

عنوان پایان‌نامه: بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در

عرضه‌های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران

دانشجو: مجتبی صفی‌پور افشار

دانشگاه/ دانشکده: دانشگاه تهران / دانشکده مدیریت

تاریخ دفاع: تابستان ۱۳۹۲

خلاصه:

این پایان‌نامه با عنوان «بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، به دنبال بررسی این واقعیت است که آیا محافظه‌کاری می‌تواند از طریق ارائه اطلاعات قابل تأیید و نیز محدود کردن رفتار فرصت‌طلبانه مدیران و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان ذینفعان عرضه‌های اولیه سهام، قیمت‌گذاری کمتر از واقع را در عرضه‌های اولیه کاهش دهد یا خیر. در متون سنتی حسابداری، محافظه‌کاری بدین صورت تعریف شده است که هیچ سودی را پیش‌بینی نکنید، اما همه‌ی زیان‌ها را پیش‌بینی کنید. در ادبیات حسابداری، این پدیده به صورت "گرایش حسابداری به الزام درجه بالاتری از تأییدپذیری برای شناسایی اخبار خوب، یعنی سود نسبت به شناسایی اخبار بد یعنی زیان" تفسیر شده است. در محافظه‌کاری، برای شناسایی سودها، معیار تأییدپذیری بیشتری نسبت به زیانها لازم است. در این حالت، سود و دارایی گزارش شده تحت محافظه‌کاری، قابلیت اتکا و تأییدپذیری بیشتری خواهد داشت و محافظه‌کاری رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را برای بیش‌نمایی سود و کم‌نمایی زیان-های بالقوه کاهش خواهد داد. قیمت‌گذاری کمتر از واقع نیز به حالتی اطلاق می‌شود که در آن شرکت انتشار دهنده سهام، قیمت عرضه سهام را بسیار پایین‌تر از قیمت بازار (یا قیمت ذاتی) آن تعیین می‌کند؛ به طوری که سرمایه‌گذاران نخستین (کسانی که سهام را از طریق پذیرهنویسی و به طور مستقیم از شرکت انتشار دهنده دریافت کرده‌اند)، تنها از مبادله سهام در روز اول خریداری آن بازده قابل توجهی به دست می‌آورند.

هدف این تحقیق بررسی رابطه بین حسابداری محافظه‌کارانه و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام در عرضه‌های اولیه سهام است. این تحقیق از لحاظ هدف، تحقیقی کاربردی و از لحاظ ماهیت، تحقیقی توصیفی است. جامعه مورد پژوهش در این تحقیق، شرکت‌هایی هستند که طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۹۰ سهام خود را در بورس اوراق بهادار تهران عرضه اولیه کرده‌اند. برای جمع‌آوری داده‌های تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌ها و پایگاه اینترنتی شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که محافظه‌کاری با استفاده از قابلیت تأیید بیشتر برای شناسایی سودها نسبت به زیان‌ها و به طور کلی قابلیت تأیید بیشتر برای شناسایی عملکرد عملیاتی شرکت و گزارشگری مالی و همچنین محدود کردن رفتار فرصت‌طلبانه مدیران برای بیش‌نمایی سود و کم‌نمایی زیان‌های بالقوه،

باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات بین منتشرکنندگان و دیگر ذی‌نفعان عرضه اولیه سهام شده و قیمت‌گذاری کمتر از واقع را کاهش می‌دهد.

این تحقیق مشتمل بر پنج فصل است. در فصل اول، کلیات پژوهش بیان شده است. ابتدا موضوع قیمت‌گذاری کمتر از واقع و تئوری‌های مطرح در مورد آن مورد بررسی قرار گرفته است. همانطور که گفته شد، قیمت‌گذاری کمتر از واقع به حالتی اطلاق می‌شود که در آن شرکت انتشار دهنده سهام، قیمت عرضه سهام را بسیار پایین‌تر از قیمت بازار (یا قیمت ذاتی) آن تعیین می‌کند. شرکت‌هایی که سهام یا اوراق بهادار خود را برای اولین بار به عموم عرضه می‌کنند، با فدا کردن منافع سهامداران اولیه خود و به اصطلاح "باقی گذاشتن مبلغ قابل توجهی پول روی میز" هزینه زیادی متحمل شده و برای سرمایه‌گذاران جدید بازده مثبت غیرعادی ایجاد می‌کنند. شکل‌گیری بازده کوتاه‌مدت غیرعادی سهام عرضه اولیه، به "قیمت‌گذاری کمتر از واقع" یا "ارزان‌فروشی" این سهام نسبت داده می‌شود. این پدیده جهان‌شمول بوده و در بورس اوراق بهادار اکثر کشورها مشاهده می‌شود. از میان تئوری‌های مختلف قیمت‌گذاری کمتر از واقع، تئوری عدم تقارن اطلاعات نقش برجسته‌تری دارد. این تئوری بر این اساس شکل گرفته است که بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های اولیه نتیجه عدم تقارن اطلاعات بین ذی‌نفعان مختلف در فرآیند عرضه عمومی اولیه است.

در ادامه این فصل، موضوع محافظه‌کاری و ارتباط آن با عدم تقارن اطلاعات مطرح شده است. همانطور که گفته شد، محافظه‌کاری به عنوان مکانیزمی عمل می‌کند که مزایایی مورد نظر برای بستانکاران و سهامداران را فراهم می‌نماید. حسابداری محافظه‌کارانه از طریق دو مکانیزم می‌تواند عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران را کاهش دهد: اول آنکه، محافظه‌کاری، اطلاعات قابل تأییدی درباره عملکرد جاری به سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد و دوم آنکه، این اطلاعات قابل تأیید (اطلاعات سخت) به عنوان یک استاندارد عمل کرده و باعث می‌شود منابع اطلاعات نرم (مانند پیش‌بینی‌های مدیریت) جایگزین اطلاعات معتبرتری شوند. بنابراین سود و دارایی خالص گزارش شده تحت محافظه‌کاری، قابل اتکا تر خواهد بود و حسابداری محافظه‌کارانه رفتار فرصت‌طلبانه مدیر را برای بیش‌نمایی سود و کم‌نمایی زیان‌های بالقوه محدود خواهد کرد. در نتیجه، عدم تقارن اطلاعات بین منتشرکنندگان و دیگر ذی‌نفع‌های عرضه اولیه سهام، تحت محافظه‌کاری کمتر خواهد بود و این منجر به کاهش قیمت‌گذاری کمتر از واقع خواهد شد.

در فصل دوم، مبانی نظری و پیشینه تحقیق آورده شده است. مطالب این فصل را می‌توان در سه بخش کلی مورد بررسی قرار داد. بخش اول تحقیق به عرضه‌های اولیه سهام و نظریه‌های مطرح شده درباره بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت عرضه‌های اولیه پرداخته است. شرکت‌هایی که سهامشان عرضه عمومی اولیه می‌شود، به دلیل پدیده عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه‌کنندگان سهام جدید (سهامداران فعلی شرکت)، مؤسسات تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران بیرونی (سهامداران جدید) با مشکلات زیادی مواجه می‌شوند. همچنین شواهد حاکی از این است که سه پدیده غیر عادی در سهام جدید وجود دارد که عبارت‌اند از عرضه اولیه زیر قیمت (بازده کوتاه مدت بیش‌تر از بازار)، بازدهی بلندمدت کمتر از بازار (که به الگوی بازده‌های کمتر سهام جدید نسبت به سایر شرکت‌ها (بازار) در سال‌های بعد از عرضه عمومی اشاره دارد) و وجود دوره‌هایی در حجم معاملات و در میانگین بازده‌های اولیه سهام جدید.

در خصوص بازده‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت عرضه‌های اولیه فرضیه‌های زیادی مطرح شده است که سه مورد از مهمترین آنها عبارتند از: فرضیه بیمه ضمنی در مقابل مسئولیت‌های قانونی (فروش زیر قیمت سهام جدید به دلیل ترس از مشکلات قانونی بالقوه ناشی از انتشار سهام به قیمت گران)، فرضیه قدرت انحصاری (فروش زیر قیمت سهام جدید در نتیجه قدرت انحصاری مؤسسات تأمین سرمایه در تضمین فروش سهام شرکت‌های کوچک پر خطر) و فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی (فروش زیر قیمت سهام جدید به خاطر وجود ابهام قبلی در مورد ارزش واقعی شرکت).

در بخش دوم این فصل به موضوع محافظه‌کاری و دیدگاه‌های مطرح در مورد آن پرداخته شده است. محافظه-کاری به معنای نشان دادن واکنش محتاطانه در قبال وجود ابهام می‌باشد که به منظور ایجاد اطمینان خاطر از اینکه ابهام و خطرات احتمالی همراه با آن، در حد کافی مورد توجه واقع شده‌اند، صورت می‌گیرد. در این مورد دیدگاه‌های گوناگونی از جمله دیدگاه قراردادی (مدیران برای افزایش منافع شخصی خود در استفاده از معیارهای حسابداری که مبنای اطلاع‌رسانی برای سرمایه‌گذاران است، جانبدارانه عمل می‌کنند و در ارسال اطلاعات اختلال ایجاد می‌نمایند)، دیدگاه دعاوی حقوقی (در صورتی که خالص ارزش دارایی‌ها بیشتر از واقع گزارش شوند، احتمال شکل‌گیری دعاوی حقوقی علیه شرکت و حساب‌رسان، بیشتر از مواقعی خواهد بود که خالص ارزش دارایی‌ها کمتر از واقع گزارش شوند) و دیدگاه مالیاتی (سود حسابداری کمتر، هزینه مالیاتی کمتری را به دنبال خواهد داشت) وجود دارد که هر یک از حوزه خاصی به موضوع پرداخته است.

در آخرین بخش این فصل نیز پیشینه تحقیقات صورت گرفته در این زمینه به تفکیک تحقیقات داخلی و خارجی بیان شده است.

در فصل سوم، روش تحقیق تشریح شده است. این تحقیق از لحاظ هدف، تحقیقی کاربردی و از نظر زمان گردآوری اطلاعات و نوع داده‌ها، از نوع مطالعات تاریخی و مقطعی می‌باشد. روش تحقیق نیز بر اساس خصوصیت موضوع، از نوع توصیفی و پس‌رویدادی می‌باشد. دوره زمانی این تحقیق بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ است. جامعه آماری آن نیز کلیه شرکت‌هایی است که از تاریخ ۸۳/۱/۱ تا ۹۰/۱۲/۲۹ برای اولین بار اقدام به عرضه سهام خود نموده‌اند. در این تحقیق از روش نمونه‌گیری حذفی استفاده شده است و پس از انتخاب جامعه آماری تحقیق، شرکت‌هایی که برخی شرایط خاص را احراز می‌کردند به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده‌اند. حجم نمونه نیز شامل ۴۱ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که نیمی از آنها توسط سازمان خصوصی‌سازی عرضه شده‌اند. در انتهای این فصل نیز متغیرهای تحقیق، تعریف و اندازه‌گیری شده و مدل مورد استفاده جهت انجام تحقیق تصریح شده است.

در فصل چهارم به تجزیه و تحلیل داده‌های استخراجی پرداخته شده است. در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده و آزمون فرضیه‌ها از روش آماری توصیفی و استنباطی استفاده شده است. اطلاعات اخذ شده در رابطه با متغیرهای تحقیق وارد صفحه گسترده اکسل (*Excel*) شده و سپس با استفاده از نرم‌افزار *SPSS* تجزیه و تحلیل شده‌اند. فرضیه این تحقیق عبارت است از اینکه بین حسابداری محافظه‌کارانه و قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام

در عرضه‌های اولیه سهام رابطه معناداری وجود دارد. به منظور برآورد مدل تحقیق از رگرسیون خطی به روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. متغیرهایی مانند سن شرکت، اندازه شرکت، تعداد عرضه‌های اولیه در هر سال، نسبت بدهی، بازده دارایی‌ها و ... از جمله متغیرهای مدل مورد بررسی می‌باشند. نتیجه آزمون فرضیه فوق نشان می‌دهد که محافظه‌کاری در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشد و رابطه منفی با قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام دارد. بنابراین با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون‌های آماری، فرضیه تحقیق پذیرفته می‌شود.

در فصل پنجم تحقیق نیز پس از بیان خلاصه‌ای از فصول قبلی، نتیجه تحقیق بیان شده و پیشنهاداتی هم مطرح شده است. تجزیه و تحلیل مدل تجربی تحقیق نشان داد که محافظه‌کاری با قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام رابطه‌ی منفی دارد و با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون‌های آماری، فرضیه تحقیق پذیرفته شد. از میان سایر متغیرهای مستقل تحقیق نیز که از نوع کنترلی می‌باشند، فقط متغیر بازده دارایی‌ها در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنادار بوده و رابطه آن نیز با قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام به صورت منفی می‌باشد. این تحقیق دارای محدودیت‌هایی نیز می‌باشد. به عنوان مثال، با توجه به شرایط دوره زمانی تحقیق، ممکن است بورس و بازده سهام بیشتر تحت تأثیر شرایط اقتصادی از قبیل تحریم‌های اقتصادی، نوسانات نرخ ارز، تورم بالا، کاهش ارزش پول ملی و ... باشد تا اطلاعات حسابداری. بنابراین ممکن است نتایج تحقیق تحت تأثیر این شرایط قرار گرفته باشد.

در انتها نیز این تحقیق پیشنهاداتی به صورت زیر ارائه می‌کند:

۱- بازده یک ماهه سهام شرکت‌های نمونه این تحقیق پس از کسر بازده بازار برای دوره مذکور، نشان داد که بازده این شرکت‌ها به طور میانگین به میزان ۱۰.۸ درصد بیش‌تر از بازده بازار می‌باشد. بدین معنی که شرکت‌های نمونه به طور میانگین به میزان ۱۰.۸ درصد قیمت‌گذاری کمتر از واقع شده‌اند. بر این اساس پیشنهاد شده است که با استفاده از روش‌های قیمت‌گذاری بهتر و دخیل نمودن متغیرهای مالی و حسابداری بیشتر، قیمتی برای سهام تعیین شود که نشان دهنده ارزش ذاتی سهام در هنگام عرضه اولیه آن باشد.

۲- همان‌گونه که نتایج این تحقیق نشان می‌دهد، محافظه‌کاری، قیمت‌گذاری کمتر از واقع سهام را در عرضه‌های اولیه سهام کاهش می‌دهد. بنابراین پیشنهاد شده است تا سازمان‌هایی مانند بورس اوراق بهادار و یا مؤسسات تأمین سرمایه که در امر قیمت‌گذاری شرکت‌ها فعالیت می‌کنند، هنگام قیمت‌گذاری آنها به کیفیت ارقام حسابداری شرکت‌ها (نظیر محافظه‌کار بودن آنها، کیفیت سود آنها، افشاء و کیفیت افشاءهای آنها و ...) توجه نمایند.