باسو (۱۹۷۷) استفاده از درجات بالاتر قابلیت اتکا و تاییدپذیری، برای شناسایی و ثبت سودها و اخبار خوشایند (افزایش ارزش ها)؛ و در مقابل استفاده از درجات پایین تر قابلیت اتکا و تاییدپذیری برای شناسایی و ثبت زیان ها و اخبار ناخوشایند (کاهش ارزش ها) را محافظه کاری نامیده است. این تعریف باسو از محافظه کاری به محافظه کاری مشروط و یا پس رویدادی اطلاق می شود. واتز<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) از چهار تعبیر برای توضیح محافظه کاری استفاده کرده است که این چهار تعبیر شامل قرارداد (قرارداد بدهی، قرارداد مدیریتی و حاکمیت شرکت)، دعوای قضایی سهامداران، قوانین حسابداری و مالیات می شود. در واقع واتز محافظه کاری را سازوکاری موثر در قراردادهای بین شرکت و اعتباردهندگان و سهامداران می داند که از اعتباردهندگان و سهامداران در مقابل فرصت طلبیهای مدیریت محافظت می کند.

کمیته فنی سازمان حسابرسی در مفاهیم نظری گزارشگری مالی محافظه کاری را به عنوان یکی از خصوصیات کیفی مرتبط با محتوای اطلاعات و قابل اتکا بودن در نظر گرفته، اما واژه محافظه کاری را استفاده نکرده است بلکه از واژه احتیاط بجای آن استفاده کرده است. در مفاهیم نظری گزارشگری مالی پیوست استانداردهای حسابداری ایران، درباره احتیاط چنین آمده است «احتیاط عبارت است از کاربرد درجه ای از مراقبت که در اعمال قضاوت برای انجام برآورد در شرایط ابهام مورد نیاز است بگونه ای که درآمدها و دارایی ها بیش از واقع و هزینه ها یا بدهی ها کمتر از واقع ارائه نشود. اعمال احتیاط نباید منجر به ایجاد اندوخته های پنهانی یا ذخایر غیر ضروری گردد یا دارایی ها و درآمدها را عمدا کمتر از واقع و بدهی ها و هزینه ها را عمدا بیشتر از واقع

1- Basu

2- Watts

نشان دهد. زیرا این امر موجب نقض بی طرفی است و بر قابلیت اتکای اطلاعات مالی اثر می‌گذارد» (کمیتة فنی سازمان حسابرسی، ۱۳۸۱). تعریف فوق نشان می‌دهد که محافظه کاری (احتیاط) محصول ابهام است و هرگاه حسابداران با ابهام روبرو شوند محافظه کاری را بکار می‌گیرند. از نظر گیولی و هاین<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) محافظه کاری یکی از قراردادهای مهم در گزارشگری مالی محسوب می‌شود که باعث کاربرد احتیاط در تشخیص و سنجش درآمد و دارایی‌ها می‌شود؛ و انتخاب یک راهکار حسابداری تحت شرایط عدم اطمینان می‌باشد، که در نهایت به ارائه کمتر دارایی‌ها و درآمدها بیانجامد و کمترین اثر مثبت را بر حقوق صاحبان سهام داشته باشد. از نظر بیور وریان<sup>۲</sup> (۲۰۰۰)، محافظه کاری اختلاف بین ارزش بازار و ارزش دفتری است که بابت ثبت و انباشته شدن سود و زیانهای اقتصادی به ارزش دفتری ایجاد شده است. و در واقع، محافظه کاری مفهومی است که منجر به کاهش سود انباشته گزارش شده از طریق شناخت دیرتر درآمد و شناخت سریعتر هزینه، ارزیابی پایین دارایی و ارزیابی بالای بدهی می‌شود.

بطور کلی برخی از محققان محافظه کاری را برای استفاده کنندگان و تحلیلگران صورتهای مالی مفید دانسته و برای آن نقش اطلاعاتی قائلند؛ این دیدگاه بر مبنای دیدگاه منافع قراردادی است که عنوان می‌کند محافظه کاری افزایش کیفیت اطلاعات و کاهش منافع مدیریت سود برای مدیران را بدنبال دارد. برخی دیگر از محققان مثل روی چادهری و واتز<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) پاییک و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) معتقدند محافظه کاری به عنوان تمایلی جهت کم نشان دادن درآمدها و یک عامل ایجاد کننده اختلال در فرایند کسب و شناسایی درآمد به شمار می‌رود و آنرا مخالف منافع سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و ایفای وظیفه اصلی گزارشگری مالی می‌دانند و خواستار کاهش استفاده از رویه‌های محافظه کارانه هستند. که این دیدگاه هم در چارچوب دیدگاه تحریف اطلاعات مورد بررسی قرار می‌گیرد. با این حال تعداد تحقیقاتی که گویای نقش اطلاعاتی محافظه کاری بوده و مفید بودن محافظه کاری را برای سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و سایرین اثبات می‌کند

1- Givoly&amp;Hayn

2- Beaver&amp;Ryan

3- Roychowdhury&amp;Watts

4- Paek et al.

و آن را در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موثر می‌داند، چندین برابر تحقیقاتی است که آنرا در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بی‌تاثیر می‌دانند. که در این زمینه می‌توان به تحقیقات انجام شده توسط لافوند و واتز<sup>۱</sup> (۲۰۰۸)، کیم و پونر<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) و چنی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) اشاره نمود.

### عرضه عمومی اولیه

اصطلاح عرضه عمومی اولیه که رواج آن به بازارهای پررونق ۱۹۹۰ برمی‌گردد، عبارت است از این که یک شرکت برای اولین بار در طول دوران فعالیت خود اقدام به عرضه سهام به عموم می‌نماید (جانگوییست<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). این شرکت‌ها تازه تاسیس نبوده و غالباً حداقل دارای سه سال سابقه فعالیت می‌باشند؛ لذا در این اصطلاح، این کلمه به معنی عرضه سهام شرکت برای اولین بار به سهامداران بیرونی از طریق بورس، در زمانی می‌باشد که شرکت مزبور در پروسه ای از فعالیت خود دریافته است که پذیرش در بورس، کمک شایانی به جذب سرمایه چه از طریق سهامداران و چه از طریق استقراض، کاهش هزینه‌های تامین مالی و حتی کاهش مالیات می‌نماید (جانگوییست، ۲۰۰۵).  
در فرایند عرضه عمومی اولیه سهام سه گروه ذینفع ایفای نقش می‌کنند:

- شرکت عرضه کننده سهم (شرکت ناشر)
- بانک سرمایه گذار (مؤسسات تعهد کننده عرضه اوراق بهادار یا شرکت‌های تامین سرمایه)
- سرمایه گذاران بالقوه در بازار

اهداف و انتظارات این سه گروه در خصوص قیمت گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه با یکدیگر متفاوت است. نظر به اینکه عرضه اولیه سهام برای یک شرکت در حال رشد، عمده‌ترین منبع تامین مالی آن به شمار می‌رود، لیکن شرکت‌های عرضه کننده سهم تمایل دارند قیمت عرضه سهام را تا حد امکان در سطح بالا تعیین کنند تا

1- Lafond&Watts

2- Kim&Pevzner

3- Chaney,Faccio&Parsley

4- Ljungqvist

جریان‌های نقدی حاصل را برای شرکت حداکثر سازند. بر همین قیاس سرمایه گذاران تمایل دارند سهام را تا حد امکان به قیمت پایین خریداری کنند تا بتوانند در کوتاه‌ترین زمان ممکن بیشترین سود سرمایه گذاری را عاید خود سازند (بوجراج و لی، ۲۰۰۲). در کنار مزایای گفته شده در ارتباط با ورود یک شرکت به بورس، اولین عرضه عمومی دارای ناهنجاری‌هایی نیز می‌باشد. مهم‌ترین ناهنجاری‌های موجود در اولین عرضه عمومی "ارزش گذاری کمتر از واقع، افت قیمت در بلندمدت و عرضه‌های عمومی اولیه داغ" می‌باشند که به بیان ساده تر "بازده کوتاه مدت بالاتر از بازده بازار، بازده بلندمدت کمتر از بازده بازار و بازار پر رونق" می‌باشند. از میان ناهنجاری‌های مذکور، ارزش گذاری کمتر از واقع با توجه به شیوع بیشتر، مورد توجه بسیاری از پژوهشگران واقع شده است.

### پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع

امروزه ادبیات تجربی درباره عرضه‌های اولیه در مرحله تکامل قرار دارد. با توجه به تحقیقات، در اکثر کشورها پدیده عرضه به پایین تر از قیمت بازار پس از عرضه مشاهده و میزان آن در طول زمان متفاوت است. مبانی تئوریک و مدل‌های تجربی زیادی برای آزمون این پدیده مطرح گردیده است.

بطور کلی تئوری‌های موجود در زمینه قیمت گذاری کمتر از واقع را می‌توان به چهار گروه عدم تقارن اطلاعاتی، عوامل نهادی، عوامل نظارتی و عوامل رفتاری تقسیم نمود که البته، مدل‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعاتی نسبت به سایرین ارجحیت دارد (جانگوییست، ۲۰۰۵). تئوری‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعاتی بر پایه این پندار شکل گرفته اند که بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه، نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان مختلف در فرایند عرضه عمومی اولیه (شرکت ناشر، شرکت تامین سرمایه و سرمایه گذاران بالقوه در بازار) است. مدل‌هایی که بر محور عدم تقارن اطلاعاتی شکل گرفته اند و توضیح دهنده پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع هستند، عبارتند از:

۱- شناخته شده ترین مدل فرضیه نفرین برنده<sup>۱</sup> است که نخستین بار توسط راک<sup>۲</sup> (۱۹۸۶) ارائه شد. وی معتقد بود بطور کلی برخی از سرمایه گذاران اطلاعات بهتری درباره ارزش واقعی سهام شرکت نسبت به سایر ذینفعان درگیر در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه دارند. بر همین اساس، سرمایه گذاران با اطلاع می‌توانند عرضه‌های اولیه خوب را از عرضه‌های اولیه بد تشخیص دهند. بنابراین سرمایه گذاران با اطلاع تنها متقاضی خرید سهام عرضه‌های اولیه کمتر از واقع قیمت گذاری شده می‌شوند؛ در حالی که سرمایه گذاران کم اطلاع به دلیل عدم قدرت تشخیص، متقاضی خرید کلیه سهام (اعم از عرضه‌های اولیه خوب و بد) می‌شوند. از این رو، اگر سهام عرضه شده کمتر از واقع قیمت گذاری شوند، با توجه به اینکه تعداد سهام عرضه شده ثابت و محدود است با تقاضای بیش از حد سرمایه گذاران با اطلاع مواجه شده و این امر سبب سهمیه بندی سهام برای سرمایه گذاران بی اطلاع می‌شود. بر همین قیاس، اگر سهام عرضه شده بیش از واقع قیمت گذاری شوند، منحصرأ عاید سرمایه گذاران کم اطلاع شده و در نتیجه برای آنها بازده منفی ایجاد می‌کنند؛ همین موضوع سبب نفرین سرمایه گذاران با اطلاع به وسیله سرمایه گذاران کم اطلاع ("نفرین برنده") می‌گردد.

۲- مدل دیگری از این تئوری‌ها بر عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت عرضه کننده سهم و سرمایه گذاران بالقوه تاکید می‌کند (سو و فلیشر<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹). بر اساس این مدل شرکت عرضه کننده سهم اطلاعات بهتری درباره ارزش فعلی و ریسک جریان‌های نقدی واحد تجاری نسبت به بقیه ذینفعان درگیر در فرایند عرضه دارد بنابراین قیمت گذاری کمتر از واقع به عنوان سیگنالی برای نشان دادن ارزش واقعی شرکت بکار می‌رود. در واقع شرکت‌های با کیفیت بهتر از قیمت گذاری کمتر از واقع به عنوان سیگنالی برای نشان دادن کیفیت برترشان و جذب سرمایه گذاران استفاده می‌کنند.

### محافظه کاری و قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های عمومی اولیه

با نقش مهمی که عدم تقارن اطلاعاتی در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه بازی

1- Winner's curse

2- Rock

3- Su&Fleisher



می‌کند طبیعی است که کیفیت اطلاعات مورد توجه قرار گیرد. بولتون<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) رابطه بین کیفیت سود و قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه‌های عمومی اولیه را بررسی کرد و دریافت که اندازه قیمت گذاری کمتر از واقع در کشورهایی که در آن شرکت‌های عمومی کیفیت سود بالایی دارند، کمتر است. تاکنون مطالعات زیادی انجام شده که رابطه بین قیمت گذاری کمتر از واقع و کیفیت سود شرکت‌های عرضه شده را از چهارچوب مدیریت سود (آرونی آنگ و یان<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰، بال و شیوا کومار<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸، تنو و وانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۲، ولچ و وانگ<sup>۵</sup>، ۱۹۹۸) و افشا بررسی می‌کند اما مطالعات کمی نقش مستقیم محافظه کاری را در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه در نظر گرفته اند؛ که به عنوان یکی از مشخصه‌های کیفیت سود حائز اهمیت می‌باشد. محافظه کاری مشروط بعنوان یک مکانیزم حاکمیتی عمل می‌کند که می‌تواند منافع هر دو گروه بستانکاران و سهامداران را تأمین کند و ارزش شرکت را افزایش دهد. برای مثال کیم و پونر (۲۰۱۰) دریافتند که محافظه کاری مشروط برای سهامداران مزایای اطلاعاتی داشته و سطح بالای محافظه کاری مشروط جاری با احتمال کم خبرهای بد آتی در ارتباط است.

علاوه بر این در ارتباط با مزایای قراردادی محافظه کاری، لافوند و واتز (۲۰۰۸) اظهار می‌کنند که انتظار می‌رود محافظه کاری منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بیرونی گردد. براساس دیدگاه آنها عدم تقارن اطلاعاتی گرایش‌هایی را در مدیران ایجاد می‌کند که از اطلاعات خصوصی به نفع خود استفاده کرده و ثروت را از سرمایه گذاران با ارائه عملکرد بهتری از وضعیت شرکت به خودشان انتقال دهند. با این وجود محافظه کاری می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران را از طریق دو مکانیزم زیرکاهش دهد (لافوند و واتز ۲۰۰۸). نخست اینکه حسابداری محافظه کارانه باید بهترین خلاصه ممکن از اطلاعات قطعی و قابل تایید غیر از قیمت سهام را درباره ی عملکرد جاری برای سرمایه گذاران نا آگاه فراهم سازد. همانطور که محافظه کاری به درجات بالاتری از تاییدپذیری برای سودها نسبت به

1- Boulton  
2- Aharony&Wang  
3- Ball&Shivakumar  
4- Teoh&Wang  
5- Welch&Wang

زیان ها نیاز دارد بنابراین نتیجه خالص حسابداری محافظه کارانه می تواند ارائه اطلاعات بیشتری از اطلاعات قابل تایید باشد (چنی و همکاران، ۲۰۱۱). و دوم اینکه اطلاعات قطعی و قابل تایید معیاری را فراهم می کند که بوسیله آن ایجاد اطلاعات معتبر درباره سودهای تاییدناپذیر با استفاده از منابع غیر قطعی مثل پیش بینی های مدیریت و افشاهای داوطلبانه ممکن می شود. سرمایه گذاران می توانند پیش بینی های ناشی از منابع مختلف را با اطلاعات قطعی که در نهایت محقق خواهد شد، مقایسه کرده و قابلیت اتکای منابع رقیب را ارزیابی کنند. به این طریق سرمایه گذاران بیرونی از ارزش واقعی شرکت ناشر، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه و همچنین شرکتهای ناشر و متعهد پذیره نویس مطلع خواهند شد. بنابراین، عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران بالقوه و شرکت های ناشر کاهش یافته و اندازه قیمت گذاری های کمتر از واقع، کمتر خواهد شد.

#### پیشینه پژوهش

ایبوتسون<sup>۱</sup> (۱۹۷۵) در تحقیقی با عنوان "مشکل بازار با قیمت گذاری عرضه های عمومی اولیه" دریافتند شرکت هایی که سهام خود را برای اولین بار و از طریق بورس اوراق بهادار به عموم مردم عرضه می کنند، سهام را به قیمتی پایین تر از ارزش ذاتی عرضه می کنند بگونه ای این شرکت ها از تاریخ عرضه تا پایان اولین ماه داد و ستد در بورس بطور متوسط ۱۱/۴ درصد بازده مثبت ایجاد کرده اند. ایبوتسون و جف<sup>۲</sup> (۱۹۷۵) با بررسی نمونه وسیع تر از پژوهش ایبوتسون، متوسط بازده اولیه را ۱۶/۸۳ درصد گزارش کردند. از طرفی دیگر اظهار کردند که قیمت گذاری کمتر از واقع سهام عرضه های عمومی اولیه پدیده ای ادواری است؛ یعنی در دوره هایی که تعداد عرضه های عمومی اولیه در بازار زیاد است (دوره های داغ عرضه های عمومی اولیه)، قیمت گذاری کمتر از واقع بیشتر بوده و در دوره هایی که تعداد عرضه های عمومی اولیه در بازار کمتر است (دوره های سرد عرضه های عمومی اولیه) میزان قیمت گذاری کمتر از واقع (بازده غیر عادی کوتاه مدت)، کمتر می شود.

1- Ibbotson

2- Ibbotson&Jef

کلین<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) در تحقیق خود بطور مشخص نقش و اهمیت اطلاعات حسابداری در ارزش گذاری سهام عرضه‌های عمومی اولیه را بررسی کرد. نتایج تحقیق وی نشان داد که بین قیمت عرضه سهم با سود هر سهم و ارزش دفتری هر سهم قبل از تاریخ عرضه سهم، رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. بولتون و همکاران (۲۰۰۷) به بررسی ارتباط بین مدیریت سود و قیمت گذاری کمتر از واقع در ۳۴ کشور جهان پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که کمتر اتفاق می‌افتد در کشورهایی با کیفیت سود بالا، قیمت پائینی برای سهام تعیین شود. بویژه در کشورهایی که بازارهای آنها از نقدشوندگی بالایی برخوردار است. بنابراین، سرمایه گذاران در کشورهایی با کیفیت سود پایین، قیمت سهام پائین تری را در عرضه‌های اولیه تعیین می‌کنند. جان لین و تیان<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) تحقیقی جامع با عنوان محافظه کاری حسابداری و قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه‌های عمومی اولیه در بازار سهام چین انجام دادند. آنها در این تحقیق با انتخاب ۶۷۴ سهم - شرکت بعنوان نمونه در طول سالهای ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۹، دریافتند که محافظه کاری حسابداری، رابطه منفی با اندازه قیمت گذاری‌های کمتر از واقع دارد. و رابطه بین محافظه کاری حسابداری و قیمت گذاری کمتر از واقع، زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران بالاست، قوی تر می‌باشد.

ظریف فرد و مهرجو (۱۳۸۳) در تحقیقی به بررسی عملکرد قیمت گذاری سهام شرکت‌های جدید الورود به بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و بازده کوتاه مدت ۹۱ شرکت جدید الورود را طی دوره زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش حکایت از آن داشت که بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیشتر از بازده پرتفوی بازار بوده است. خوش طینت و یوسفی اصل (۱۳۸۷) به بررسی رابطه تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه کاری در صورتهای مالی پرداختند. به اعتقاد آنان عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه موجب ایجاد هزینه‌های نمایندگی شده و محافظه کاری بعنوان مکانیزمی انگیزه‌های مدیران را برای دستکاری سود کاهش داده و هزینه‌های نمایندگی را کاهش

1- Kelin

2- Jun lin&amp;Tian

می‌دهد؛ ایشان براین اساس، با انتخاب ۱۳۴ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ به بررسی موضوع فوق پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی مابین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه منجر به محافظه کاری می‌شود. از طرفی دیگر تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی مابین سرمایه گذاران منجر به تغییرات محافظه کاری می‌گردد؛ اما محافظه کاری منجر به عدم تقارن اطلاعاتی نمی‌گردد.

باقرزاده و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهشی عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران را در فاصله زمانی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج مطالعه آنان نشان داد که سهام عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی چهار هفته بعد از تاریخ عرضه اولیه در بازار به طور متوسط ۱۴/۸۵ درصد بازده اولیه و ۱۲/۳۹ درصد بازده اولیه غیر عادی ایجاد کرده‌اند. بررسی عواملی احتمالی موثر بر بازده این سهام نشان داد که از بین متغیرهای مورد بررسی (اندازه شرکت، عمر شرکت، اهرم مالی شرکت، درصد عرضه اولیه سهم، ناخالص عایدات حاصل از عرضه اولیه سهم، روند عمومی بازار قبل از عرضه و ترکیب سهامداران در مقطع عرضه اولیه) تنها دو متغیر درصد عرضه اولیه سهم و اهرم مالی شرکت مهمترین متغیرهای تاثیر گذار بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران برای فاصله زمانی مورد بررسی بوده‌اند. علوی طبری و سادات اخلاقی (۱۳۸۹) با بررسی کیفیت سود عرضه‌های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران دریافته‌اند که کیفیت سود در سال IPO به بیشترین مقدار خود در مقایسه با سال قبل و بعد از آن می‌رسد و هرچه شرکت‌ها بزرگتر باشند، کیفیت سود بالایی در سال قبل از IPO و سال IPO خواهند داشت. آنها با بررسی کیفیت سود و سطح بدهی بلندمدت برای سال‌های قبل، بعد و سال IPO هم دریافته‌اند که هرچه سطح بدهی بلندمدت شرکت‌ها بالاتر باشد، کیفیت سود در آنها کمتر خواهد بود.

### بیان فرضیه‌ها

همچنان که بیان شد رعایت محافظه کاری به عنوان یکی از خصوصیات کیفی اطلاعات مالی از سوی شرکت‌های ناشر انتظار می‌رود از یک سو، بهبود در کیفیت اطلاعات مالی و کاهش ریسک اطلاعاتی شرکت‌ها را به همراه داشته و از سوی دیگر با

کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان ذینفعان درگیر در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه، منجر به کاهش قیمت گذاری‌های کمتر از واقع این سهام و در نهایت کاهش بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه گردد. بنابراین با توجه به مطالب بیان شده، فرضیه‌هایی بشرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اصلی: محافظه کاری با بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه، رابطه معکوس دارد.

فرضیه فرعی: رابطه محافظه کاری با بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در شرکت‌های با سطح بالای عدم تقارن اطلاعاتی نسبت به شرکت‌های با سطح پایین عدم تقارن اطلاعاتی، قوی تر است.

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش، از بابت هدف، کاربردی و از لحاظ روش تحقیق، از نوع همبستگی-توصیفی می‌باشد. به عبارت دیگر در این تحقیق به بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها از طریق رگرسیون چند متغیره می‌پردازیم. روش شناسی تحقیق نیز از نوع پس رویدادی است. داده‌های تحقیق از طریق صورتهای مالی و امیدنامه‌های پذیرش در بورس اوراق بهادار استخراج شده و با انتقال این داده‌ها به نرم افزارهای SPSS و Stata زمینه تجزیه و تحلیل آنها از طریق رگرسیون چند متغیره فراهم خواهد شد.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه مد نظر این تحقیق با توجه به هدف آن شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ می‌باشد؛ که سهام آنها برای اولین بار به عموم عرضه شده‌اند. در این تحقیق با توجه به ماهیت آن و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از روش غربال‌گری برای انتخاب نمونه استفاده شده است. بدین ترتیب شرکت‌هایی در نمونه قرار گرفتند که تمامی شرایط زیر را به صورت همزمان دارا بودند:

۱- سهام شرکت طی دوره تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران برای اولین بار عرضه شده باشد.

- ۲- شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و بیمه نباشد.
- ۳- طی فاصله زمانی ۴ هفته بعد از تاریخ عرضه اولیه و درج در تابلو، توقف معاملاتی نداشته باشد.
- ۴- طی دوره تحقیق تغییر فعالیت یا سال مالی نداشته باشد.
- ۵- اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.
- ۶- برای رعایت قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت، منطبق با ۲۹ اسفند ماه باشد. در پایان با در نظر گرفتن شرایط فوق، نمونه انتخابی ۷۱ شرکت را در بر می‌گیرد.

### مدل پژوهش

با توجه به فرضیه اصلی مطرح شده در این پژوهش و بررسی تحقیقات مشابه صورت گرفته از جمله جان لین و تیان (۲۰۱۲) و باقرزاده و همکاران (۱۳۸۸)، مدل رگرسیونی زیر برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است:

$$MAAR(IPOit) = \beta_0 + \beta_1 CONSit + \beta_2 L(Size)it + \beta_3 (LEV)it + \beta_4 (ROA)it + \beta_5 L(Age)it + \beta_6 (MCON)it + \beta_7 L(OW.RAT)it + \beta_8 (TS)it + \beta_9 L(OFF SIZE)it + \epsilon it$$

متغیرهای رابطه بالا عبارتند از:

MAAR: بازده غیرعادی اولیه (کوتاه مدت)

$\beta_0$ : مقدار ثابت

CONS: محافظه کاری

Size: اندازه شرکت

LEV: اهرم مالی

ROA: نرخ بازده کل دارایی‌ها

Age: سن شرکت

MCON: نوسان بازده بازار

OW.RAT: ساختار مالکیت سهامداران

TS: درصد عرضه اولیه سهام

OFF SIZE: حجم عرضه‌های اولیه

## متغیرهای پژوهش

## معیار مورد استفاده برای سنجش محافظه کاری (CONS)

در این تحقیق، محافظه کاری شرکت‌ها، متغیر مستقل تحقیق را تشکیل می‌دهد؛ که جهت اندازه‌گیری آن با توجه به نبود شاخص‌های بازار برای سهام عرضه‌های عمومی اولیه و همچنین نبود تعداد مشاهدات کافی برای استفاده از مدل‌های رگرسیونی جهت سنجش محافظه کاری، از مدل گیولی و هاین که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده می‌شود. گیولی و هاین در سال ۲۰۰۰ میلادی با استفاده از ارقام تعهدی، روشی را برای اندازه‌گیری محافظه کاری ارائه نمودند. طبق این روش، وجود مستمر ارقام تعهدی عملیاتی منفی در طی یک دوره زمانی بلند مدت در شرکت‌ها، معیاری از محافظه کاری بشمار می‌رود. یعنی هرچه قدر میانگین ارقام تعهدی عملیاتی طی دوره مربوطه منفی و بیشتر باشد، محافظه کاری بیشتر خواهد بود. در عین حال نرخ انباشتگی خالص ارقام تعهدی منفی، نشانگر تغییر درجه محافظه کاری در طول زمان می‌باشد. (مرادزاده فرد، بنی مهد و دیندار یزدی، ۱۳۹۰).

شاخص محافظه کاری گیولی و هاین (۲۰۰۰) بصورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{شاخص محافظه کاری} = \frac{\text{جریان نقدی‌های حاصل از فعالیت عملیاتی‌های} - \text{هزینه استهلاک} + \text{سود عملیاتی}}{\text{جمع دارایی‌ها در اول دوره}}$$

$\times (-1)$

در این تحقیق برای کاهش اثرات موقتی ارقام غیر عادی بزرگ که ارقام تعهدی را تحت تاثیر قرار می‌دهند، بر اساس تحقیقات گذشته نظیر ریچاردسون و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) و گارسیا لارا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) شاخص محافظه کاری گیولی و هاین بوسیله بر آورد میانگین ۳ سال گذشته هر یک از داده‌ها محاسبه گردیده است.

## معیار مورد استفاده برای سنجش بازده غیرعادی اولیه (MAAR)

برای اندازه‌گیری بازده غیر عادی اولیه معمولاً از متدولوژی استاندارد از جمله روش

1- Richardson et al.

2- Garsiyalara et al.

تحقیق آگاروال، لیل و هرناندز<sup>۱</sup> (۱۹۹۳)، چان و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) و کولی و سورت<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) به شرح رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i0}}{P_{i0}} = \left( \frac{P_{it}}{P_{i0}} \right) - 1$$

که در رابطه فوق :

$R_{it}$ : بازده سهم  $i$  در زمان  $t$

$P_{it}$ : قیمت معاملاتی سهم  $i$  در زمان  $t$

$P_{i0}$ : قیمت عرضه اولیه سهم  $i$  در تابلو بورس اوراق بهادار

بازده کوتاه مدت پرتفوی بازار هم در مقاطع زمانی متناظر به شرح رابطه ذیل محاسبه می‌شود:

$$R_{mt} = \frac{M_t - M_0}{M_0} = \left( \frac{M_t}{M_0} \right) - 1$$

که در رابطه فوق :

$R_{mt}$ : بازده پرتفوی بازار در زمان  $t$

$M_t$ : شاخص کل بازار در زمان  $t$

$M_0$ : شاخص کل بازار در زمان عرضه اولیه سهم  $i$  در تابلو بورس اوراق بهادار

با در نظر گرفتن روابط فوق بازده کوتاه مدت تعدیل شده یا بازده غیر عادی اولیه از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$MAAR_{it} = R_{it} - R_{mt} = 100 \times \left\{ \left[ \frac{1 + R_{it}}{1 + R_{mt}} \right] \right\} - 1$$

که در رابطه فوق

$MAAR_{it}$ : بازده کوتاه مدت تعدیل شده (بازده غیر عادی اولیه) سهم  $i$  در زمان  $t$  بعد از

1- Aggarwal, Leal&Hernandez

2- Chan et al.

3- Kooli&Suret



عرضه

Rit: بازده کوتاه مدت (تعدیل نشده) سهم  $i$  در زمان  $t$

Rmt: بازده پرتفوی بازار (شاخص کل بازار) در زمان  $t$  بعد از عرضه اولیه سهم  $i$

در این تحقیق با توجه اعمال سیاست "دامنه نوسان روزانه قیمت" و همچنین اعمال برخی کنترل‌های دیگر بر قیمت‌ها از سوی مقامات بورس و در نتیجه فاصله گرفتن قیمت این سهام از ارزش ذاتی آن، به منظور اندازه‌گیری بازده غیرعادی کوتاه مدت، از روابط بالا در پایان هفته چهارم معاملاتی استفاده خواهد شد.

متغیرهای کنترل

اندازه شرکت (SIZE)

برای کمی کردن این متغیر، از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در ابتدای سال عرضه عمومی اولیه استفاده می‌شود.

اهرم مالی (LEV)

برای محاسبه اهرم مالی از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

نرخ بازده کل دارایی‌ها (ROA)

نرخ بازده کل دارایی‌ها با نسبت سود خالص پس از مالیات به کل دارایی‌ها، برای سال قبل از عرضه اولیه عمومی محاسبه شده است.

سن شرکت (Age)

سن شرکت برحسب لگاریتم طبیعی فاصله زمانی بین تاریخ تاسیس شرکت و تاریخ پذیرش توسط هیات پذیرش سازمان بورس اوراق بهادار محاسبه می‌شود.

نوسان بازده بازار (MCON)

برای نشان دادن شرایط عمومی بازار قبل از عرضه عمومی اولیه، از متوسط انحراف معیار بازده روزانه پرتفوی بازار (شاخص کل بازار بورس اوراق بهادار) در مقطع زمانی ۳ ماه قبل از عرضه اولیه سهم استفاده شده است.

### ساختار مالکیت سهامداران (OW.RAT)

این متغیر، لگاریتم طبیعی تعداد سهامداران با مالکیت بیش از ۱۵ درصد سهام شرکت را در تاریخ عرضه اولیه سهم نشان می‌دهد.

### درصد سهام عرضه شده (TS)

درصد سهام عرضه شده، براساس درصد سهام عرضه شده در مقطع عرضه اولیه محاسبه می‌شود.

### حجم عرضه‌های اولیه (OFF SIZE)

حجم عرضه‌های اولیه با لگاریتم طبیعی، حاصلضرب تعداد سهام عرضه شده در میانگین قیمت عرضه سهم برابر است.

### نحوه محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی

برای آزمون فرضیه فرعی و سنجش تاثیر سطوح عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های ناشر بر رابطه بین محافظه کاری و بازده غیرعادی سهام عرضه‌های عمومی اولیه، با توجه به نبود قیمت‌های خرید و فروش قبل از عرضه اولیه سهام، نمونه کل بر اساس محاسبه متوسط چهار شاخص فرصت‌های رشد (تغییر در درآمد فروش)، عمر شرکت (فاصله زمانی بین تاریخ تاسیس و تاریخ پذیرش در بورس)، اندازه شرکت (حجم کل دارایی‌ها قبل از عرضه) و نظام حاکمیت شرکتی (ساختار مالکیت، تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره، جدایی مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره، ریسک دعوی حقوقی و اهرم مالی)، به دو نمونه فرعی با عنوان شرکت‌های با سطح بالای عدم تقارن اطلاعاتی و شرکت‌های با سطح پایین عدم تقارن اطلاعاتی تقسیم خواهد شد.<sup>۱</sup>

### یافته‌های پژوهش

۱- بر اساس برخی مطالعات انجام شده از جمله خان و واتز (۲۰۰۹)، واتز (۲۰۰۳) و استل و کرلی (۱۹۷۰)، شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد بالا، عمر پایین، اندازه کوچک و نظام حاکمیت شرکتی ضعیف تر با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری همراه خواهند بود.

## آمار توصیفی

آمار توصیفی پژوهش برای ۷۱ مورد از مشاهدات در جدول (۱) خلاصه شده است که شامل برخی از مفاهیم آمار توصیفی از جمله، میانگین، میانه، مُد، انحراف معیار، واریانس، حداقل و حداکثر مشاهدات می‌باشد. با توجه به جدول زیر شرکت‌های عرضه شده در قلمرو زمانی مورد بررسی به طور متوسط ۰/۱۹۶۱ بازده غیرعادی کوتاه مدت (تعدیل شده با پرتفوی بازار) ایجاد کرده اند. همچنین، متوسط شاخص محافظه کاری براساس ارقام تعهدی عملیاتی برای شرکت‌های نمونه ۰/۰۶۸۵- محاسبه گردیده و بزرگتر بودن آن درجات بالای محافظه کاری توسط شرکت‌های ناشر را نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها شاخص‌ها	بازده غیرعادی کوتاه مدت	محافظه کاری	اندازه شرکت (لگاریتم)	اهم مالی	ROA	سن شرکت (لگاریتم)	نوسان بازده بازار	ساختار مالکیت سهامداران	درصد عرضه اولیه	حجم عرضه‌های اولیه (لگاریتم)
میانگین	۰/۱۹۶۱	-۰/۰۶۸۵	۵/۶۲۸۱	۰/۵۴۶۳	۰/۱۶۹۲	۱/۱۸۳	۰/۵۷۸۷	۱/۷	۰/۰۳۳۷	۱۰/۰۱۷
میانه	۰/۱۵۱۷	-۰/۵۸۴	۵/۴۸۹	۰/۵۳۵	۰/۱۵۷	۱/۱۸	۰/۵۲۰۶	۱	۰/۰۳	۹/۹۳
مد	-۰/۴۹۷۷*	-۰/۰۶۵۵	۴/۲۰*	۰/۰۶۰۰*	۰/۱۳۳*	۱	۰/۴۹۷	۱	۰/۰۱	۸/۹۵*
انحراف معیار	۰/۲۵۷۱	۰/۱۳۰۴	۰/۸۵۲۶	۰/۱۶۹۱	۰/۱۱۵۲	۰/۲۸۳۶	۰/۲۳۱۴	۰/۸۶۸	۰/۰۳۰۷	۱/۰۲۴
واریانس	۰/۰۶۶	۰/۰۱۷	۰/۷۲۷	۰/۰۲۹	۰/۰۱۳	۰/۰۰۳	۰/۰۵۴	۰/۷۵۴	۰/۰۰۱	۰/۰۰۳
حداقل	-۰/۴۹۷۷	۰/۴۱۱۱-	۴/۲	۰/۱۳۴	۰/۰۰۲	۰/۳	۰/۲۰۲	۱	۰/۰۰۱	۶/۹۷
حداکثر	۱/۳۸۵۴	۰/۱۹۸۳	۷/۹	۰/۹۴	۰/۶۷۷	۱/۷	۱/۲۹۶	۵	۰/۱۶	۱۲/۵۲

\* به دلیل وجود چندین مد، کمترین آن‌ها قرار داده شده است.

## بررسی مفروضات کلاسیک رگرسیون

جهت برآزش هر مدل رگرسیونی و نتیجه‌گیری منطقی از خروجی‌های مدل نیاز به تایید مجموعه‌ای از مفروضات کلاسیک می‌باشد که به شرح زیر بررسی شده است:

۱- متغیر وابسته دارای توزیع نرمال است. برای این منظور، از آزمون کولموگروف-

اسمیرنوف استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معناداری کمتر از ۵ درصد باشد فرض صفر (نرمال بودن توزیع متغیر وابسته) در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و در غیر این صورت پذیرفته می‌شود. آماره  $Z$  آزمون فوق  $۱/۳۰۴$  و با سطح معناداری  $۰/۰۶۷$  می‌باشد.

۲- میانگین (امید ریاضی) خطاها صفر و واریانس خطاها ثابت است. برای مدل پژوهش میانگین خطاها عددی نزدیک به صفر ( $۱۰^{-۱۵} \times ۱/۰۱$ ) و انحراف معیار خطاها عددی نزدیک به یک ( $۰/۹۳۴$ ) می‌باشد.

۳- بین خطاهای مدل همبستگی وجود ندارد و آماره دورین - واتسون برای مدل  $۱/۸۴۷$  است.

۴- واریانس خطاها همسان است. برای این منظور از آزمون وایت استفاده شده است. آماره این آزمون  $۶۴/۷۲$  و مقدار احتمال آن  $۱۵/۰۸$  درصد است که از سطح خطای ۵ درصد بالاتر بوده و نشان از نبود ناهمسانی واریانس می‌باشد.

۵- بین متغیرهای مستقل همبستگی وجود ندارد. در صورت وجود همبستگی (هم خطی) میان متغیرهای مستقل مدل، هر متغیر را می‌توان به صورت تابعی از متغیر دیگر تعریف نمود که وجود این امر می‌تواند در تحلیل رگرسیون و اخذ نتیجه منطقی از مدل تاثیر نامطلوب داشته باشد. برای این منظور از آزمون VIF استفاده شده است. مقدار آماره این آزمون برای کلیه متغیرهای پژوهش کمتر از ۱۰ می‌باشد که حکایت از این دارد در مدل برازش شده برای پژوهش، هم خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد.

## آزمون فرضیه‌ها

### نتایج آزمون فرضیه اصلی

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی در جدول ۲ آورده شده است. همانطور که در جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود ضریب تعیین تعدیل شده مدل  $۰/۳۸$  بوده و نشان از قدرت توضیح دهنده قابل قبول مدل است. و آماره  $F$  نیز گویای خطی بودن و معنادار بودن رگرسیون می‌باشد. در خصوص متغیر اصلی این پژوهش (محافظه کاری) با توجه به سطح معناداری آماره  $t$  ( $۰/۰۰۹$ ) که کوچکتر از  $۰/۰۵$  است، فرض صفر بودن ضریب این متغیر در مدل رد می‌شود. به عبارت دیگر نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیونی

مدل، وجود رابطه‌ای منفی و معنادار بین محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت را نشان می‌دهد. بنابراین فرضیه اصلی این پژوهش مبنی بر وجود رابطه معکوس بین محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت، تایید می‌شود. این نتیجه با یافته‌های تحقیق جان لین و تیان (۲۰۱۲) که معتقد بودند محافظه کاری با اندازه قیمت گذاری‌های کمتر از واقع رابطه معکوس دارد، مطابقت دارد.

با تحلیل ضرایب موجود در جدول شماره ۲ و بررسی سطح معناداری آماره  $t$  مشخص می‌شود که سطح معناداری متغیرهای کنترلی سن شرکت، نوسان بازده بازار قبل از عرضه اولیه، ساختار مالکیت سهامداران و درصد عرضه اولیه، بزرگتر از ۰/۰۵ است. به عبارت دیگر با احتمال ۹۵٪، فرض صفر بودن ضریب این متغیرها در مدل مورد بررسی در این پژوهش رد نمی‌شود. از طرف دیگر، با توجه به سطح معناداری آماره  $t$  برای متغیرهای کنترلی اندازه شرکت (۰/۰۴۶)، ROA (۰/۰۳۹) و حجم عرضه‌های اولیه (۰/۰۱۹)، نتایج حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین این متغیرها و متغیر وابسته در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌باشد. و متغیر اهرم مالی نیز با توجه به معنادار بودن آماره  $t$  (۰/۰۰۰) رابطه مثبت با بازده غیر عادی کوتاه مدت دارد.

جدول ۲. همبستگی و معناداری روابط آزمون فرضیه اصلی

سطح معنی داری	آماره t	همبستگی استاندارد شده بتا (Beta)	همبستگی		مدل
			خطای استاندارد	B	
۰/۳۳۱	۰/۹۸۱		۰/۳۳۱	۰/۳۲۴	مقدار ثابت
۰/۰۰۹	۲/۷۰۰-	۰/۲۹۶-	۰/۱۹۶	۰/۵۳۰-	محافظه کاری
۰/۰۴۶	۲/۰۳۴-	۰/۳۹۳-	۰/۰۵۹	۰/۱۲۰-	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۴/۳۳۷	۰/۴۶۳	۰/۱۳۷	۰/۵۹۵	اهرم مالی
۰/۰۳۹	۲/۱۱۳-	۰/۲۳۲-	۰/۲۴۵	۰/۵۱۷-	ROA
۰/۸	۰/۲۵۵-	۰/۰۲۵-	۰/۰۸۸	۰/۰۲۲-	سن شرکت
۰/۶۶۷	۰/۴۳۳-	۰/۴۴-	۰/۱۱۴	۰/۴۹-	نوسان بازده بازار
۰/۶۹	۰/۴۰۰	۰/۰۳۹	۰/۰۲۹	۰/۰۱۲	ساختار مالکیت سهامداران
۰/۱۳۸	۱/۵۰۲	۰/۱۸۳	۱/۰۲۱	۱/۵۳۴	درصد عرضه اولیه
۰/۰۱۹	۲/۴۲۰-	۰/۵۰۳-	۰/۰۵۲	۰/۱۲۶-	حجم عرضه‌های اولیه
۰/۳۸	ضریب تعیین تعدیل شده		۵/۷۷		آماره F
۱/۸۴۷	آماره دوربین - واتسون		۰/۰۰۰		سطح معناداری مدل

### نتایج آزمون فرضیه فرعی

در ارتباط با آزمون فرضیه فرعی پژوهش و بررسی تاثیر سطوح عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت، نتایج حاصل از تحلیل ضرایب موجود در جدول شماره ۳ نشان می‌دهد که آماره F بیانگر معنادار بودن مدل‌های رگرسیونی برای نمونه‌های فرعی بوده و آماره t متغیر محافظه کاری هم برای هر دو نمونه فرعی معنادار می‌باشد ولی مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برای مشاهداتی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا (۰/۵۶)، بیشتر از مشاهداتی با عدم تقارن اطلاعاتی پایین (۰/۵۲) می‌باشد. به عبارت دیگر، محافظه کاری حسابداری تاثیر بیشتری بر اندازه قیمت گذاری کم‌تر از واقع در شرکت‌های با سطح بالای عدم تقارن اطلاعاتی دارد و رابطه معکوس بین محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت در شرکت‌های با سطح بالای عدم تقارن اطلاعاتی

نسبت به شرکت‌های با سطح پایین عدم تقارن اطلاعاتی، قوی تر است. بنابراین فرضیه فرعی این پژوهش تایید می‌گردد. این نتیجه با یافته‌های تحقیق جان لین و تیان (۲۰۱۲) مطابقت دارد که معتقد بودند سطوح بالای عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه بیشتری برای بکارگیری محافظه کاری توسط شرکت‌های ناشر ایجاد می‌کند.

### جدول ۳. همبستگی و معناداری روابط آزمون فرضیه فرعی

عدم تقارن اطلاعاتی پایین		عدم تقارن اطلاعاتی بالا		مدل
سطح معناداری آماره t	آماره t	سطح معناداری آماره t	آماره t	
۰/۰۴۶	-۲/۱۲۷	۰/۰۲۸	۲/۳۰۳-	محافظه کاری
۳۰		۴۱		تعداد مشاهدات
۰/۵۲		۰/۵۶		ضریب تعیین تعدیل شده
۵/۰۹۷		۵/۸۰۷		آماره F
۰/۰۰۱		۰/۰۰۰		سطح معناداری مدل

### سایر یافته‌های پژوهش

مقادیر محاسبه شده برای سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بازه زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۱ نشان داد که این سهام در بازه زمانی چهار هفته بعد از تاریخ عرضه، بطور متوسط ۲۶/۰۷ درصد بازده اولیه عادی (تعدیل نشده) و ۱۹/۶۱ درصد بازده اولیه غیرعادی ایجاد کرده اند که مطابق مطالعات صورت گرفته در سایر کشورها از جمله ایبوتسون و جف (۱۹۷۵)، لافران و همکاران (۱۹۹۴)، بولتون (۲۰۰۷) و جان لین و تیان (۲۰۱۲) قیمت گذاری کمتر از واقع این سهام در بورس اوراق بهادار تهران را تایید می‌کند.

### بحث و نتیجه گیری

براساس بسیاری از مطالعات صورت گرفته از جمله لافوند و واتر (۲۰۰۸) چنی و همکاران (۲۰۱۱)، محافظه کاری با افزایش تاییدپذیری اطلاعات و ارائه حجم بیشتری از

اطلاعات قابل تایید، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران بالقوه را کاهش می‌دهد. در این راستا، در پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت سهام عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران و تاثیر سطوح عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان درگیر در فرایند عرضه‌های اولیه بر رابطه فوق پرداخته شد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون برای آزمون فرضیه اصلی پژوهش نشان داد که رابطه بین محافظه کاری و بازده غیرعادی کوتاه مدت (تعدیل شده با بازده پرتفوی بازار) معکوس و معنادار می‌باشد. به عبارت دیگر با افزایش میزان محافظه کاری، تاییدپذیری اطلاعات ارائه شده افزایش یافته و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان درگیر در فرایند عرضه‌های عمومی اولیه بازده غیرعادی این سهام بگونه ای معنادار در سطح اطمینان ۹۵ درصد کاهش می‌یابد. بررسی سایر عوامل احتمالی موثر نشان داد که رابطه بین بازده غیرعادی کوتاه مدت این سهام با اندازه شرکت، ROA و حجم عرضه‌های اولیه معنادار و معکوس و با اهرم مالی شرکت بعنوان متغیرهای کنترلی معنادار و مستقیم است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی هم، نشان داد که آماره  $t$  متغیر محافظه کاری برای هر دو نمونه فرعی معنادار بوده ولی مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برای مشاهداتی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا (۰/۵۶)، بیشتر از مشاهداتی با عدم تقارن اطلاعاتی پایین (۰/۵۲) می‌باشد. به عبارت دیگر، محافظه کاری حسابداری تاثیر بیشتری بر اندازه قیمت گذاری کمتر از واقع در شرکت‌های با سطح بالای عدم تقارن اطلاعاتی دارد. این نتیجه با یافته‌های تحقیق جان لین و تیان (۲۰۱۲) مطابقت دارد که معتقد بودند سطوح بالای عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه بیشتری برای بکارگیری محافظه کاری توسط شرکت‌های ناشر ایجاد می‌کند.



## منابع و مأخذ

۱. باقرزاده، سعید؛ نیکبخت، محمد رضا؛ نوروش، ایرج. (۱۳۸۸). عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه (IPOS) در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مدرس علوم انسانی، سال پانزدهم، شماره ۱.
۲. خوش طینت، محسن؛ یوسفی اصل، فرزانه. (۱۳۸۷). رابطه بین تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی با محافظه کاری. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۰.
۳. سازمان حسابرسی. (۱۳۸۵). استانداردهای حسابداری، نشریه شماره ۱۶۰.
۴. ظریف فرد، احمد؛ مهرجو، حامد. (۱۳۸۳). بررسی عملکرد قیمت گذاری سهام در اولین عرضه سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۱.
۵. علوی طبری، حسین؛ سادات اخلاقی، سارا. (۱۳۸۹). بررسی کیفیت سود در عرضه‌های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۲۷.
۶. مرادزاده فرد، مهدی؛ بنی مهد، بهمن؛ دیندار یزدی، مهدی. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین محافظه کاری حسابداری و نظام راهبری شرکتی. مجله حسابداری مدیریت، سال چهارم، شماره ۱.
7. Aggarwal,R.,Leal,R.,&Hernandez,L.(1993).The after market performance of initial public offering in latin america. *Financial management* ,22(1), 42-53.
8. Aharony,J.,Wang,J.,&Yang,h.(2010).Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in china. *Journal of accounting and public policy*,29(1),1-26.
9. Ball,R.,&Shivakumar,L.(2008).Earning quality at initail public offering. *Journal of accounting and economics*,45(2-3),324-349.
10. Basu,S.(1997).The conservatism principale and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*,24(1),3-37
11. Beaver,W.,&Rayn,S.(2000).Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book to market ratio to oredict book returns on equity *Journal of accounting research*,vol 38.
12. Boulton,T.J.,Smart,S.B.,&Zutter,C.J.(2011). Earning quality and international IPO underpricing. *The accounting review*,86(2-),483-505.
13. Bushman, R., &Piotroski, J.(2006).Financial reporting incentives for conservative accounting:the influence of legal and political institutions. *Journal of accounting and economics*,42(1-2),107-148.
14. Chaney,P.K.,Faccio,M.,&Parsley,D.(2011).The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of accounting and Economics*,51(1-2),58-76.

15. Givoly, D., &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.
16. Ibbotson,R.G.(1975).Price performance of common stock new issues. *Journal of financial economics*,2(3),235-272.
17. Ibbotson,R.G.,& Jaffe, J. (1975). Hot issue markets . *Journal of Finance* , 4, 1027-1042.
18. Kelin,A.(1996). The association between the information contained in prospectus and the price IPOs. *Journal of financial statement analysis*, 2,23-40.
19. Kim,B.H.,&Pevzner,M.(2010).Conditional accounting conservatism and future negative surprises : An empirical investigation . *Journal of accounting and public policy* ,29(4),311-329.
20. Jun Lin,Z.,& Zhimin,T.(2012).Accounting conservatism and IPO underpricing : China evidence. *Journal of international accounting, auditing and taxation*,21, 127-144.
21. Lafond,R.,&Watts,R.(2008).The information role of conservatism.*The accounting review*,83,443-478.
22. Ljungqvist,A.(2005).IPO Underpricing .*Empirical corporate finance*,vol 1 , chapter 12.
23. Loughran,T.J.,Ritter,j.R.,&Rydqvist,K.(1994)."Initial Public Offering: International Insights" . *pacific-basin finance journal*,2,165-199.
24. Rock,K.(1986).Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*,15(1-2),187-212.
25. Su,D.,&Fleisher,B.M.(1999).The An empirical investigation of underpricing in chinese IPOs.*Pacific-Basin Finance Journal*,7(2),173-202.
26. Teoh,S.H.,Welch,I.,&Wong,T.J.(1998).Earnings management and long run market performance of initial public offering .*The journal of finance* ,53(6),1935-1974.
27. Watts R, L. (2003).Conservatism in accounting ,part i: Explanations and implications .*Accounting horizons*,17(3).