

## A Model of Factors Affecting Underpricing in IPOs Focusing Accounting Information Role<sup>1</sup>

Yasin Amini<sup>2</sup>, Bita Mashayekhi<sup>3</sup>

Received: 2022/12/27

Accepted: 2022/05/18

Research Paper

### Abstract

Numerous studies in different capital markets show that stock prices in initial public offerings change after a very short time, resulting in significant and unusual returns, which are referred to as underpricing of initial public offerings. Considering that previous studies, which are mainly based on the theory of information asymmetry and behavioral biases, have considered various and sometimes contradictory reasons as the cause of this phenomenon. This study aims to provide a comprehensive model of the factors explaining this abnormal return. Also, the role of accounting information in explaining this phenomenon is investigated.

To discover these factors, the researcher studies the subject literature extensively, uses the qualitative method of theme analysis and interviews experts to extract their opinions. Then extracting repetitive patterns among the opinions and classifying them, the researcher develops a comprehensive model of factors affecting stock price in initial public offerings.

In the model presented in this research, four factors of shortcomings of the initial supply process, fundamental factors, behavioral aspects and information content in the initial public offerings lead to underpricing in such a way that by intervening of regulatory bodies in the supply and demand mechanism, pricing errors occur and fundamental factors are not reflected in offering prices. Investors' behavioral aspects and insufficient accounting information content intensify this matter.

According to the research findings, those shareholders who analyze the available information, especially accounting information, can gain abnormal returns. Also, the need to provide prospective accounting information in an initial public offering to determine the real share price leads to an increase in accounting information content.

**Keyword:** Underpricing in Initial Public Offerings, Information Asymmetry, Behavioral Biases, Accounting Information Content.

**JEL Classification:** M41

---

1. DOI: 10.22051/JERA.2021.32655.2716

2. Ph.D. of Accounting, Faculty of Management, Department of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran. (yasin.amini@gmail.com)

3. Associate Professor, Faculty of Management, Department of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (mashaykhi@ut.ac.ir)

## ارائه مدل عوامل موثر بر قیمت گذاری کمتر از واقع در عرضه های اولیه با تاکید بر نقش اطلاعات حسابداری<sup>۱</sup>

یاسین امینی<sup>۲</sup>، بیتا مشایخی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۰۶

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۲۸

مقاله پژوهشی

### چکیده

هدف: مطالعات متعددی در بازارهای سرمایه مختلف نشان داده است که قیمت سهام در عرضه‌های اولیه بعد از مدت بسیار کوتاهی تغییر کرده و بازده قابل توجهی و غیرعادی را موجب می‌شود که از آن با عنوان قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه‌های اولیه یاد می‌شود. با توجه به اینکه مطالعات قبلی که عمدتاً مبتنی بر تئوری عدم تقارن اطلاعاتی و سویه‌های رفتاری هستند، دلایل مختلف و گاهی متضادی را عامل این پدیده دانسته‌اند. هدف این پژوهش ارائه مدلی جامع از عوامل تبیین کننده این بازدهی غیرعادی است. به علاوه نقش اطلاعات حسابداری در توضیح این پدیده نیز بررسی شده است. روش پژوهش: برای کشف این عوامل محقق با مطالعه گسترده ادبیات موضوع و با استفاده از روش کیفی تحلیل تم و مصاحبه با خبرگان اقدام به استخراج نظرات آنها در این خصوص نموده است؛ الگوهای تکرار شونده در بین نظرات را استخراج و با طبقه‌بندی آنها مدل جامع عوامل موثر بر قیمت گذاری سهام در عرضه‌های اولیه را تدوین کرده است. یافته‌ها: در مدل ارائه شده در این تحقیق چهار عامل شامل کاستی‌های فرآیند عرضه اولیه، عوامل بنیادی، سویه‌های رفتاری و محتوای اطلاعاتی در عرضه‌های اولیه منجر به قیمت گذاری کمتر از واقع می‌شوند. به این صورت که با دخالت ارکان در مکانیزم عرضه و تقاضای بازار اشتباهاتی در قیمت گذاری رخ داده و عوامل بنیادی در قیمت عرضه منعکس نمی‌شوند. سویه‌های رفتاری سرمایه گذاران و کافی نبودن محتوای اطلاعاتی حسابداری منجر به تشدید این امر می‌شود. نتایج: با توجه به یافته‌های پژوهش آن دسته از سهامدارانی که به تحلیل اطلاعات موجود و به ویژه اطلاعات حسابداری بپردازند، می‌توانند بازدهی اضافه کسب نمایند. همچنین، لزوم ارائه اطلاعات حسابداری آینده‌نگر در عرضه‌های اولیه برای تعیین قیمت واقعی سهم منجر به افزایش محتوای اطلاعاتی حسابداری می‌شود. دانش افزایی: ارزش افزوده این پژوهش ارائه مدل جامع مبتنی بر شناسایی عوامل موثر بر پدیده ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه در بازار سرمایه ایران است. همچنین، در این پژوهش به‌طور ویژه اهمیت و نقش اطلاعات حسابداری به‌عنوان بخشی از اطلاعاتی که در فرآیند عرضه‌های اولیه ارائه می‌شود، شناسایی شد.

واژه‌های کلیدی: قیمت گذاری کمتر از واقع در عرضه اولیه، عدم تقارن اطلاعاتی، سویه‌های رفتاری، محتوای اطلاعاتی حسابداری

طبقه بندی موضوعی: M41

DOI: 10.22051/JERA.2021.32655.2716

۲. دکتری، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ایران (yasin.amini@gmail.com)

۳. دانشجویار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (mashaykhi@ut.ac.ir)

https://jera.alzahra.ac.ir

### مقدمه

تامین مالی از بازارهای سرمایه به دلیل مزایایی چون کاهش هزینه‌های تامین مالی و نیز دسترسی به طیف گسترده‌ای از ابزارهای تامین مالی انتخابی جذاب برای شرکت‌های مختلف است که همین امر باعث شده است شرکت‌های بسیار زیادی اقدام به عرضه اولیه سهام خود به عموم نمایند، اما این رویداد با چالش‌هایی برای شرکت‌ها همراه است. از چالش برانگیزترین پدیده‌هایی که در خصوص عرضه‌های اولیه وجود دارد و در پژوهش‌های بسیار زیادی نیز شواهدی برای آن ارائه شده است، بازدهی غیر معمول عرضه اولیه در روزهای بعد از عرضه است که به نوعی نشان‌دهنده عرضه سهام به قیمتی کمتر از ارزش ذاتی آن است. در این ارتباط، ریتز<sup>۱</sup> (۱۹۸۴) بیان می‌کند که قیمت گذاری پایین سهام اولین و مهمترین چالش عرضه اولیه سهام است. به عبارتی یکی از مسایل مرتبط با عرضه اولیه، عرضه زیر قیمت سهام است به طوری که یک روز پس از عرضه، قیمت سهام حداقل ۱۰ تا ۲۴ درصد بالاتر از قیمت عرضه شده است و در روزهای بعدی نیز قیمت روند افزایشی دارد (لوفران و ریتز<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲).

این پدیده، جهان شمول بوده و در اکثر بازارهای سرمایه دنیا مشاهده شده است و در بورس اوراق بهادار تهران نیز در بازه زمانی چهار هفته بعد از عرضه به طور متوسط ۱۴٫۸۵ درصد بازده اولیه و ۱۲٫۳۹ درصد بازده اولیه غیرعادی (بازده تعدیل شده با پرتفوی بازار) وجود داشته است (نوروش، نیکبخت و باقرزاده، ۱۳۹۰). در بازارهای سرمایه با توجه به فرضیه بازار کارا، اطلاعات سریعاً در قیمت‌ها منعکس شده و بنابراین قیمت شرکت‌ها نشان‌دهنده تمامی اطلاعات عمومی موجود در بازار است، اما در عرضه اولیه معمولاً در روز ابتدایی عرضه تفاوت قابل توجهی میان بازدهی سهام تازه عرضه شده و سهام‌های قبلاً عرضه شده، وجود دارد. به دلیل اینکه این بازدهی نیز مربوط به روزهای اول عرضه است و بعد از آن تفاوتی میان بازدهی سهام عرضه اولیه و سهام‌های قبلاً عرضه شده وجود ندارد، در ادبیات از این بازدهی کوتاه‌مدت به عنوان نشانه‌ای از قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه‌های اولیه یاد شده است.

در ادبیات تئوری‌های بسیار زیاد و مختلفی برای توضیح این بازدهی غیرعادی ارائه شده است که در همین ارتباط به طور کلی برخی از پژوهشگران بر مفروضات تئوری عدم تقارن اطلاعاتی و برخی دیگر بر مفروضات مالی رفتاری برای توضیح ارزان‌فروشی سهم در بازار تاکید دارند.

1. Ritter

2. Loughran and Ritter

با توجه به مفروضات کارایی بازار انتظار می‌رود این بازدهی وجود نداشته باشد، به خصوص اینکه این پدیده در بازارهای کارایی چون بازار سرمایه امریکا نیز وجود دارد. از سوی دیگر، برخی پژوهشگران تنوع این تئوری‌ها را تفاوت در برخورداری از محیط اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی متفاوت در کشورهای مختلف دانسته و معتقدند تمامی آنها در کشورهای مختلف مصداق نداشته و قدرت تبیین پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام عرضه‌های اولیه را ندارند (راک<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶؛ ریتز، ۱۹۹۸؛ ریتز و ولش<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲). بنابراین، با توجه به وجود تئوری‌های رقیب و وجود تفاوت‌های محیط اقتصادی و شرایط خاص حاکم بر بازار سرمایه هر کشور، حائز اهمیت است که در این راستا و با استفاده از روش‌های کیفی به دنبال کشف این پدیده پرداخت. بر این اساس، در این پژوهش با توجه به خاص بودن شرایط هر بازار سرمایه در رخ دادن این پدیده و با تاکید بر شناخت عوامل موثر بر این پدیده در بازار سرمایه ایران، با استفاده از رویکرد کیفی و روش تحلیل تم، عوامل موثر بر پدیده ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه در بازار سرمایه ایران، بررسی شده است. همچنین، این پژوهش قصد دارد اهمیت و نقش اطلاعات حسابداری تولید شده و منتشر شده در بازار سرمایه ایران را به‌عنوان بخشی از اطلاعاتی که در فرآیند عرضه‌های اولیه ارائه می‌شود، مشخص کند.

در ایران، پژوهش‌های انجام شده در ارتباط با این موضوع عمدتاً از روش‌های کمی برای تبیین پدیده استفاده کرده‌اند و این در حالی است که در اکثر این پژوهش‌ها شرایط خاص عرضه به دلیل کیفی بودن متغیرها مورد مطالعه قرار نگرفته است و در دسته دلایل ارزان‌فروشی سهم شناسایی نشده‌اند. بنابراین، استفاده از روش کیفی که تحت آن بتوان مدل دلایل ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه را کشف نمود، به تحقیقات آتی در تبیین مدل‌های آماری و بررسی تئوری‌ها کمک خواهد نمود. مسئله حائز اهمیت دیگر توجه کمتر به نقش اطلاعات حسابداری در این راستا است. عمده پژوهش‌های صورت گرفته در حسابداری که در حوزه بازار سرمایه انجام شده است، ناظر به ارتباط اطلاعات حسابداری با قیمت سهام بعد از عرضه است و کمتر به نقش اطلاعات حسابداری در تعیین اولین قیمت سهام پرداخته شده است. همچنین، پژوهش‌های انجام شده به نقش عوامل غیرحسابداری در تبیین عرضه‌های اولیه بیشتر از عوامل حسابداری پرداخته‌اند. بنابراین، این پژوهش قصد دارد تا با رویکرد کیفی و با استفاده از روش تحلیل تم

---

1. Rock

2. Ritter and Welch

در درجه اول مدل دلایل ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه را در قالب تئوری‌های موجود استخراج و سپس نقش اطلاعات حسابداری در مقایسه با سایر اطلاعات را در تبیین پدیده مورد مطالعه، بررسی نماید.

با توجه به اینکه تحقیقات انجام شده در حوزه عرضه اولیه بسیار متنوع بوده و تئوری‌های عمده این حوزه که شامل تئوری‌های عدم تقارن اطلاعاتی، عوامل نهادی، عوامل نظارتی و سویه‌های رفتاری هستند، عوامل مختلفی را به عنوان متغیر توضیح دهنده پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع معرفی کرده‌اند و خلا وجود مدلی که بتواند به صورت جامع عوامل موثر بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع را شناسایی و طبقه‌بندی نماید احساس می‌شود، این پژوهش قصد دارد با ارائه چنین مدلی این فاصله تحقیقاتی را از بین ببرد.

از سویی دیگر با توجه به اینکه در ادبیات موضوع بر شرایط خاص هر بازار در عرضه‌های اولیه تاکید شده است، و از آنجایی که پژوهش‌های کیفی برای شناسایی عوامل موثر بر یک پدیده در شرایط خاص مناسب‌تر هستند، این پژوهش در زمره نخستین پژوهش‌هایی خواهد بود که برای شناسایی عوامل موثر بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه از روش کیفی استفاده می‌کند. همچنین این پژوهش به دنبال این خواهد بود که نقش اطلاعات حسابداری را در رقابت با سایر منابع اطلاعاتی در تبیین قیمت‌گذاری کمتر از واقع مشخص کند. در این خصوص محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری در عرضه‌های اولیه، تغییرات مورد نیاز اطلاعات حسابداری ارائه شده در عرضه‌های اولیه و توانایی کسب بازدهی بیشتر از بازار در عرضه‌های اولیه با تحلیل اطلاعات حسابداری مواردی هستند که در ادبیات کمتر به آن پرداخته شده و در این پژوهش بررسی خواهند شد.

ساختار مقاله در ادامه به این شکل است: نخست مبانی نظری و پیشینه پژوهش بررسی خواهد شد. سپس روش اجرای پژوهش تشریح می‌شود. در ادامه نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش ارائه می‌شود. در بخش پایانی پژوهش نیز نتایج به دست آمده از یافته‌های پژوهش مرور، نوآوری پژوهش ذکر و پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش عنوان خواهد شد.

### مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

عرضه اولیه رویداد مالی است که طی آن سهام شرکت جهت عرضه عمومی برای بار اول در بازار معامله می‌شود و این به معنی انتشار و در دسترس عموم قرار گرفتن سهام شرکت در بازار

و جمع‌آوری و تامین منابع مورد نیاز شرکت است. عرضه عمومی اولیه سهام و ورود به بورس اوراق بهادار هر چند منجر به تامین مالی برای شرکت می‌شود، اما با چالش‌هایی روبرو است که قیمت‌گذاری سهام یکی از مهمترین این چالش‌ها است. کشف قیمت در عرضه اولیه تعیین قیمتی است که اولین معاملات سهام با آن انجام خواهد شد و از آن جا که در اولین عرضه هیچگونه پیشینه قیمتی وجود ندارد، پس قیمت‌گذاری عرضه اولیه، عامل کلیدی موفقیت یا عدم موفقیت عرضه است و مولفه مهم تعیین قیمت مطلوب نیز، بازده روز اول است (کانکو و پتوی، ۲۰۰۳). قیمت‌گذاری عرضه‌های اولیه از لحاظ نظری تفاوتی با قیمت‌گذاری سایر عرضه‌ها ندارد و از روش تنزیل جریان‌های نقدی آتی یا مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای برای این منظور باید استفاده شود، اما در عمل اطلاعات تاریخی بسیار کمی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی شرکت‌های عرضه شده وجود دارد. همین امر منجر به ارزشیابی مبتنی بر روش تجزیه و تحلیل اطلاعات شرکت‌های مشابه گردیده و منجر به ایجاد ناهنجاری در قیمت خواهد شد (دستگیر و علیخانی بوانی، ۱۳۸۵). عرضه اولیه سهام عموماً دارای دو ناهنجاری عمده است که شامل افت قیمت در بلندمدت<sup>۲</sup> و ارزش‌گذاری زیر قیمت<sup>۳</sup> است که در این پژوهش بر دلایل رخداد ناهنجاری دوم (ارزش‌گذاری زیر قیمت در کوتاه‌مدت) پرداخته شده است. ارزش‌گذاری زیر قیمت مابه تفاوت اولین قیمت سهم در روز عرضه و قیمت پایانی سهم در اولین روز عرضه است (کای، رامچاند و وارگا، ۲۰۰۴). در پژوهش‌های مختلف، دلایل متنوعی برای این موضوع شناسایی شده است که به‌طور کلی چهار دیدگاه نظری شامل عدم تقارن اطلاعاتی، عوامل نهادی، عوامل نظارتی و عوامل رفتاری، برای پاسخ به چرایی عرضه زیرقیمت سهم، از بررسی ادبیات پژوهشی قابل استخراج است.

**فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی:** یکی از دلایل عرضه زیر قیمت عدم تقارن اطلاعاتی و عدم توانایی تعیین دقیق و درست خالص ارزش دارایی‌های شرکت است. این فرضیه عنوان می‌کند که بین ذینفعان مختلف در جریان عرضه اولیه عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. در نتیجه در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر که سرمایه‌گذاران ابهام بیشتری در خصوص وضعیت

1. Kaneko and Pettway
2. Long-Run Price Underperformance
3. Underpricing
4. Cai , Ramchand and Warga

شرکت دارند، قیمت گذاری کمتر از واقع بیشتری را تجربه می کنند. در این ارتباط، جمانی و علیداروس<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) مدل های نظری عرضه زیر قیمت را بررسی و نتایج این بررسی نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی بین ناشر، پذیرهنویس و سرمایه گذار بر ارزش فروشی سهم، اثرگذار است. بر این اساس، عدم تقارن اطلاعاتی بین ناشر و سرمایه گذار در حالی که اطلاعات حسابداری با شهرت پذیرهنویس رابطه دارد، پدیده ارزش فروشی سهم را توضیح می دهد. اوی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) نیز یکی از دلایل عرضه زیر قیمت را عدم تقارن اطلاعاتی و فقدان تعیین دقیق و درست خالص ارزش دارایی های شرکت بیان می کنند. نتایج بررسی آنها نشان می دهد که در کشورهای آسیایی، ژاپن، هنگ کنگ، سنگاپور و مالزی برای حل مساله از ارزش گذاری مستقل و دقیق شرکت برای تعیین قیمت سهم استفاده می شود.

در پژوهش ها، عدم تقارن اطلاعاتی دارای سه حالت است. حالت اول، زمانی است که عدم تقارن اطلاعاتی بین ناشر و پذیرهنویس (موسسه تامین سرمایه) وجود دارد. به عبارتی، در مدل بارون (۱۹۸۲) ناشر اطلاعات کمتری در خصوص میزان تقاضای سرمایه گذاران برای سهامش در مقایسه با شرکت تامین سرمایه دارد و به علاوه اعتبار شرکت تامین سرمایه نیز ممکن است سبب اثرگذاری بر روی تقاضای سرمایه گذاران شود. این امر سبب می شود که ناشر برای استفاده از اطلاعات شرکت تامین سرمایه، حاضر به ارائه تخفیف در قیمت سهام شود. به عبارتی، پذیرهنویس به ناشر در دیده شدن از طریق تحلیل و انتقال اطلاعات آنها به بازار کمک می کند (جین و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). وانگ و یانگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) نیز بیان می کنند که پذیرهنویسان با رتبه اعتباری و شهرت بالا از تولید اطلاعات نفع می برند، زیرا آنها متشکل از شبکه ای از سرمایه گذاران و مهارت های ویژه برای فروش سهام در عرضه اولیه هستند.

در حالت دوم عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه گذاران آگاه و ناآگاه برقرار است که در آن برخی سرمایه گذاران موجود در بازار نسبت به سایرین آگاه تر هستند و در نتیجه از سرمایه گذاری در سهامی که بیش از حد قیمت گذاری شده است، خودداری می نمایند و از سوی دیگر ترس از خرید آسان سرمایه گذاران ناآگاه، منجر به اتخاذ ارزش گذاری زیر قیمت می شود (راک، ۱۹۸۶). در مدل راک (۱۹۸۶) سرمایه گذاران به اصطلاح مطلع که شناخت خوبی از اطلاعات

1. Jamaani and Alidarous

2. Ooi et al.

3. Jeon et al.

4. Wang and Yung

سهام جدید از جمله اطلاعات حسابداری موجود در امیدنامه دارند، فقط وقتی برای سهام جدیدی درخواست خرید می‌دهند که انتظار دارند قیمت بازار ثانویه سهامی بیش‌تر از قیمت عرضه اولیه آن باشد، اما سرمایه‌گذاران نامطلع که برای هر سهم جدیدی بدون استثنا درخواست خرید می‌کنند. این امر سبب می‌شود در مواقعی که قیمت سهام بیشتر از ارزش واقعی آن است فقط گروه نامطلع متقاضی سهام باشد، اما در سهامی که کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌شوند با سرمایه‌گذاران مطلع برای خرید سهم رقابت کنند. طبیعتاً در پرتفوی سرمایه‌گذاران ناآگاه درصد بیشتری از سهام گران وجود خواهد داشت (مصیبت برندگان یا نفرین برندگان) و در نهایت انگیزه کافی برای حضور در بازار نخواهند داشت (چن، وانگ و وی، ۲۰۰۴).

در حالت سوم، ناشر اطلاعات بیشتری در زمینه ارزش خود دارد و هرچه شرکت مزبور، با ارزش‌تر باشد از ارزش‌گذاری زیر قیمت به عنوان علامتی به بازار برای عرضه‌های بعدی استفاده می‌کند (ولچ، ۱۹۸۹). تئوری علامت‌دهی و ارسال پیام به بازار قبل از عرضه سهام در عرضه اولیه نقش با اهمیتی دارد که موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی سهامداران خرد با شرکت شده و بر قیمت سهام اثرگذار است (سو و فلیشر، ۱۹۹۹). نیلسون و وجسیک<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) رابطه بین ناشر و عرضه زیر قیمت سهام در بازار امریکا را مورد بررسی قرار داده‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهد ناشران در مناطق روستایی در مقایسه با مناطق شهری با عرضه زیر قیمت بیشتری مواجه هستند که یکی از دلایل این مساله تعصب نسبت به دقت قیمت‌گذاری و تراکم تحلیلگران مالی در مناطق شهری است. مک‌گوینس (۲۰۱۴) نیز تئوری علامت‌دهی را در عرضه اولیه در بازار هنگ‌کنگ مورد بررسی قرار داده است. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که میزان سهام اختصاص یافته به سرمایه‌گذاران خرد با ارزش‌گذاری سهام در عرضه اولیه مرتبط است که این نتیجه با نتیجه تحقیقات چن<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) تطبیق دارد.

یکی دیگر از مفروضاتی که تحت عدم تقارن اطلاعاتی برای توضیح چرایی ارزان‌فروشی سهام در عرضه اولیه مطرح است، فرضیه ابهام آتی سرمایه‌گذاران در خصوص ارزش ذاتی شرکت است (ریتر، ۱۹۹۸، ریتر و ولش، ۲۰۰۲). کاهش ابهام آتی باعث کاهش قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه اولیه می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود اطلاعاتی که بتوانند ابهام آتی در رابطه با سهام عرضه اولیه را کاهش

1. Chan, Wang and Wei
2. Welch
3. Su and Fleisher
4. Nielsson and Wójcik
5. Chan



دهند، موجب کاهش قیمت گذاری کمتر از واقع نیز می شوند (بیتی و ریتر، ۱۹۸۶). بنابراین، نقش اطلاعات در خصوص شرکت و به ویژه اطلاعات حسابداری که بتواند با کاهش این ابهام، بر روی قیمت گذاری کمتر از واقع اثر بگذارد بسیار ارزشمند است (اسکات، ص ۶۰، ۲۰۰۹).

### عوامل نهادی

**فرضیه ریسک‌گریزی پذیره‌نویس:** با توجه به مسئولیت پذیره‌نویس، در صورت عدم وجود تقاضای کافی برای سهام ناشر، پذیره‌نویس معمولاً سهام جدید را به منظور کاهش ریسک‌ها و هزینه‌هایش، زیر قیمت می‌فروشد. به عبارت دیگر، عرضه زیر قیمت به عنوان یک شیوه کاهش احتمال انتشار ناموفق یک سهم و زیان‌های ناشی از آن، عمل می‌کند (تینیک<sup>۱</sup>، ۱۹۸۸). در همین ارتباط، گلدستون و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) نیز در پژوهش خود رابطه بین کمیسیون دریافتی پذیره‌نویسان و عرضه زیر قیمت سهم در عرضه اولیه را تأیید کردند.

**فرضیه قدرت انحصاری:** فرضیه قدرت انحصاری بیانگر این است که تضمین‌کنندگان فروش اوراق بهادار، به طور عمدی سهام جدید را پایین‌تر از ارزش آنها در بازار ثانویه و با تخفیف می‌فروشند، زیرا آنها از این طریق می‌توانند حداقل بخشی از رانت‌ها را به طور غیرمستقیم نگه‌دارند (تینیک، ۱۹۸۸). به عبارتی، سهام عرضه شده زیر قیمت را فقط به مشتریان خاصی تخصیص دهند. فرناندو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۲)، بیان می‌کنند که برای پذیره‌نویسان روابط با ناشر، سرمایه‌گذاران و سهامداران نهادی نفع اصلی است که در تعیین قیمت عرضه و امنیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موثر است؛ مبتنی بر این روابط، احتمال عرضه زیر قیمت به نفع سهامداران نهادی یا عرضه با قیمت معقول و برقراری توازن و تعادل بین سرمایه‌گذاران (نهادی و خرد) و ناشر وجود دارد. البته توجه به این نکته ضروری است که ایجاد رابطه کاری زمان‌بر و هزینه‌بر است و صرف زمان و هزینه لازم برای پذیره‌نویس ایجاد شهرت و اعتبار می‌کند که خود بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت عرضه، اثرگذار است (دورت سیلوا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰).

**فرضیه شهرت (اعتبار) مؤسسات تأمین سرمایه:** شهرت بیشتر مؤسسات تأمین سرمایه می‌تواند برای سرمایه‌گذاری که ارزش واقعی سهام برایش مشخص نیست، اطلاعاتی در بر داشته باشد. مدل تیمن و

1. Tinic

2. Goldstein, Irvine and Puckett

3. Fernando et al.

4. Duarte-Silva

ترومن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶) پیش‌بینی می‌کند که هر چه کیفیت موسسه تأمین سرمایه بهتر باشد، سرمایه‌گذاران اطلاعات مناسب‌تری را استنباط می‌کنند و برای همین می‌توان سهام جدید را به قیمت گران‌تر فروخت. کالن<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) نیز در پژوهشی ابعاد مختلف تضمین پذیرهنویس در عرضه اولیه را مورد بررسی قرار داده است. نتایج این بررسی نشان داد که پذیرهنویس از شبکه منسجم و متمرکز برای تولید اطلاعات کمی و کیفی با کیفیت و ایجاد امنیت برای اطلاعات در عرضه اولیه سهام، استفاده می‌کند که مجموعه این عوامل در قیمت عرضه اولیه سهم، موثر است.

**ویژگی‌های خاص شرکت:** یکی دیگر از دلایل قیمت‌گذاری کمتر از واقع تحت تاثیر عوامل خاص هر شرکت بوده و مکانیزم‌ها و مقرراتی که در میان شرکت‌های مختلف وجود دارد، باعث ایجاد این پدیده است. این یافته بدین معنی است که شرایطی که در هر عرضه و در هر شرکت وجود دارد دلیل اصلی بوجود آمدن قیمت‌گذاری کمتر از واقع می‌شود (لوفران و همکاران، ۱۹۹۴). در این ارتباط، هریس<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) بیان می‌کند که فشارهای رقابتی (شامل منابع تامین مالی و تکنولوژی)، ریسک ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه را افزایش می‌دهد که برای حل این مساله شرکت تشویق به افشا داوطلبانه از اطلاعات مربوط از وضعیت شرکت در بازار شده است. بولتون و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) نیز به بررسی رابطه بین کیفیت سود و قیمت‌گذاری کمتر از واقع عرضه‌های اولیه سهام در سطح بین‌المللی پرداختند و بیان می‌کنند که در کشورهایی که شرکت‌های سهامی عام کیفیت اطلاعاتی بیش‌تری دارند، قیمت‌گذاری کمتر از واقع کمتر است.

**شرایط بازار (سهام داغ):** در این فرضیه عنوان می‌شود که در برخی دوره‌های بازار و برخی صنایع، قیمت‌گذاری کمتر از واقع شدیدتر است و در این دوره‌ها شرکت‌ها تمایل بیشتری برای عرضه کمتر از قیمت واقعی دارند. در بعضی دوره‌ها برای مثال در شروع و پایان دهه‌ی ۱۹۶۰ سهام جدید، داغ بودند. یعنی عرضه زیر قیمت چشمگیری وجود داشت (ایوتسن و جف، ۱۹۷۵). برتونی و جیودیک<sup>۵</sup> (۲۰۱۴) با بررسی میزان مالکیت سهامداران نهادی و خرد در عرضه اولیه سهام بیان می‌کنند که تمایل سهامداران نهادی با هدف ایجاد بازار داغ برای سهام عرضه شده، در قیمت اثرگذار است. بوریکو و لومباردو<sup>۶</sup> (۲۰۱۱) نیز بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی به بازارهای داغ سهام عرضه اولیه تمایل دارند.

1. Trueman and Titman  
2. Chuluun  
3. Oneil Harris  
4. Boulton et al.  
5. Bertoni and Giudici  
6. Boreiko and Lombardo

### عوامل نظارتی

**فرضیه بیمه ضمنی در مقابل مسئولیت‌های قانونی:** وجود مقررات سخت گیرانه در خصوص ارائه اطلاعات نادرست و گران فروشی سهام که تحت آن ناشر و پذیرهنویس را تضامنا مسئول جبران خسارت می‌داند، از دیگر دلایل ارزان‌فروشی سهام است. بنابراین، برای پوشش این ریسک پذیرهنویس اقدام به عرضه سهام به قیمت کمتر از واقع می‌نماید. برای همین، بعضی از محققان مانند تینیک (۱۹۸۸) معتقدند تنبیهات قانونی برای اشتباهات در رسیدگی دقیق موجب ایجاد انگیزه در مؤسسات تأمین سرمایه می‌شود تا سهام جدید را زیر قیمت عرضه نماید. لوری و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) نقش فعال نهاد قانون‌گذار را در فرآیند عرضه اولیه و قبل از آن و در ارتباط با شرکت بررسی نمودند. در این ارتباط آنها بیان می‌کنند که قانون‌گذار با مقرر کردن الزامات اجباری برای رعایت مقررات در امیدنامه شرکت و اطمینان از درستی فرآیند قیمت‌گذاری و تناسب قیمت با اطلاعات حسابداری شرکت از جمله سودآوری، منجر به افزایش شفافیت اطلاعاتی شده و تحت آن از سهامداران خرد حمایت لازم به عمل می‌آید.

**مکانیزم‌های عرضه (ثبت سفارش یا حراج):** شرکت‌هایی که از روش حراج در مقایسه با روش ثبت سفارش برای عرضه اولیه استفاده می‌کنند، قیمت‌گذاری دقیق‌تری دارند و میزان کمی از قیمت‌گذاری کمتر از واقع دارند (درین و وومک<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). البته، شرمن<sup>۳</sup> (۲۰۰۵)، بیان می‌کند که روش ثبت سفارش روش کم ریسک‌تری بوده و سهام به قیمت مناسب‌تری عرضه می‌شود. در همین ارتباط، جنکینسون و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) با بررسی اطلاعات پیشنهاد خرید و فروش، تسهیم و کارمزد ۲۲۰ شرکت عرضه شده در بازار سهام اروپا نشان دادند که در روش ثبت سفارش، یا به عبارتی روشی که تحت آن سرمایه‌گذاران اطلاعات بیشتری از طریق پیشنهاد قیمت فراهم می‌کنند، اولین قیمت پیشنهادی منجر به سهم بالاتری برای آنها می‌شود و دارای اثرات متنوعی بر تسهیم و پذیره نویس است.

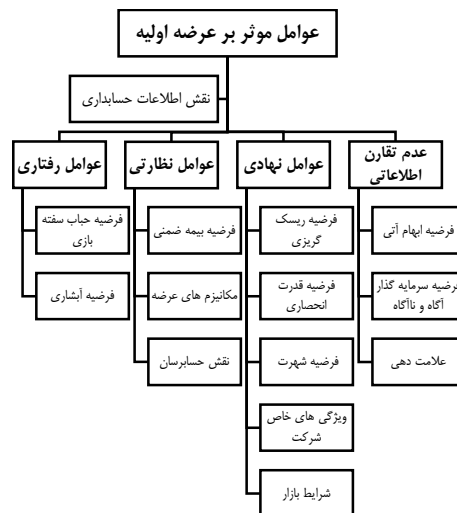
**نقش حسابرسان:** کیفیت حسابرسی و حسابرسان نقش کلیدی در قیمت‌گذاری کمتر از واقع دارند. حسابرسان با کیفیت، نقش آگاهی‌دهنده داشته و اطلاعات دقیق‌تری برای سرمایه‌گذاران دارند که نتیجه این اطلاعات کاهش عدم اطمینان آتی برای سرمایه‌گذاران ناآگاه و به تبع کاهش عرضه زیر قیمت خواهد بود. بیٹی (۱۹۸۹) بیان می‌کند که حسابرسان با کیفیت انگیزه بیشتری برای شناسایی تحریف‌ها در صورت‌های مالی دارند، زیرا حفظ شهرت و اعتبار در بازار

1. Lowry et al.  
2. Derrien and Womack  
3. Sherman  
4. Jenkinson

کار حسابرسی برای آنها ارزشمند است. شای و چانگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) بیان می‌کنند که نقش آگاهی‌دهندگی و علامت‌دهی کیفیت حسابرسی بر این اساس است که حساب‌رسان با کیفیت، اطلاعات دقیق‌تری در رابطه با ارزش شرکت عرضه‌کننده سهم ارائه می‌دهند.

### عوامل رفتاری

- فرضیه حباب سفته‌بازی: در این فرضیه تقاضای سرمایه‌گذارانی که نتوانسته‌اند سهام جدید را در عرضه اولیه بخرند، عامل افزایش قیمت، بعد از عرضه است و قیمت‌های سهام به‌طور موقت بیش از ارزش ذاتی آنها می‌شود، اما بعد از کسب بازده‌های اضافی مثبت اولیه سهام جدید، وقتی که حباب می‌ترکد بازده‌های اضافی منفی به دست می‌آید (تینیک، ۱۹۸۸).
- فرضیه آشنایی: ابو و ولش در سال ۱۹۹۲ بیان نمودند که برخی از عوامل مالی رفتاری و سویه‌های سرمایه‌گذاران، عامل اصلی بوجود آمدن قیمت‌گذاری کمتر از واقع است. آنها تعدادی از رفتارهای توده‌ای سرمایه‌گذاران را دلیلی برای بازدهی غیرمعمول عرضه‌های اولیه دانسته‌اند. بر اساس بررسی مبانی نظری انجام شده، شکل ۱ خلاصه‌ای از فرضیه‌های موثر بر عدم تقارن اطلاعاتی که در ادبیات به آنها پرداخته شده است را نشان می‌دهد.



شکل ۱. عوامل موثر بر عرضه اولیه مستخرج از پژوهش‌های تجربی

منبع: یافته‌های پژوهش

در این پژوهش مطالعات انجام شده در خصوص چرایی قیمت گذاری کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه به صورت گسترده بررسی شده و جدول ۱ خلاصه‌ای از تحقیقات انجام شده در این حوزه را از سال ۱۹۷۵ تا ۲۰۱۹ نشان می‌دهد.

جدول ۱. خلاصه نتایج پژوهش‌های عرضه زیر قیمت سهام

| سال  | پژوهشگر                 | تئوری مربوطه        | دلیل قیمت گذاری کمتر از واقع                               |
|------|-------------------------|---------------------|--|
| ۱۹۷۵ | ایوتسون و جاف           | معما                | ارائه تخفیف برای جذب سرمایه گذار                           |
| ۱۹۸۶ | کوبین راک               | عدم تقارن اطلاعاتی  | عدم تقارن اطلاعاتی   |
| ۱۹۸۶ | بیتی و ریتز             | نقش واسطه           | شهرت تامین سرمایه و ابهام سرمایه‌گذاران                    |
| ۱۹۸۹ | گرینبلت و هوانگ         | علامت دهی           | توانایی انتقال ارزش ذاتی                                   |
| ۱۹۸۹ | ایو ولش                 | علامت دهی           | علامت دهی موفق بودن عرضه های آتی                           |
| ۱۹۸۹ | بیتی                    | نقش واسطه           | شهرت حسابرس  |
| ۱۹۹۲ | ایو ولش                 | آبشاری              | رفتار توده ای سرمایه‌گذاران                                |
| ۱۹۹۳ | توماس چمانور            | نماینده گی          | تولید اطلاعات و مالکیت داخلی                               |
| ۱۹۹۴ | چمانور و فولگیری        | فرضیه تضمین         | شهرت متعهد پذیره نویسی                                     |
| ۱۹۹۴ | لافران، ریتز، رید کوپست | عوامل خاص شرکت      | مقررات، مکانیزم های قراردادی عرضه و عوامل خاص شرکت         |
| ۱۹۹۷ | راجان و سروانس          | فعالیت بعد از بازار | پوشش تحلیل گران - خوش بینی سرمایه‌گذاران                   |
| ۱۹۹۷ | براوند گمپرز            | فرضیه تضمین         | عملکرد بهتر عرضه های اولیه جسورانه                         |
| ۱۹۹۷ | برینان و فرانکس         | نماینده گی          | جدایی مالکیت از مدیریت                                     |
| ۱۹۹۷ | هوگان                   | نقش واسطه           | شهرت حسابرس  |
| ۱۹۹۸ | کارتز و همکاران         | فرضیه تضمین         | شهرت متعهد پذیره نویسی                                     |
| ۲۰۰۰ | رینا آگاروال            | نقش واسطه           | نقش متعهد پذیره نویس در تثبیت قیمت، اعمال کلی اختیار تخصیص |
| ۲۰۰۱ | فیلد و هنکا             | فعالیت بعد از بازار | عملکرد ضعیف تر بعد از فرصت ابطال                           |
| ۲۰۰۱ | یتمن                    | عدم تقارن اطلاعاتی  | نسبت های مبتنی بر حسابداری                                 |

| سال  | پژوهشگر                | تئوری مربوطه        | دلیل قیمت‌گذاری کمتر از واقع                                       |
|------|------------------------|---------------------|--|
| ۲۰۰۲ | لافران وریتر           | نقش واسطه           | پول باقی مانده بر روی میز توسط متعهد پذیره نویس                    |
| ۲۰۰۲ | رینا آگاروال و همکاران | نقش واسطه           | سویه تخصیص   |
| ۲۰۰۲ | راجش آگاروال و همکاران | نماینده‌گی          | مالکیت مدیریت و انقضای دوره ابطال                                  |
| ۲۰۰۲ | ریتر و ولش             | نماینده‌گی          | رفتارهای غیر عقلایی  |
| ۲۰۰۳ | پائول شولتز            | زمانبندی بازار      | زمانبندی نادرست بازار  |
| ۲۰۰۳ | رینا آگاروال           | فعالیت بعد از بازار | رفتار سرمایه گذاران نهادی  |
| ۲۰۰۳ | درین و وومک            | مکانیزم عرضه        | قیمت‌گذاری دقیق تر روش حراج نسبت به روش ثبت سفارش                  |
| ۲۰۰۳ | سرتو                   | علامت دهی           | پرستیژ ساختار هیات مدیره و سرمایه گذاران                           |
| ۲۰۰۳ | دیلی و همکاران         | علامت دهی           | تئوری علامت دهی  |
| ۲۰۰۴ | لاوری و شوورت          | نقش واسطه           | متعهد پذیره نویس و اطلاعات در دسترس عموم                           |
| ۲۰۰۴ | چن، فیرث و کیم         | عوامل کلان اقتصادی  | ریسک   |
| ۲۰۰۵ | آن شرمین               | مکانیزم عرضه        | کم ریسک بودن ثبت سفارش   |
| ۲۰۰۵ | کروین و شولتز          | نقش واسطه           | ویژگی های عرضه اولیه و ساختار سندیکای پذیره نویسی                  |
| ۲۰۰۶ | برانو و فاوت           | نظریه و عمل         | بررسی دلایل مدیران برای عرضه اولیه و دلایل قیمت‌گذاری کمتر از واقع |
| ۲۰۰۶ | لئون، راک و ویلنبرگ    | عدم تقارن اطلاعاتی  | افشای اختیاری  |
| ۲۰۰۸ | کائوستیا و نوپفر       | عوامل کلان اقتصادی  | ارتباط میان بازدهی بعد از عرضه اولیه، حساسیت سرمایه گذاران         |
| ۲۰۰۸ | ان و چان               | عوامل خاص شرکت      | تاثیر رتبه بندی اعتباری بر روی قیمت‌گذاری کمتر از واقع             |
| ۲۰۰۹ | کولاکو و همکاران       | عوامل کلان اقتصادی  | تقلید از نمونه های مشابه در صنعت                                   |
| ۲۰۰۹ | چمبرز و دیمسون         | عدم تقارن اطلاعاتی  | مصیبت برندگان  |

| سال  | پژوهشگر                      | تئوری مربوطه       | دلیل قیمت گذاری کمتر از واقع                    |
|------|------------------------------|--------------------|---|
| ۲۰۱۰ | الستون و یانگ                | عدم تقارن اطلاعاتی | افشای اختیاری طبق استانداردهای حسابداری         |
| ۲۰۱۰ | انگلن، ون اسن                | عوامل کلان اقتصادی | شرایط قانونی هر کشور                            |
| ۲۰۱۰ | بولتون، اسمارت، زوتر         | عوامل کلان اقتصادی | سیستم قانونی، اندازه، نقدینگی و ارزش بازار بورس |
| ۲۰۱۱ | بانرجی، دای و شریستا         | عدم تقارن اطلاعاتی | عدم تقارن اطلاعاتی خاص هر کشور                  |
| ۲۰۱۱ | بولتون، اسمارت، زوتر         | عدم تقارن اطلاعاتی | کیفیت سود                                       |
| ۲۰۱۳ | ناگاتا                       | عدم تقارن اطلاعاتی | مدیریت سود                                      |
| ۲۰۱۴ | آوتور، بولتون، اسمارت و زوتر | عوامل کلان اقتصادی | کیفیت حاکمیت شرکتی                              |
| ۲۰۱۴ | هوک                          | عدم تقارن اطلاعاتی | عدم تقارن اطلاعاتی و مخاطره اخلاقی              |
| ۲۰۱۴ | پازاری                       | عوامل خاص شرکت     | عوامل خاص هر عرضه                               |
| ۲۰۱۵ | فادیلا، حمزه و سیهومینگ      | عوامل کلان اقتصادی | نرخ تورم و عوامل مالی                           |
| ۲۰۱۶ | کتی و فانی                   | عوامل کلان اقتصادی | چارچوب قانونی و مکانیزم عرضه                    |
| ۲۰۱۷ | ماتیاس فالن                  | زمانبندی بازار     | صنعت، سن شرکت و زمان عرضه                       |
| ۲۰۱۷ | گانو، منگ، چان و وو          | عدم تقارن اطلاعاتی | مدیریت سود                                      |
| ۲۰۱۷ | بولتون، اسمارت، زوتر         | عدم تقارن اطلاعاتی | محافظه کاری                                     |
| ۲۰۱۸ | جمانی و علیداروس             | عدم تقارن اطلاعاتی | ابهام آتی و علامت دهی                           |
| ۲۰۱۹ | لوری، میکائیل و ولکوا        | نقش ناظر           | شفافیت اطلاعاتی، حمایت از سهامداران اقلیت       |
| ۲۰۱۹ | اسپنلود، گویال و محمد        | ساختار سرمایه      | حمایت از سهامداران                              |

در ایران نیز تحقیقات بسیاری در رابطه با پدیده ارزان‌فروشی سهام در عرضه اولیه صورت گرفته است که هر یک به تبیین علل این رویداد در قالب روش‌های کمی پرداخته‌اند. تحت این پژوهش‌ها، عواملی نظیر شرایط حاکم بر بازار در تاریخ عرضه سهام، ترکیب و مالکیت نهادی سهامداران ناشر در مقطع قبل و بعد از عرضه سهام، اطلاعات بنیادی مرتبط با سهام مورد عرضه و اطلاعات حسابداری شرکت عرضه‌کننده سهام و بطور کلی عوامل احتمالی تبیین‌کننده بازده غیرعادی در سهام و در عرضه‌های عمومی اولیه بررسی شده است. خلاصه این پژوهش‌ها در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. خلاصه نتایج پژوهش‌های عرضه زیر قیمت سهام در ایران

| سال  | پژوهشگر                   | رویکرد | نتایج  |
|------|---------------------------|--------|--|
| ۱۳۸۲ | عبده تبریزی و دموری       | کمی    | تایید روش‌های قیمت‌گذاری سهام عرضه شده به مشابه بازارهای سرمایه بین‌المللی |
| ۱۳۸۳ | ظریف‌فرد و مهرجو          | کمی    | وجود بازدهی غیرعادی  |
| ۱۳۸۴ | ایمانی                    | کمی    | اثر نوع صنعت، زمان عرضه سهام و میزان سرمایه شرکت بر بازدهی غیرعادی         |
| ۱۳۸۵ | قائمی                     | کمی    | اثر شرایط بازار و صنعت بر بازدهی غیرعادی                                   |
| ۱۳۸۶ | باقرزاده                  | کمی    | اثر عدم تقارن اطلاعاتی و علامت‌دهی بر بازدهی غیرعادی                       |
| ۱۳۸۶ | آشتاب                     | کمی    | اثر کیفیت سود و دقت پیش‌بینی سود بر بازدهی غیرعادی                         |
| ۱۳۸۸ | عباسی و بالاورد           | کمی    | اثر بازده بازار قبل از عرضه و تعداد عرضه بر بازدهی غیرعادی                 |
| ۱۳۸۹ | جبارزاده کنگرلوئی و عسگری | کمی    | وجود بازدهی غیرعادی و اثر خطای پیش‌بینی سود هر سهم بر بازدهی غیرعادی       |
| ۱۳۸۹ | هیبتی و مرادی             | کمی    | وجود بازدهی غیرعادی و اثر واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران بر بازدهی غیرعادی  |
| ۱۳۹۱ | قالیباف اصل و همکاران     | کمی    | اثر حجم معاملات و میزان نقدشوندگی سهام بر عرضه اولیه سهام                  |
| ۱۳۹۱ | مشایخی و بیرامی           | کمی    | اثر روش‌های قیمت‌گذاری و سیاست تقسیم سود بر بازدهی غیرعادی                 |
| ۱۳۹۲ | آذر و همکاران             | کمی    | رد اثر ساختار مالکیت (دولتی یا خصوصی) بر بازدهی غیرعادی                    |
| ۱۳۹۳ | مهرانی و صفی‌پور          | کمی    | اثر محافظه‌کاری بر بازدهی غیرعادی  |
| ۱۳۹۴ | اردکانی و ابرقوئی         | کمی    | تعدیل اثر محافظه‌کاری بر بازدهی غیرعادی در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی    |



| سال  | پژوهشگر            | رویکرد | نتایج  |
|------|--------------------|--------|--|
| ۱۳۹۴ | پورحیدری و همکاران | کمی    | اثر حسابرسی بر بازدهی غیرعادی                                |
| ۱۳۹۵ | نجفی مقدم          | کمی    | اثر سن، اندازه و نوع عرضه (دولتی یا خصوصی) بر بازدهی غیرعادی |
| ۱۳۹۶ | دولو و مسلمی       | کمی    | اثر حجم و رد اثر فرضیه بازار سهام داغ بر بازدهی غیرعادی      |
| ۱۳۹۶ | کرمی و حسینی       | کمی    | اثر سوءگیری سرمایه گذاران بر بازدهی غیرعادی                  |
| ۱۳۹۷ | کمالی کرمانی       | کمی    | اثر نهاد ناظر در حمایت از سهامداران اقلیت                    |

منبع: یافته‌های پژوهش

به‌طور کلی بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که تئوری‌های مختلفی سعی در تعیین عوامل موثر بر قیمت گذاری کمتر از واقع سهام، در عرضه‌های اولیه داشتند که به دلیل آنکه بعضاً نتایج این تئوری‌ها با یکدیگر در تضاد هستند، پژوهش‌ها نتوانسته‌اند مدلی جامع را برای علل شکل‌گیری این پدیده ارائه دهند. نکته دیگر آن است که این عوامل در هر بازار سرمایه‌ای بسته به شرایط حاکم بر آن بازار، ممکن است متفاوت باشد. از طرفی از آنجا که در چارچوب نظری هدف ارائه اطلاعات حسابداری، سودمندی آنها در تصمیمات سرمایه‌گذاری عنوان شده است، لذا تبیین میزان سودمندی اطلاعات حسابداری ارائه شده در عرضه‌های اولیه نیز حائز اهمیت است. بنابراین، این پژوهش با توجه به خاص بودن شرایط هر بازار سرمایه قصد دارد با استفاده از رویکرد کیفی و روش تحلیل تم، عوامل موثر بر پدیده ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه در بازار سرمایه ایران را تعیین نماید. همچنین این پژوهش قصد دارد اهمیت و نقش اطلاعات حسابداری را به‌عنوان بخشی از اطلاعاتی که در فرآیند عرضه‌های اولیه ارائه می‌شود، مشخص کند. علاوه بر آن، نتایج بررسی تحقیقات انجام شده در حوزه عرضه اولیه در ایران نشان می‌دهد که عمده پژوهش‌های قبلی با رویکرد کمی و با استفاده از روش‌های مرسوم مثل رگرسیون، صرفاً به بیان رابطه آماری بین متغیرهای مختلف در عرضه اولیه پرداخته‌اند. این پژوهش، با استفاده از رویکرد کیفی به دنبال تبیین مدل دلایل ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه در بازار سرمایه ایران است، زیرا بر اساس فرض کارایی بازار سرمایه ایران که در تحقیقات اثبات شده است، اگر وجود ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه (طبق رویکرد علمی این پژوهش) تایید شود، سرمایه‌گذاران با تحلیل اطلاعات حسابداری قادر خواهند بود، بازدهی بالاتر از بازار کسب نمایند و اطلاعات حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی خواهد بود.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش بر اساس هدف تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی است و از نظر روش تحقیق، در زمره تحقیقات توصیفی جای می‌گیرد. از سوی دیگر این تحقیق به لحاظ ماهیت داده‌ها و روش‌های تحلیل از نوع کیفی است و با داده‌های کیفی سروکار دارد. بخش عمده تحلیل در پژوهش کیفی، تفسیری است (استراوس و کوربین، به نقل از ترجمه افشار ۱۳۹۲). تحلیل کیفی یک شیوه به کلی متفاوت فکر کردن راجع به داده‌ها است. به عبارتی، تحقیق کیفی عمدتاً به صورت توصیفی است، که در آن محقق به فرآیند معنی و درک حاصل از واژگان و تصاویر تمایل دارد (صفری شالی، ۱۳۸۸). با توجه به هدف این پژوهش در خصوص کشف عوامل موثر بر قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه، پارادیم این پژوهش تفسیری است. بنابراین، این پژوهش قصد دارد با استفاده از رویکرد کیفی و روش تحلیل تم و با استفاده از ابزار مصاحبه، اقدام به کشف عوامل موثر بر پدیده ارزان‌فروشی سهام در عرضه اولیه و در بازار سرمایه ایران بپردازد. تحت این رویکرد بجای استفاده از متغیرها، از سازه‌های مفهومی استفاده می‌شود و محقق سعی می‌کند بیشتر از طریق مطالعه واقعیت از درون، اصالت ذهنیت و دیدگاه افراد را استفاده کند. در این فرآیند محقق با درگیر شدن در میدان تحقیق در صدد شرح عمیق از پدیده است. در حال حاضر و با توجه به خروجی بررسی ادبیات پژوهشی مختلف در این حوزه که هر یک عوامل مختلفی را به عنوان متغیرهای اثرگذار بر پدیده ارزان‌فروشی در عرضه‌های اولیه عنوان کرده‌اند، سوال اصلی این پژوهش عبارتست از:

- چه عواملی در تعیین قیمت عرضه سهام موثر هستند؟
  - چه عواملی باعث قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه می‌شود؟
- رویکردی که در این پژوهش استفاده خواهد شد، تحلیل تم است که یکی از روش‌های ساده و کارآمد تحلیل کیفی است. این روش، فرآیندی برای تحلیل داده‌های متنی است و داده‌های پراکنده و متنوع را به داده‌هایی غنی و تفصیلی تبدیل می‌کند (بویاتزیس، ۱۹۹۸). تحلیل تم داده‌های کمی را از طریق کدگذاری دقیق، تحلیل می‌کند تا تم‌هایی را از آنها استخراج کند که پاسخگوی سوالات پژوهش هستند. یک تم نشان‌دهنده پاسخی شکل یافته یا یک معنا از مجموعه داده‌هاست که به سوالات پژوهش مرتبط است. برای ایجاد یک تم تنها به دفعات بالای تکرار یک الگو در داده‌ها توجه نمی‌شود، بلکه قضاوت محقق نیز در اینکه این تم چه چیزی می‌تواند باشد موثر است. در نهایت تم باید بتواند یک فهم دقیق از تصویر کلی داده‌ها ارائه کند.

برای انجام این پژوهش فرآیند تحقیق کیفی تحت روش تحلیل تم به صورت زیر انجام خواهد شد:

- در این پژوهش ابتدا مطالبی از ادبیات استخراج خواهد شد تا بتوان شناختی ابتدایی نسبت به مسئله مورد مطالعه بدست آورد.
  - در ادامه با استفاده از یک سری مصاحبه‌های اکتشافی عوامل اصلی تعیین‌کننده پدیده مورد نظر استخراج خواهند شد.
  - سپس با استفاده از روش گلوله برفی مصاحبه‌های اصلی انجام خواهد شد و با استفاده از روش تحلیل تم، زمینه‌های اصلی نظرات مصاحبه‌شوندگان کدگذاری و استخراج خواهد شد. این مصاحبه‌ها تا جایی انجام خواهد شد که محقق به این نتیجه برسد که مطالب به حد اشباع رسیده و مورد جدیدی مطرح نمی‌شود.
  - پس از اتمام مصاحبه‌ها، فرآیند تحلیل و استخراج تم‌های اصلی مصاحبه‌ها تکمیل خواهد شد.
  - در انتها مدلی تهیه خواهد شد که طبق آن عوامل موثر بر قیمت گذاری عرضه‌های اولیه با توجه به شرایط خاص ایران شناسایی و ارائه می‌شود.
- در پژوهش حاضر کدگذاری براساس حروف انگلیسی و اعداد، و به شرح زیر انجام شده است:

- برای متن‌های بررسی شده، علامت اختصاری T (Text)
  - برای مصاحبه‌های اکتشافی، علامت اختصاری EI (Exploratory Interview)
  - برای مصاحبه‌های اصلی، علامت اختصاری MI (Main Interview)
  - هر واحد تحلیل (یعنی هر متن یا مصاحبه) از ۰۱ به بالا شماره گذاری شده است.
  - کدهای موجود در هر واحد تحلیل، از ۰۱ شروع و به تعداد کد موجود در آن واحد تحلیل، یک واحد یک واحد در چارچوب اعداد طبیعی افزایش یافته است.
- جامعه آماری این پژوهش متشکل از فعالان و ذینفعان در فرآیند عرضه اولیه است که هم شامل مدیران ارکان حاضر در این فرآیندها و هم سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران، مدیران سرمایه‌گذاری و جوامع دانشگاهی است. برای انتخاب نمونه آماری الف) در مرحله اول چند صاحب نظر تشخیص پژوهشگر و براساس تخصصشان در زمینه موضوع پژوهش (ارزان فروشی در عرضه اولیه)، مورد مصاحبه اکتشافی واقع شدند. ب) برای مصاحبه‌های اصلی، نمونه شامل

افرادی از جامعه آماری است که بر اساس روش گلوله برفی توسط مصاحبه‌شوندگان قبلی به پژوهشگر معرفی شده بودند چرا که در روش نمونه‌گیری گلوله برفی مصاحبه‌کننده به پیشنهاد مصاحبه‌شوندگان، برای مصاحبه به سراغ افراد دیگر می‌رود (از کیا و دربان آستانه، ۱۳۸۲). قاعده کلی در پژوهش‌های کیفی این است که به گردآوری داده‌ها تا زمانی که مقوله‌ها اشباع شوند، ادامه داد. اشباع نظری یعنی تا زمانی که داده جدیدی به دست نیاید و مناسبات میان مقوله‌ها به خوبی مشخص شده باشد (افشار، ۱۳۹۲). در این پژوهش و بر اساس اشباع نظری ۱۷ مصاحبه انجام شد که ۳ مورد از آنها اکتشافی و ۱۴ مورد از آنها اصلی بود. برای انجام مصاحبه‌ها در سال ۱۳۹۹ محقق در محل کار مصاحبه‌شونده حضور یافت و مصاحبه انجام شد. جدول ۳ خلاصه‌ای از وضعیت مصاحبه‌شوندگان را ارائه می‌دهد.

جدول ۳. افراد شرکت‌کننده در این پژوهش جهت جمع‌آوری اطلاعات پژوهش

| مصاحبه شونده | تحصیلات       | حوزه فعالیت                       |
|--------------|---------------|-----------------------------------|
| EI01         | دکتری         | تحلیلگر اقتصادی کارگزاری          |
| EI02         | کارشناس ارشد  | مدیر صندوق سرمایه‌گذاری           |
| EI03         | دکتری         | معاونت تامین مالی تامین سرمایه    |
| MI01         | دکتری         | مدیرعامل سبدگردان                 |
| MI02         | دکتری         | مدیر سرمایه‌گذاری                 |
| MI03         | کارشناس ارشد  | مدیر سرمایه‌گذاری                 |
| MI04         | دکتری         | رئیس هیات مدیره کارگزاری          |
| MI05         | دانشجوی دکتری | معاونت اقتصادی گروه مالی          |
| MI06         | کارشناس ارشد  | مدیر مالی شرکت عرضه شده           |
| MI07         | دکتری         | مدیر حسابرسی و فعال بازار سرمایه  |
| MI08         | دکتری         | مدیر سرمایه‌گذاری صندوق دولتی     |
| MI09         | دکتری         | عضو هیات علمی و کارشناس بانکی     |
| MI10         | دانشجوی دکتری | مدیر نهاد نظارتی                  |
| MI11         | دانشجوی دکتری | مدیر مالی شرکت خصوصی              |
| MI12         | دکتری         | عضو هیات علمی و کارشناس اقتصادی   |
| MI13         | دانشجوی دکتری | مدیر نهاد نظارتی                  |
| MI14         | دکتری         | عضو هیات علمی و فعال بازار سرمایه |

منبع: یافته‌های پژوهش

### یافته‌های پژوهش

برای یافتن تم‌ها، ابتدا داده‌های کیفی حاصل از مرور متن‌ها و مصاحبه‌ها کدگذاری و دسته‌بندی شد، سپس تم‌های حاصل از داده‌ها تعیین و نامگذاری شدند. در این پژوهش با استفاده از روش تحلیل تم، دلایل ارزان‌فروشی سهام در عرضه اولیه در بازار سرمایه ایران مورد مطالعه قرار گرفت که تحت آن چهار تم اصلی برای ارزان‌فروشی شناسایی شد. در جدول ۱ در پیوست مقاله نتایج حاصل از تحلیل تم، همراه با دسته‌های تم‌ها و همچنین با ذکر کدهای مربوطه ارائه شده است.

• **تم اصلی اول: کاستی‌های فرآیند عرضه اولیه:** در پاسخ به این سوال ۳ عامل شامل روش‌های قیمت‌گذاری اشتباه، شرایط خاص بازار و انگیزه‌های ارکان عرضه شامل ناظر، ناشر، پذیرهنویس و حسابرس شناسایی شد.

- **روش‌های قیمت‌گذاری اشتباه:** اشتباهات ارزشگذاری عموماً ناشی از انتخاب روش‌ها و مدل‌های اشتباه در ارزش‌گذاری سهام در عرضه اولیه است. در ایران و طبق نظر مصاحبه‌شوندگان، قیمت‌گذاری سهام در عرضه اولیه مستلزم فرآیند تصمیم‌گیری بسیار پیچیده‌ای است که گروه‌های مختلفی همچون پذیرهنویس، ناشر و هیات پذیرش بورس را با خود درگیر می‌کند، زیرا هر کدام از این گروه‌ها به‌عنوان یکی از ارکان اصلی عرضه، در عرضه اولیه سهم به دنبال انگیزه و منافع خود هستند. در نهایت، قیمت عرضه، اجماعی از نظرات این گروه‌ها است که البته باید برای سهامداران نیز جذاب باشد و صرفاً بر مبنای نتایج مدل‌های نوین ارزش‌گذاری مثل تنزیل جریانات نقد آتی نیست. "... در قیمت‌گذاری به بازارهای بین‌المللی نزدیک شده‌ایم، اما یک سری مشکلات تاریخی است. برای مثال، قیمت‌گذاری در ایران و در سازمان خصوصی‌سازی انجام می‌شد و عموماً به دلیل آنکه خبره اینکار اقدام به قیمت‌گذاری نمی‌کرد، قیمت‌ها اشتباه بود؛ روش‌های استفاده شده بد بود..." (MI۰۹۰۱). "... در ایران روش‌های اولیه برای ارزش‌گذاری اشتباه است. ما نهادهای مستقلی برای ارزش‌گذاری نداریم و عموماً در قیمت‌گذاری خود شرکت یا پذیرهنویس قیمت را می‌دهد و در نهایت هیات پذیرش نظر خود را در قیمت اعمال می‌کند. هیات پذیرش هم بر اساس داده‌های تاریخی و نه استفاده از مدل‌های دقیق قیمت را تغییر می‌دهد." (EI۰۲۰۲).

- **انگیزه‌های ارکان عرضه (ناظر، ناشر، پذیرهنویس و حسابرس):** با کنارگذاری اطلاعات حسابداری به عنوان مبنای تحلیل و تعیین قیمت درست در عرضه اولیه، ارکان عرضه شامل ناشر، ناظر، پذیرهنویس، سهامدار نهادی، بازارگردان و حسابرسان، هر یک دارای انگیزه و منافع در عرضه اولیه هستند که گاهی این انگیزه‌ها در تضاد یا همسو با یکدیگر بر مساله ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه اثرگذار هستند. بر اساس نظرات مصاحبه شونده‌ها، **ناظر** به دنبال حمایت از سهامداران اقلیت است. "... الزام شرکت‌ها به رعایت مقررات در راستای حمایت از سهامداران خرد و ایجاد رونق در بازار ... (MI۰۹۱۹). در ایران برخلاف عرضه‌های اولیه در سایر بورس‌های بین‌المللی، ناظر با هدف جذاب نمودن بازار و حمایت از سهامداران خرد در قیمت‌گذاری دخالت می‌کند. "خود مسئولان از عرضه اولیه حمایت می‌کنند و ترجیح آنها این است که عرضه اولیه مثبت باشد، چون سهامداران خرد باید تحت حمایت باشند و اگر سهم منفی باشد، سهامداران خرد حق اعتراض به سازمان را دارند که چرا منفی است. در عرضه اولیه سازمان بورس تأیید کرده که قیمت این سهم این مقدار می‌ارزد، اما در بازار ثانویه سازمان دخالتی ندارد که بگوید قیمت بالا یا پایین است." (MI۰۸۰۸). دخالت ناظر در قیمت‌گذاری یکی از دلایلی است که اطلاعات و به ویژه اطلاعات حسابداری اثر خود را کامل بر قیمت‌ها نمی‌گذارند. به همین دلیل و طبق فرضیه ابهام آتی هر قدر ابهام در رابطه با ارزش ذاتی سهم عرضه شده بیشتر باشد، مزیت اطلاعاتی سرمایه‌گذاران آگاه نسبت به سرمایه‌گذاران ناآگاه بیشتر خواهد بود که تحت آن و با فرض ثابت بودن سایر شرایط، عرضه‌هایی که بیشتر در معرض عدم تقارن اطلاعاتی هستند، بازده کوتاه‌مدت غیرعادی بیشتری خواهند داشت. بنابراین، اگر حسابداری در بازار اطلاعات حسابداری را تحلیل کند در بازار ثانویه به بازدهی غیرعادی خواهد رسید.

از دیگر ارکان موثر بر قیمت‌گذاری **پذیرهنویسان** هستند. در عرضه اولیه، پذیرهنویس بدنال کسب شهرت است (تیتمن و ترومن، ۱۹۸۶) و از طریق تخصیص سهم به مشتریان خاص خود (سهامداران نهادی)، به دنبال ایجاد قدرت انحصاری بر عرضه سهام نیز است (تینیک، ۱۹۸۸). از سوی دیگر پذیرهنویسان عموماً فروش سهام را تضمین می‌کنند و در صورت به فروش نرفتن سهم، ملزم به خرید سهم هستند و حتی ممکن است

مسئولیت‌های حقوقی از طرف ناظر بر آنها بابت گران‌فروشی و فروش نرفتن سهم وارد شود (ساندرز، ۱۹۹۰). مجموعه این عوامل (شهرت پذیرهنویس، ریسک‌های حقوقی و ضمانت‌های فروش)، از جمله انگیزه‌های اصلی ارزان‌فروشی سهم در بازار توسط پذیرهنویسان است. "در عرضه اولیه پذیرهنویس دنبال ارزان‌فروشی است که به قول معروف کام سهامدار را شیرین کنیم که اگر بعداً تخلفی کشف شد یا مساله‌ای پیش آمد، کسی چیزی نگوید." (MI۰۳۲۲).

**ناشر** هم در عرضه اولیه دنبال منافع مشخصی است. در فرآیند قیمت‌گذاری عرضه اولیه، منافع ناشر به دلیل اثر تضاد منافع بین شرکت‌های دولتی و خصوصی در عرضه اولیه، شهرت ناشر، فقدان آشنایی ناشر با بازار یا بلعکس آشنایی او با بازار و شرایط عرضه در بازار و البته میزان قدرت چانه‌زنی با گروه‌های تعیین‌کننده قیمت شامل هیات پذیرش و پذیرهنویس در تعیین قیمت، تحت تاثیر قرار می‌گیرد. از مهمترین این عوامل در ایران تضاد منافع در عرضه اولیه بین شرکت‌های دولتی و خصوصی است. " ... دولت علاقمند است که سهمش عرضه شود، به دلیل آنکه منابع بیشتری جذب می‌کند. بنابراین در زمان رونق بازار و با قیمت ارزان با هدف جذب منابع اقدام به عرضه سهم می‌کند..." (MI۰۲۱۰).

سایر ارکان از جمله **حسابرسان** نیز در قیمت‌گذاری و پدیده ارزان‌فروشی اثرگذار هستند. کیفیت حسابرسی و حسابرسان نقش کلیدی در قیمت‌گذاری کمتر از واقع دارند. حسابرسان با کیفیت نقش آگاهی‌دهنده داشته و اطلاعات دقیق‌تری برای سرمایه‌گذاران دارند که نتیجه این اطلاعات کاهش عدم اطمینان آتی برای سرمایه‌گذاران ناآگاه و به تبع کاهش عرضه زیر قیمت خواهد بود. حسابرسان افرادی هستند که امیدنامه شرکت عرضه شده را بررسی و صحت اطلاعات مندرج در این امیدنامه را تایید می‌کنند. با وجود آنکه تئوری‌ها نقش حسابرس را در کاهش ارزان‌فروشی موثر می‌دانند، اما نتایج تحلیل مصاحبه‌ها نشان می‌دهد که این نقش در بازار سرمایه ایران قوی نیست. " در شرایط فعلی، خیر حسابرسی به بازدهی مرتبط نیست" (MI۰۷۱۵) و یا "حسابرس در پذیرش و بندهایی که می‌گذارد که این بندها ممکن است موجب اتفاقاتی شود که در قیمت‌گذاری موثر است، اما بطور مستقیم خیر نقشی ندارد" (EI۰۳۲۸). به عبارتی، در بازار اطلاعات حسابرسی شده به دلیل مداخله نهاد ناظر در قیمت‌گذاری و ناکارایی

بازار در زمان عرضه اولیه، مورد توجه قرار نمی‌گیرد، زیرا در زمان عرضه اولیه سهامداران از وجود بازدهی در عرضه مطمئن هستند و اطلاعات حسابرسی شده را مورد توجه قرار نمی‌دهند.

- **شرایط خاص بازار:** از دیگر عوامل موثر بر این پدیده شرایط خاص بازار در فرآیند عرضه اولیه شامل مقررات، روش‌های عرضه، کم بودن سهم هر کد، اختلال در بازار به دلیل دخالت ارکان در قیمت‌گذاری و در نهایت اندازه بازار است. در این میان و مبتنی بر تحلیل مصاحبه‌ها، روش‌های عرضه (حراج یا ثبت سفارش در حال حاضر) یکی از عوامل بااهمیتی است که در پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع نقش پررنگی دارد. "... در ایران قبلاً سازمان خصوصی‌سازی ارزش سهام را مشخص می‌کرد ... در دنیا مکانیزم ثبت سفارش به این ترتیب عمل می‌کند که ماه‌ها قبل از عرضه، از سهامداران نهادی قیمت می‌گیرند تا مشخص کنند که گروه‌های خریدار روی چه قیمتی تمایل دارند و این باعث کشف قیمت می‌شود، اما در ایران ۲ ساعت قبل از عرضه شروع به قیمت‌گیری به روش ثبت سفارش می‌کنند. البته قبلاً مکانیزم تخصیص به کارگزارها بود (مکانیزمی با عنوان دد) که الان حذف شده و تخصیص مقداری انجام میشه که این روش [ثبت سفارش] تا حدودی تونسته مشکلات ساختاری رو حذف کنه، اما هنوز جای کار دارد" (MI۰۴۰۴). با این توضیحات روش ثبت سفارش نیز در ایران به شکل درستی اجرا نمی‌شود و به قیمت‌گذاری کمتر از واقع دامن می‌زند.

• **تم اصلی دوم: عوامل بنیادی:** اطلاعات بنیادی شرکت شامل مجموعه عوامل بنیادی است که در ممانعت از ارزان‌فروشی سهام در عرضه اولیه می‌توانند موثر باشند. این تم بدین معنی است که شرایطی که در هر عرضه و در هر شرکت وجود دارد دلیل اصلی بوجود آمدن قیمت‌گذاری کمتر از واقع می‌شود. در این پژوهش و برای بازار سرمایه ایران، این مجموعه عوامل بر اساس مصاحبه‌های انجام شده عبارتند از عوامل خاص شرکت، شرایط خاص بازار سرمایه و عوامل کلان اقتصادی موثر بر عرضه اولیه سهم.

- **عوامل خاص شرکت:** عوامل خاص شرکت شامل اندازه شرکت، رشدی بودن سهم، قصد تامین مالی، حجم عرضه، انگیزه‌های مالیاتی، اعتبار صورت‌های مالی و نقدشوندگی دارایی‌ها؛ بازارگردان‌ها و نقش سهامداران نهادی است. اندازه شرکت



عرضه شده که " ... هر چه اندازه شرکت کوچکتر باشد، قیمت معنی ندارد و همه خریدار هستند، در حالی که در عرضه‌هایی که اندازه شرکت بزرگ است، احتیاط بیشتری اعمال می‌شود" (MI۰۷۰۳). در پاسخ به این سوال که آیا ویژگی‌های خاص شرکت یا عوامل بنیادی در تعیین قیمت اثر دارد یا خیر؟ مصاحبه‌شونده در پاسخ بیان کرده است که " همه اطلاعات خاص در پیش‌بینی قیمت سهم و کسب بازدهی پس از آن اثرگذار است، اما ارزش‌داری‌های شرکت، افزایش سودآوری از زمان شروع به کار تا زمان عرضه و گردش معاملات بر قیمت‌گذاری موثر است ... سهامداران آگاه هستند و بسته به اینکه چه نگاهی به سهم دارند و بر اساس تحلیلی که از وضعیت شرکت دارند، اقدام به خرید خواهند کرد ... هر چه شرکت وضعیت مطلوب و روبه‌رشدی ارائه دهد، موجب بازدهی خواهد شد" (MI۰۶۰۲). "... بازار بر اساس اطلاعات حسابداری حساب می‌کند که شرکت رشدی است و می‌ارزد یا خیر" (EI۰۲۱۰). تامین مالی و ظرفیت استقراض شرکت‌ها از بازار سرمایه یکی از مهمترین علل ورود به بازار سرمایه بخصوص برای شرکت‌های دولتی عرضه شده است. "... برخی از شرکت‌ها به دلیل آنکه ظرفیت تامین مالیشان از منابعی همچون سیستم بانکی تمام شده است و ساختار سرمایه شرکت اجازه استقراض مجدد را نمی‌دهد، بنابراین با هدف تامین مالی و با توجه به محدودیت‌های موجود اقدام به ورود به بازار سرمایه و ارزان‌فروشی می‌کنند" (MI۰۴۰۷ و EI۰۲۱۸). حجم عرضه نیز جزو عوامل موثر بر ارزان‌فروشی سهم است. "در شرایط رونق بازار، تمایل به عرضه در حجم بالا وجود دارد. در چنین شرایطی عوامل بنیادی شرکت و پیش‌بینی‌های آتی در قیمت‌گذاری اثرگذار است" (MI۰۲۰۶). به عبارتی، "میزان سهامی که بازار فرض می‌کند عرضه خواهد شد، در قیمت‌گذاری موثر است" (EI۰۲۱۲). از دیگر عوامل با اهمیت و موثر بر ارزان‌فروشی سهم نقدشوندگی دارایی‌های شرکت‌های عرضه اولیه است. "بخش خصوصی تمایل به ورود به بازار را دارد، زیرا گاهی ۵ تا ۲۰ تا ۳۰ برابر، ارزش برای شرکت ایجاد می‌شود. بنابراین نقدشوندگی دارایی‌ها و افزایش دارایی‌ها و کلا ارزش‌آفرینی و کشف قیمتی که از عرضه اولیه اتفاق می‌افتد، آنقدر برای ناشر مهم هست که با ارزان‌فروشی خیلی مخالف نباشد" (EI۰۲۲۰). در این ارتباط، نقدشوندگی بالاتر باعث کاهش هزینه‌های معاملاتی در افزایش سرمایه‌های

بعدی (ریتر، ۱۹۹۵) و افزایش ارزش دارایی‌ها (آمیهود و مندلسون<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶) خواهد شد. "ناشر می‌خواهد شرکت بعدی را عرضه کند و برای دسترسی به بازار و افزایش سرمایه‌های بعدی با ارزان‌فروشی مخالف نیست" (MI۰۴۰۸). سایر عوامل از جمله انگیزه‌های مالیاتی، اعتبار صورت‌های مالی، بازارگردانی و سهامداران نهادی نیز در قیمت‌گذاری و پدیده ارزان‌فروشی اثرگذار هستند. در همین ارتباط یکی از مصاحبه‌شوندگان بیان کرده است که "... بعد از عرضه اولیه، مهمه که سبدگردان و بازارگردان سهم و قیمت را حفظ کند. عرضه اولیه یک زنجیره است که شامل پذیرهنویس، ناشر و سبدگردان هست که باعث می‌شوند تا قیمت سهم حفظ شود..." (MI۰۶۱۴). همچنین، "سهامدار عمده که پذیرهنویس می‌شود، وجه خوبی ندارد که بخواهد سهمی که منتشر کردند را با قیمت بالا، مجدد با قیمت پایین جمع کنند. بنابراین تمایل به قیمت پایین دارند" (MI۰۸۱۵).

- **شرایط خاص بازار سرمایه:** شرایط بازار سرمایه از بابت سه عامل در ارزان‌فروشی سهم موثر است که این عوامل عبارتند از دامنه نوسان، رونق یا رکود بازار سرمایه و عمق بازار که رونق یا رکود بازار بر اساس نظر مصاحبه‌شوندگان از مهمترین دلایل موثر بر قیمت عرضه است. اکثر شرکت‌های عرضه اولیه تمایل دارند در شرایطی که بازار رونق دارد عرضه شوند. حتی برای این منظور روزهای مشخصی از هفته که بر اساس تجربه رونق بیشتری در بازار حاکم است، برای عرضه انتخاب می‌شود. "رونق بازار مهم است و حتی روزهای شنبه و چهارشنبه بهتر عرضه می‌شود که اینها هم می‌تواند از دلایل تفاوت در قیمت‌گذاری شرکت‌ها باشد" (MI۰۳۱۴). در همین ارتباط تحقیقات نیز نشان می‌دهد که در بعضی دوره‌ها برای مثال در شروع و پایان دهه‌ی ۱۹۶۰ سهام جدید، داغ بودند. یعنی عرضه‌ی زیر قیمت چشمگیری وجود داشت (ایبوتسن و جف، ۱۹۷۵).

- **عوامل کلان اقتصادی:** اثر عوامل کلان اقتصادی شامل وضعیت اقتصاد (نرخ تورم، ارزش، رشد اقتصادی و ...)، وضعیت تحریم‌ها و سیاست‌های کلان موثر بر اقتصاد و در نهایت اثرات صنعت از جمله عواملی هستند که در کشف قیمت در عرضه اولیه موثر

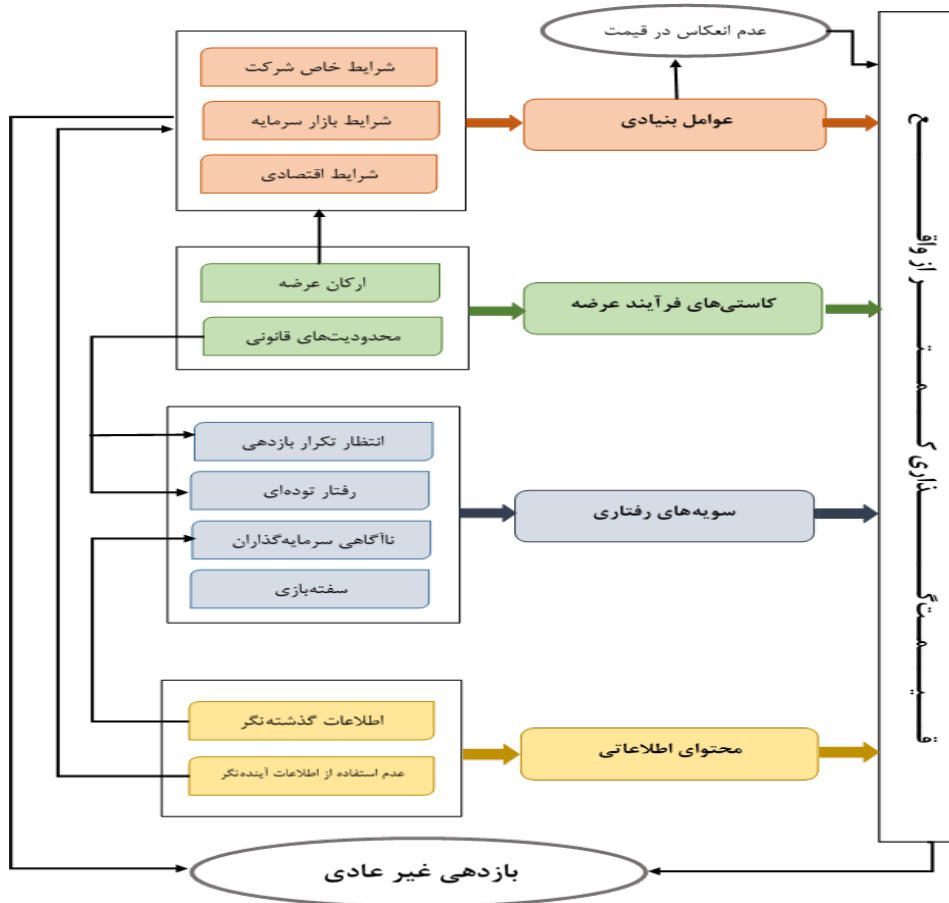
هستند. در این میان، اثرات وضعیت اقتصادی بر پدیده ارزان‌فروشی بر اساس خروجی تحلیل نتایج مصاحبه‌ها قابل توجه بود. نیلسون و ووچک<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) بیان می‌کنند که شرکت‌هایی که در یک منطقه اقتصادی متمرکز هستند به دلیل تمرکز در یک ناحیه و رقابت بالا، در عرضه اولیه با ریسک بالایی مواجه هستند که موجب عرضه به زیر قیمت می‌شود. تعداد زیادی از مصاحبه‌شوندگان عواملی مثل ریسک کلی بازار، حساسیت سرمایه‌گذاران بعد از عرضه سهام، تقلید از نمونه‌های مشابه در صنعت و به تبع آن عرضه به قیمت کمتر، نرخ تورم، رشد اقتصادی، نوسانات نرخ ارز، اثرات تحریم‌های بین‌المللی اقتصادی بر ایران و در نهایت دخالت‌های دولت در بورس را که میان همه عرضه‌ها مشترک است، از دلایل قیمت‌گذاری کمتر از واقع دانسته‌اند. در همین ارتباط، "عوامل کلان اقتصادی قطعاً تاثیر دارد و یکی از پایه‌های تحلیل بنیادی هم همین عوامل هستند" (MI۰۵۱۳)؛ و یا "در کشور ما عوامل کلان اقتصادی و شرایط سیاسی مثل تحریم در هم تنیده هستند و مستقل نیستند. تصمیمات سیاسی بر متغیرهای اقتصادی اثر دارد و نوسانات ناگهانی و غیرقابل کنترل اقتصادی منجر به سری تصمیمات خاص سیاسی میشه و مجموعه این عوامل روی عرضه، بخصوص اگر عرضه شرکت‌های دولتی باشد، اثر دارد" (MI۱۴۱۹ و MI۱۴۲۰). "همه اشتباهات در قیمت‌گذاری و اصل ماجرا همین مسائل سیاسی و دخالت‌های دولت و ناآگاهی سرمایه‌گذاران است. حتی به نظر من سهامداران هم به نوعی وابسته به دولت هستند که وارد بازار می‌شوند..." (EI۰۱۱۱).

- **تم اصلی سوم: سوبه‌های رفتاری:** ایو و ولش در سال ۱۹۹۲ برخی از عوامل مالی رفتاری و سوبه‌های سرمایه‌گذاران را عامل اصلی بوجود آمدن قیمت‌گذاری کمتر از واقع عنوان کردند. بر اساس تحلیل نتایج استخراج شده از مصاحبه‌ها، سوبه‌های رفتاری متاثر از چهار عامل شامل انتظار تکرار بازدهی، رفتار توده‌ای یا گله‌وار، ناآگاهی سرمایه‌گذاران و سفته‌بازی در عرضه اولیه بر پدیده ارزان‌فروشی سهم موثر هستند. "رفتارهای گله‌وار بر ارزان‌فروشی در بازار دامن‌میزنه و تقاضا رو تصادفی بالا میبره و به محض اینکه بازار بفهمه سهم خوب هست، این مساله تشدید می‌شود" (EI۰۳۲۴). "در عرضه اولیه خیلی دنبال تحلیل و فهم تفاوت شرکت‌ها نیستند و

سرمایه‌گذار آگاهی که تحلیل می‌کند خیلی کم و شاید ۱۰ درصد باشند. سرمایه‌گذار ناآگاه هم هستند که نمی‌دانند و وارد بازار می‌شوند و اینجای دسته دیگر هم هست که در این جریان می‌دمند تا سفته‌بازی کنند" (EI، ۳۲۵). تحت فرضیه سفته‌بازی، سرمایه‌گذارانی که نتوانسته‌اند سهام جدید را در عرضه اولیه بخرند عامل افزایش قیمت بعد از عرضه هستند و قیمت‌های سهام به‌طور موقت بیش از ارزش ذاتی آنها است، اما بعد از بازده‌های اضافی مثبت اولیه سهام جدید، وقتی که حباب می‌ترکد بازده‌های اضافی منفی به‌دست می‌آید (تینیک، ۱۹۸۸).

- **تم اصلی چهارم: محتوای اطلاعاتی حسابداری:** تم محتوای اطلاعاتی بر اثر اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری بر پدیده ارزان‌فروشی می‌پردازد. عموماً تئوری‌های مختلفی همچون علامت‌دهی، عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی به این مساله در عرضه اولیه پرداخته‌اند. تحت فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی، بین ذینفعان مختلف در جریان عرضه اولیه عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. در نتیجه در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران ابهام بیشتری در خصوص وضعیت شرکت دارند و یا احتمال دسترسی به اطلاعات محرمانه برای گروهی از سرمایه‌گذاران فراهم است، قیمت‌گذاری کمتر از واقع بیشتری تجربه می‌شود. در این ارتباط می‌توان به ابهام آتی سرمایه‌گذاران در خصوص ارزش ذاتی شرکت اشاره کرد که این ابهام در تحقیقات عامل اصلی قیمت‌گذاری کمتر از واقع است (ریتر، ۱۹۹۸، ریتر و ولش، ۲۰۰۲). نقش اطلاعات حسابداری که بتواند با کاهش این ابهام، بر روی قیمت‌گذاری کمتر از واقع اثر بگذارد، بسیار ارزشمند است (اسکات، ص ۶۰، ۲۰۰۹). بر اساس آنچه که از مصاحبه‌ها بدست آمده است، (۱) عدم تقارن اطلاعاتی، (۲) ارائه اطلاعات مختصر در زمان عرضه اولیه، (۳) فقدان قابل فهم بودن اطلاعات منتشره، (۴) فقدان ارائه اطلاعات غیرحسابداری مثل اطلاعات بودجه‌بندی، چشم‌انداز ۵ ساله شرکت، استراتژی‌ها و اهداف کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت شرکت و ...، (۵) فقدان اطلاعات پیش‌بینی شامل اطلاعات ارزش‌های جایگزینی مثل خالص جریان‌ات نقد و رودی، (۶) ناکارایی یا فقدان اثربخش بودن اطلاعات حساسی شده منتشره در عرضه اولیه که از دید سهامداران "اطلاعات سطحی و غیرقابل استفاده است" (EI، ۲۲۵)، (۷) فقدان رعایت یکنواختی در ارائه اطلاعات و " ... حتی بعضاً در ارائه امیدنامه‌های شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس یکنواختی وجود ندارد" (MI، ۲۳۳)، (۸) کافی نبودن استانداردهای حسابداری در انتشار اطلاعات مورد نیاز برای شرکت‌های عرضه اولیه، (۹) دسترسی به اطلاعات محرمانه شرکت برای گروه خاصی از سهامداران، (۱۰)

استفاده از اطلاعات گذشته‌نگر در قیمت گذاری که گاهی منجر به قیمت گذاری اشتباه سهام در عرضه اولیه می‌شود، از اثربخش بودن محتوای اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری شامل اطلاعات پیش‌بینی و ... بر پدیده ارزان‌فروشی سهم و کاهش این پدیده در بازار سرمایه ایران حکایت دارد. همچنین، بر اساس آنچه که از مصاحبه‌ها استخراج شد، مجموعه این عوامل ضرورت‌هایی را برای (۱۱) ضرورت‌های ارائه رهنمودهای لازم برای افشا در سطح بالاتر ایجاد نموده است. "در عرضه اولیه شرکت‌ها که معمولاً یا خانوادگی هستند و یا صد درصد دولتی هستند، پرسش می‌کنند و لازمه پرسش انتشار اطلاعات در سطح بالاتر است و این در حالی است که شرکت‌ها در ایران در عرضه اولیه حداقل اطلاعات را منتشر می‌کنند" (MI۰۵۱۴).  
مدل بدست آمده از تحلیل تم مطابق شکل زیر است.



شکل ۲. مدل عوامل موثر بر قیمت گذاری کمتر از واقع (منبع: یافته‌های پژوهش)

نتیجه کلی یافته‌های پژوهش نشان‌گر این است که در قیمت‌گذاری از مدل‌های قیمت‌گذاری استفاده نشده و با دخالت ارکان در مکانیزم عرضه و تقاضای بازار اشتباهاتی در قیمت‌گذاری رخ می‌دهد و در نهایت مجموعه این اشتباهات منجر به ارزان‌فروشی سهام می‌شود. این در حالی است که مدل‌های به روز تعیین قیمت با استفاده از اطلاعات حسابداری توانایی تعیین ارزش واقعی سهم را دارند. در چنین شرایطی، آن دسته از سهامدارانی که با فرض قیمت‌گذاری اشتباه، به تحلیل اطلاعات حسابداری پرداخته و قیمت سهم عرضه اولیه را قبل از عرضه بتوانند با استفاده از مدل‌های به روز تشخیص دهند، می‌توانند بازدهی اضافه کسب نمایند.

### بحث و نتیجه‌گیری

به طور کلی تحقیقات متنوعی در خصوص قیمت‌گذاری کمتر از واقع در عرضه اولیه انجام شده است که اولین نمونه آن را بیتی و ریتر در سال ۱۹۸۶ و با مطرح کردن تئوری عدم تقارن اطلاعاتی آغاز نمودند. پس از آن محققین مختلف با بررسی جنبه‌های مختلف عرضه اولیه تئوری‌های جدیدی را بیان کردند که عمدتاً شامل تئوری‌های عوامل نهادی، عوامل نظارتی و سوبیه‌های رفتاری بودند. با این حال هر کدام از این تئوری‌ها عوامل مختلفی را به عنوان متغیر توضیح دهنده پدیده قیمت‌گذاری کمتر از واقع معرفی کرده‌اند که بعضاً با یکدیگر در تضاد هستند. تلاش‌ها برای دسته‌بندی و توضیح یک مدل جامع برای علل ارزان‌فروشی سهم در عرضه‌های اولیه نیز به نتیجه مطلوبی نرسیده است. از جمله دلایل این امر می‌توان به خاص بودن این عوامل در شرایط هر بازار اشاره نمود که هر کدام از آنها تنها در بازارها و شرایط خاصی قدرت توضیح دهنده پدیده مورد مطالعه را دارد (راک، ۱۹۸۶؛ لوفران و همکاران، ۱۹۹۴؛ ریتر، ۱۹۹۸؛ ریتر و ولش، ۲۰۰۲). از طرفی با توجه به هدف روش‌های کیفی که پدیده مورد مطالعه را در شرایط شکل‌گیری آن بررسی می‌کنند، استفاده از این رویکرد تحقیقاتی می‌تواند به شناسایی بهتر و دقیق‌تر عوامل موثر بر ارزان‌فروشی سهام در عرضه‌های اولیه منجر شود که مطالعات اندکی در ادبیات از این رویکرد استفاده کرده‌اند.

به علاوه با توجه به اینکه در چارچوب نظری حسابداری هدف از ارائه اطلاعات حسابداری، سودمندی آنها برای تصمیمات سرمایه‌گذاران تعیین شده، انتظار می‌رود در عرضه‌های اولیه نیز اطلاعات حسابداری ارائه شده برای تصمیمات سودمند باشد. در این راستا مطابق فرضیه کارایی

بازار سرمایه انتظار می‌رود نتوان بازدهی بیشتر از بازدهی بازار کسب کرد که این فرضیه با توجه به پدیده بازدهی غیرعادی سهام در عرضه‌های اولیه مورد تردید است که دلیل آن می‌تواند سودمند نبودن اطلاعات حسابداری یا برقرار نبودن مفروضات کارایی بازار سرمایه در عرضه‌های اولیه باشد. بنابراین شناسایی عوامل ایجاد کننده بازدهی غیرعادی در عرضه‌های اولیه می‌تواند به تبیین محتوای اطلاعاتی متغیرهای حسابداری ارائه شده در عرضه‌های اولیه کمک کند. بنابراین این پژوهش به دنبال این بود که نقش اطلاعات حسابداری را در رقابت با سایر منابع اطلاعاتی در تبیین قیمت گذاری کمتر از واقع مشخص کند. محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری، تغییرات مورد نیاز اطلاعات حسابداری ارائه شده و توانایی کسب بازدهی بیشتر از بازار در عرضه‌های اولیه با تحلیل اطلاعات حسابداری مواردی هستند که در ادبیات کمتر به آن پرداخته شده و در این پژوهش به آنها پرداخته شد.

در همین راستا با استفاده از رویکرد کیفی و روش تحلیل تم، عوامل موثر بر پدیده ارزان‌فروشی سهم در عرضه اولیه در بازار سرمایه ایران و اهمیت و نقش اطلاعات حسابداری به‌عنوان بخشی از اطلاعاتی که در فرآیند عرضه‌های اولیه ارائه می‌شود، شناسایی شدند. تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش حاکی از این است که چهار تم کاستی‌های فرآیند عرضه اولیه، عوامل بنیادی، سویه‌های رفتاری و محتوای اطلاعاتی در عرضه‌های اولیه منجر به قیمت گذاری کمتر از واقع می‌شود. این موارد در تضاد با یافته‌های قبلی است که تنها یکی از این موارد را به عنوان عامل تبیین کننده قیمت گذاری کمتر از واقع شناسایی می‌کردند.

از جمله یافته‌های منحصربفرد این پژوهش تم اول شناسایی شده با عنوان کاستی‌های فرآیند عرضه اولیه است. کاستی‌های فرآیند عرضه اولیه اشاره به این امر دارد که ارکان مختلف مشارکت کننده در فرآیند عرضه اولیه با توجه به انگیزه‌های خاص خود و با دخالت در قیمت گذاری سهم عرضه شده باعث می‌شوند قیمت تعیین شده برای عرضه سهم منعکس کننده اطلاعات موجود درباره شرکت نباشد و قیمت عرضه حاصل اجماع این ارکان درباره قیمت باشد. از سویی دیگر با توجه به اینکه در معاملات بعدی سهام پس از عرضه اولیه عوامل بنیادی شرکت در تصمیمات سرمایه گذاران برای خرید و فروش سهم لحاظ می‌شود، لذا این عوامل

بنیادی تعیین کننده میزان بازدهی غیرعادی سهم خواهند بود. فاصله گرفتن قیمت سهام از ارزش ذاتی آن به دلیل دخالت ارکان در قیمت گذاری باعث دامن زدن به سویه‌های رفتاری سرمایه گذاران شده و محتوای اطلاعاتی ناکافی اطلاعات حسابداری نیز نمی‌تواند این پدیده را کاهش دهد.

به طور کلی می‌توان نتیجه‌گیری کرد که مختل شدن مکانیزم‌های بازار با دخالت ارکان در قیمت گذاری و محتوای اطلاعاتی پایین اطلاعات حسابداری به صورت توامان باعث می‌شوند عوامل بنیادی در قیمت منعکس نشده باشد و سویه‌های رفتاری سهامداران نیز تشدید شود. در پژوهش‌های قبلی به روابط متقابل و تأثیری که عوامل شناسایی شده روی یکدیگر ایجاد می‌کردند اشاره نشده بود. با این توضیحات و با توجه به اهمیت قیمت گذاری مناسب عرضه‌های اولیه در انتقال منصفانه ثروت بین ناشر و سهامداران، ایجاد انگیزه در ناشران بالقوه برای عرضه سهم خود در بازار و بزرگ‌تر شدن بازار سرمایه، پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع در عرضه‌های اولیه از دو طریق قابل کاهش است. در وهله اول این امر از طریق دخالت کمتر ارکان مختلف در مکانیزم بازار برای تعیین قیمت صورت خواهد گرفت که نیازمند حل و فصل تضاد منافع ارکان مختلف موثر در فرآیند عرضه اولیه می‌باشد. در روش دوم نیز با ارائه اطلاعات حسابداری آینده‌نگر و با آگاهی بخشی به سرمایه گذاران خرد سویه‌های رفتاری کاهش می‌یابد. با توجه به اینکه یافته اصلی این پژوهش حاکی از دخالت ارکان مختلف در قیمت گذاری و عدم انعکاس اطلاعات موجود بر قیمت می‌باشد، بررسی کارایی بازار قبل و بعد از عرضه می‌تواند در تایید یا رد این یافته اطلاعات جدیدی در اختیار بگذارد.

همچنین با توجه به یافته این پژوهش مبنی بر عدم استفاده سرمایه گذاران از اطلاعات حسابداری در اخذ تصمیمات، بررسی محتوای اطلاعاتی حسابداری قبل و بعد از عرضه و ارائه پیشنهاداتی برای اصلاح اطلاعات حسابداری ارائه شده در عرضه‌های اولیه حائز اهمیت است.

یکی از محدودیت‌های ذاتی پژوهش کیفی امکان سوگیری محققین به هنگام تفسیر و تحلیل و استخراج تم‌های اصلی است. در این پژوهش نیز با توجه به اینکه محققین ناگزیر از تفسیر



داده‌ها و اعمال قضاوت بوده‌اند، علیرغم تلاش حداکثری محققین مبنی بر عدم سوگیری، احتمال تأثیرپذیری نتایج از این سوگیری ناخواسته وجود دارد.

با توجه به ماهیت تعمیم پذیر نبودن پژوهش‌های کیفی، و این نکته که نتایج این پژوهش حاصل شرایط زمانی است که پژوهش در آن مدت انجام شده است، احتمال دارد پژوهش‌های آتی به دلیل تغییر شرایط محیطی و زمانی به نتایجی متفاوت با نتایج به دست آمده در این پژوهش برسند لذا باید در مقایسه این پژوهش با سایر پژوهش‌های این حوزه حداکثر دقت را به کار گرفت.

## منابع

- باقرزاده، سعید، نیک بخت، محمدرضا، نوروش، ایرج. (۱۳۹۰). پژوهش‌های مدیریت در ایران، دوره ۱۵، شماره ۱ (پیاپی ۷۰).
- دستگیر، محسن. علیخانی بوانی، مهدی. (۱۳۸۵). "عرضه اولیه سهام: پدیده ارزان فروشی سهام و فرضیات مرتبط با آن". ماهنامه بورس، شماره ۵۸.
- ازکیا، مصطفی. دربان‌آستانه، علیرضا. (۱۳۸۲). روش‌های کاربردی تحقیق، جلد اول، انتشارات کیهان، چاپ اول.
- افشار، ابراهیم. (۱۳۹۲). مبانی پژوهش کیفی: فنون و مراحل تولید نظریه زمینه‌ای، نشر نی، چاپ سوم.

## References

- Afshar, E. 2013. *Fundamentals of Qualitative research: Methods and Steps in developing grounded theory*. Nashre-Ney. 3rd edition (In Persian)
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Azkiya, M. 2003. *Applied Research Methods*. Keyhan Press. 1st edition (In Persian)
- Bagherzadeh, S. Nikbakht, M. And I. Noravesh. 2011. *Management researchs in Iran*. 15(1):70 (In Persian)
- Baron, D. P. (1982). A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *The journal of finance*, 37(4), 955-976.
- Beatty, R. P. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *Accounting Review*, 693-709.
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of financial economics*, 15(1-2), 213-232.
- Bertoni, F., & Giudici, G. (2014). The strategic reallocation of IPO shares. *Journal of Banking & Finance*, 39, 211-222.
- Bertoni, F., & Giudici, G. (2014). The strategic reallocation of IPO shares. *Journal of Banking & Finance*, 39, 211-222.
- Boreiko, D., & Lombardo, S. (2011). Italian IPOs: Allocations and claw back clauses. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(1), 127-143.
- Boulton, T. J., Smart, S. B., & Zutter, C. J. (2011). Earnings quality and international IPO underpricing. *The Accounting Review*, 86(2), 483-505.
- Cai, N., Ramchand, L., & Warga, A. (2004). The pricing of equity IPOs that follow public debt offerings. *Financial Management*, 5-26.
- Chan, K., Wang, J., & Wei, K. J. (2004). Underpricing and long-term performance of IPOs in China. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 409-430.
- Chan, Y. C. (2010). Retail trading and IPO returns in the aftermarket. *Financial Management*, 39(4), 1475-1495.
- Chuluun, T. (2015). The role of underwriter peer networks in IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 51, 62-78.

- Dastgir, M. And M. Alikhani. 2006. Initial Public offering: Underpricing Phenomenon and related hypotheses. Bourse Publications. 58 (In Persian)
- Derrien, F., & Womack, K. L. (2003). Auctions vs. bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets. *The Review of Financial Studies*, 16(1), 31-61.
- Duarte-Silva, T. (2010). The market for certification by external parties: Evidence from underwriting and banking relationships. *Journal of Financial Economics*, 98(3), 568-582.
- Fernando, C. S., Gatchev, V. A., May, A. D., & Megginson, W. L. (2012). The benefits of underwriter reputation to banks and equity issuing firms. *The Journal of Finance*, 67, 233-270.
- Goldstein, M. A., Irvine, P., & Puckett, A. (2011). Purchasing IPOs with commissions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1193-1225.
- Harris, O. (2018). The impact of industrial districts on the pricing of IPOs. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 69, 274-285.
- Ibbotson, R. G., & Ritter, J. R. (1995). Initial public offerings. *Handbooks in operations research and management science*, 9, 993-10
- Jamaani, F., & Alidarous, M. (2019). Review of Theoretical Explanations of IPO Underpricing. *Journal of Accounting, Business and Finance Research*, 6(1), 1-18.
- Jenkinson, T., Jones, H., & Suntheim, F. (2018). Quid pro quo? What factors influence IPO allocations to investors?. *The Journal of Finance*, 73(5), 2303-2341.
- Jeon, B., Lee, J., & Choi, J. (2013). Design and implementation of a wearable ECG system. *International Journal of Smart Home*, 7(2), 61-69.
- Kaneko, T., & Pettway, R. H. (2003). Auctions versus book building of Japanese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 439-462.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?. *The Review of Financial Studies*, 15(2), 413-444.
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2-3), 165-199.
- Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2018, June). Information revelation through regulatory process: Interactions between the SEC and companies ahead of the IPO. In *Fifth Annual Conference on Financial Market Regulation*.
- Lyn, E. O., & Zychowicz, E. J. (2003). The performance of new equity offerings in Hungary and Poland. *Global Finance Journal*, 14(2), 181-195.
- Nielsson, U., & Wójcik, D. (2016). Proximity and IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 38, 92-105.
- Ritter, J. R. (1984). Signaling and the valuation of unseasoned new issues: A comment. *The Journal of Finance*, 39(4), 1231-1237.
- Ritter, J. R. (1998). Initial public offerings. *Contemporary finance digest*, 2(1), 5-30.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of financial economics*, 15(1-2), 187-212.

- Schrand, C., & Verrecchia, R. E. (2004). Disclosure choice and cost of capital: evidence from underpricing in initial public offerings. *Unpublished working paper. University of Pennsylvania.*
- Scott, W. R. (2009). *Financial accounting theory*. Toronto, Ont: Pearson Prentice Hall.
- Sherman, A. E. (2005). Global trends in IPO methods: Book building versus auctions with endogenous entry. *Journal of Financial Economics*, 78(3), 615-649.
- Shi-yu, X., & Chang, L. (2008). The degree of IPO underpricing in China. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 4(4), 32.
- Su, D., & Fleisher, B. M. (1999). An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7(2), 173-202.
- Tinic, S. M. (1988). Anatomy of initial public offerings of common stock. *The Journal of Finance*, 43(4), 789-822.
- Trueman, B., & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of accounting research*, 127-139.
- Wang, W., & Yung, C. (2011). IPO information aggregation and underwriter quality. *Review of Finance*, 15(2), 301-325.
- Welch, I. (1989). Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 44(2), 421-449.

## پیوست

## جدول ۱. تحلیل تم همراه با کدهای مربوط به هر تم

| کدها  | دسته‌های مفهومی           | تم‌های فرعی       | تم‌های اصلی                 |
|---|---------------------------|-------------------|-----------------------------|
| EI۰۱۰۴, EI۰۲۰۲, MI۰۱۱۰, MI۰۲۲۷,<br>MI۰۳۰۱, MI۰۴۰۱, MI۰۶۱۲, MI۰۷۱۳,<br>MI۰۸۱۲, MI۰۹۰۱, MI۱۱۰۱, MI۱۲۰۱,<br>MI۱۴۰۲         | استفاده از روش‌های سنتی   | گذاری ارزش اشتباه | های فرآیند عرضه اولیه کاستی |
| EI۰۱۰۹, EI۰۲۲۸, EI۰۳۱۵, MI۰۲۱۶,<br>MI۰۱۱۳, MI۰۶۰۸   | قوانین خاص بازار          | شرایط خاص بازار   |                             |
| EI۰۲۱۴, MI۱۰۰۶, MI۱۳۲۲  | کم بودن سهم هر نفر        |                   |                             |
| EI۰۲۰۸, EI۰۳۰۳, MI۰۱۰۳, MI۰۲۰۴,<br>MI۰۳۰۴, MI۰۴۰۴, MI۰۹۰۴, MI۱۰۰۲,<br>MI۱۱۲۴, MI۱۲۲۰, MI۱۳۲۳, MI۱۴۱۸                    | مکانیزم عرضه              |                   |                             |
| EI۰۲۰۹, MI۱۰۰۳  | مختل شدن مکانیزم بازار    |                   |                             |
| EI۰۲۱۶, MI۰۳۰۶, MI۰۴۰۶, MI۰۹۰۶,<br>MI۱۱۲۵   | اندازه بازار سرمایه       |                   |                             |
| EI۰۱۰۸, EI۰۲۰۵, EI۰۳۰۱, MI۰۱۰۱,<br>MI۰۲۱۴, MI۰۳۱۲, MI۰۴۱۲, MI۰۵۰۹,<br>MI۰۶۰۷, MI۰۸۰۷, MI۰۹۱۲, MI۱۲۰۷,<br>MI۱۳۱۶, MI۱۴۰۹ | دخالت ناظر در قیمت        | انگیزه ناظر       |                             |
| EI۰۱۱۰, EI۰۲۲۹, EI۰۳۱۰, MI۰۱۰۶,<br>MI۰۲۱۵, MI۰۵۱۰, MI۰۶۰۹, MI۰۸۰۸,<br>MI۱۱۱۱, MI۱۲۰۹, MI۱۳۱۷, MI۱۴۱۲                    | تضمین موفقیت عرضه         |                   |                             |
| MI۰۲۲۹, MI۰۳۲۰, MI۰۴۱۹, MI۰۶۱۵,<br>MI۰۹۱۹, MI۱۱۱۲, MI۱۲۱۰, MI۱۴۱۱   | حمایت از سهامداران خرد    |                   |                             |
| EI۰۱۰۱, EI۰۲۰۷, EI۰۳۰۲, MI۰۱۰۲,<br>MI۰۲۰۳, MI۰۳۰۳, MI۰۴۰۳, MI۰۵۰۲,<br>MI۰۶۰۱, MI۰۷۰۲, MI۰۸۰۱, MI۰۹۰۳,<br>MI۱۳۰۷, MI۱۴۱۰ | تضاد منافع شرکت‌های دولتی | انگیزه ناشر       |                             |

| کدها   | دسته‌های مفهومی       | تم‌های فرعی          | تم‌های اصلی  |
|--|-----------------------|----------------------|--------------|
| EI۰۲۱۷, EI۰۳۰۷, MI۰۲۱۷, MI۱۰۱۵,<br>MI۱۱۱۳, MI۱۲۱۱, MI۱۳۰۶, MI۱۴۱۳  | شهرت                  |                      |              |
| EI۰۳۱۵, MI۱۰۱۴, MI۱۱۱۴   | فقدان آشنایی با بازار |                      |              |
| EI۰۳۱۶, MI۰۲۱۸, MI۰۳۱۳, MI۰۴۱۳,<br>MI۰۷۰۹, MI۰۹۱۳, MI۱۰۱۳, MI۱۱۱۵,<br>MI۱۲۱۲, MI۱۳۰۵                                       | قدرت چانه‌زنی         |                      |              |
| EI۰۱۱۰, EI۰۲۲۹, EI۰۳۱۰, MI۰۱۰۶,<br>MI۰۲۱۹, MI۰۵۱۰, MI۰۶۰۹, MI۰۸۰۸,<br>MI۱۱۱۷, MI۱۳۱۸, MI۱۴۱۴                               | موفق بودن عرضه        |                      |              |
| EI۰۱۱۷, MI۰۲۳۲, MI۰۳۲۱, MI۰۴۲۱,<br>MI۰۶۱۶, MI۰۸۱۶, MI۰۹۲۱, MI۱۱۱۸,<br>MI۱۲۱۴, MI۱۴۱۵                                       | شهرت پذیره‌نویس       | انگیزه پذیره<br>نویس |              |
| MI۰۲۳۰, MI۰۳۲۲, MI۱۱۱۹, MI۱۲۱۵,<br>MI۱۳۱۹  | کاهش ریسک             |                      |              |
| EI۰۲۰۳, MI۰۳۲۳, MI۱۰۱۲   | استقلال ارزش‌گذار     |                      |              |
| EI۰۲۲۷, EI۰۳۲۸, MI۰۷۱۵, MI۱۲۱۷   | فقدان اثر حسابرسی     | حسابرس               |              |
| EI۰۲۱۱, EI۰۳۰۴, MI۰۳۰۵, MI۰۴۰۵,<br>MI۰۷۰۳, MI۰۹۰۵, MI۱۲۰۲, MI۱۳۰۱  | اندازه شرکت           |                      | عوامل بنیادی |
| EI۰۲۱۰, MI۰۲۰۵, MI۰۶۰۲, MI۰۸۰۲,<br>MI۱۱۰۴, MI۱۲۰۸, MI۱۳۰۲  | رشدی بودن سهام        |                      |              |
| EI۰۱۰۴, EI۰۲۱۸, EI۰۳۰۹, MI۰۱۰۴,<br>MI۰۲۰۸,<br>MI۰۳۰۷, MI۰۴۰۷, MI۰۵۰۴, MI۰۷۰۶,<br>MI۰۹۰۷, MI۱۴۰۳, MI۱۱۰۲, MI۱۲۰۶,<br>MI۱۳۰۳ | نیاز به تامین مالی    | عوامل خاص<br>شرکت    |              |
| EI۰۲۱۲, MI۰۲۰۶, MI۰۷۰۴, MI۱۲۰۳   | حجم سهام عرضه<br>شده  |                      |              |
| EI۰۱۰۲, EI۰۲۱۵, EI۰۳۰۶, MI۰۲۰۷,<br>MI۰۸۰۳  | انگیزه‌های مالیاتی    |                      |              |

| کدها   | دسته‌های مفهومی             | تم‌های فرعی         | تم‌های اصلی     |
|--|-----------------------------|---------------------|-----------------|
| EI۰۲۱۹, MI۰۲۰۹, MI۰۶۰۳   | اعتبار صورت‌های مالی        |                     |                 |
| EI۰۱۰۳, EI۰۲۲۰, EI۰۳۰۸, MI۰۳۰۸, MI۰۴۰۸, MI۰۵۰۳, MI۰۷۰۵, MI۰۹۰۸, MI۱۱۱۶, MI۱۲۱۳, MI۱۳۰۴                         | نقدشوندگی و تعیین ارزش شرکت |                     |                 |
| EI۰۱۱۶, MI۰۱۱۲, MI۰۳۱۹, MI۰۴۱۸, MI۰۶۱۴, MI۰۸۱۴, MI۰۹۲۰, MI۱۰۱۱   | بازارگردانی فعال            |                     |                 |
| EI۰۳۱۳, MI۰۲۳۱, MI۰۸۱۵, MI۱۱۲۰, MI۱۲۱۶   | نقش سهامداران نهادی         |                     |                 |
| EI۰۲۰۱, MI۰۲۰۱, MI۱۰۰۴   | دامنه نوسان                 |                     |                 |
| EI۰۳۱۷, MI۰۱۰۷, MI۰۲۲۰, MI۰۳۱۴, MI۰۴۱۴, MI۰۵۱۱, MI۰۶۱۰, MI۰۸۰۹, MI۰۹۱۴, MI۱۰۰۵, MI۱۱۲۳, MI۱۲۱۹, MI۱۳۲۱, MI۱۴۱۷ | رونق و رکود بازار           | شرایط بازار سرمایه  |                 |
| EI۰۳۱۱   | عمق بازار                   |                     |                 |
| EI۰۳۱۲, MI۱۰۰۷   | تعداد سرمایه‌گذاران         |                     |                 |
| EI۰۱۱۱, EI۰۳۱۹, MI۰۲۲۲, MI۰۵۱۲, MI۰۷۱۱, MI۱۴۲۰   | ریسک سیاسی                  |                     |                 |
| EI۰۱۱۲, EI۰۳۲۰, MI۰۲۲۳, MI۰۵۱۳, MI۰۸۱۰, MI۱۰۰۱, MI۱۱۲۶, MI۱۲۲۱, MI۱۴۱۹   | نرخ ارز، تورم، رشد          | عوامل کلان اقتصاد   |                 |
| EI۰۳۱۸, MI۰۲۲۱, MI۰۳۱۵, MI۰۴۱۵, MI۰۷۱۰, MI۰۹۱۵, MI۱۱۲۷, MI۱۳۲۴   | اثرات صنعت                  |                     |                 |
| EI۰۲۱۳, EI۰۳۰۵, MI۱۰۱۰, MI۱۱۲۱   | -                           | انتظار تکرار بازدهی |                 |
| EI۰۱۱۳, EI۰۳۲۴, MI۰۱۰۹, MI۰۲۲۶, MI۰۳۱۷, MI۰۴۱۷, MI۰۵۱۵, MI۰۷۱۲, MI۰۸۱۱, MI۰۹۱۷, MI۱۱۲۲, MI۱۲۱۸, MI۱۳۲۰, MI۱۴۱۶ | -                           | ای رفتار توده       | های سویه رفتاری |

| کدها   | دسته‌های مفهومی                                       | تم‌های فرعی          | تم‌های اصلی        |
|--|---|----------------------|--------------------|
| EI.۳۲۲, MI.۱۰۸, MI.۲۲۵, MI.۳۱۶,<br>MI.۴۱۶, MI.۶۱۱, MI.۹۱۶, MI.۱۰۰۷   | -   | ناآگاهی<br>سهامداران |                    |
| EI.۳۲۵, MI.۳۲۴, MI.۱۰۰۸  | -   | سفته‌بازی            |                    |
| EI.۱۰۵, EI.۲۲۱, MI.۲۱۰, MI.۳۰۹,<br>MI.۴۰۹, MI.۵۰۵, MI.۸۰۴, MI.۹۰۹,<br>MI.۱۳۰۸, MI.۱۴۰۴                             | ارائه مختصر<br>اطلاعات                                | ---                  | محتوای<br>اطلاعاتی |
| EI.۲۲۲, MI.۲۱۱, MI.۶۰۴, MI.۱۱۰۳,<br>MI.۱۲۰۵  | قابل فهم نبودن  |                      |                    |
| EI.۱۰۶, EI.۲۲۳, MI.۲۱۲, MI.۳۱۰,<br>MI.۴۱۰, MI.۵۰۶, MI.۶۰۵, MI.۷۰۷,<br>MI.۸۰۵, MI.۹۱۰, MI.۱۱۰۵, MI.۱۲۰۴,<br>MI.۱۳۰۹ | ارائه اندک اطلاعات<br>غیر حسابداری                    |                      |                    |
| EI.۱۰۷, EI.۲۲۴, MI.۱۰۵, MI.۲۱۳,<br>MI.۳۱۱, MI.۴۱۱, MI.۵۰۷, MI.۶۰۷,<br>MI.۷۰۸, MI.۸۰۶, MI.۹۱۱, MI.۱۳۱۰              | عدم ارائه اطلاعات<br>پیش‌بینی مثل<br>جریان‌ات نقد آتی |                      |                    |
| EI.۲۲۵, MI.۵۰۸, MI.۱۰۱۹, MI.۱۱۰۶   | کیفیت پایین<br>اطلاعات حسابرسی                        |                      |                    |
| EI.۲۲۶, MI.۱۱۰۷, MI.۱۳۱۱   | عدم تأیید اطلاعات<br>توسط سایر نهادها                 |                      |                    |
| MI.۲۳۳, MI.۱۰۱۸  | عدم یکنواختی  |                      |                    |
| EI.۳۲۱, MI.۲۲۴, MI.۵۱۴, MI.۱۱۰۸,<br>MI.۱۳۱۲, MI.۱۴۰۵   | سطح افشای پایین                                       |                      |                    |
| EI.۳۲۲, MI.۱۰۱۷, MI.۱۳۱۳   | کافی نبودن<br>استانداردهای<br>حسابداری                |                      |                    |
| EI.۱۱۵, MI.۱۱۱, MI.۲۲۸, MI.۳۱۸,<br>MI.۴۲۰, MI.۵۱۶, MI.۶۱۳, MI.۷۱۴,<br>MI.۸۱۳, MI.۹۱۸, MI.۱۱۰۹, MI.۱۳۱۴,<br>MI.۱۴۰۶ | عدم ارائه اطلاعات<br>سودآوری آتی                      |                      |                    |



| کدها   | دسته‌های مفهومی            | تم‌های فرعی | تم‌های اصلی |
|--|----------------------------|-------------|-------------|
| EI۰۲۰۴, MI۰۲۰۲, MI۰۳۰۲, MI۰۴۰۲,<br>MI۰۵۰۱, MI۰۷۰۱, MI۰۹۰۲, | اطلاعات محرمانه            |             |             |
| EI۰۲۰۶, MI۰۳۲۵, MI۱۴۰۱                                     | اطلاعات گذشته‌نگر          |             |             |
| MI۰۳۲۶, MI۰۵۱۷, MI۱۰۱۶, MI۱۱۱۰,<br>MI۱۴۰۸                  | عدم تقارن اطلاعاتی         |             |             |
| MI۰۵۱۸, MI۱۳۱۵, MI۱۴۰۷                                     | عدم وجود<br>رهنمودهای افشا |             |             |

منبع: یافته‌های پژوهش

## COPYRIGHTS



© 2022 by the authors. License Alzahra University, Tehran, Iran.  
This article is an open access article distributed under the terms and conditions of  
the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0)  
(<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)