

## مخاطرات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی در قیمت گذاری

### کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام

یحیی کامیابی<sup>۱</sup>، فاطمه بوربوری<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۷/۰۴

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۳۰

#### چکیده

هرچه درصد سهامداران مدیریتی در یک شرکت بیشتر باشد، میزان مخاطرات اخلاقی در آن شرکت کاهش یافته و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه نیز کاهش می‌یابد. چرا که سهامداران مدیریت الزامات خاصی را در خصوص حجم سهام قابل عرضه، قیمت عرضه و مکانیسم عرضه ارائه می‌نمایند که می‌تواند بر قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه اثرگذار باشد. عرضه‌های عمومی اولیه سهام توسط شرکت‌هایی صورت می‌پذیرد که بازار شناخت کمی از مدیریت و مالکیت آن‌ها دارد. در مورد این شرکت‌ها، اطلاعات عمومی کمتری در زمان عرضه اولیه سهام، در دسترس سرمایه‌گذاران بیرونی نسبت به سایر شرکت‌های بورسی قرار دارد. در مقابل، عرضه‌کنندگان اولیه، اطلاعات داخلی بیشتری در مورد شرکت دارند. بدین ترتیب بین ناشران در زمان عرضه اولیه سهام و سرمایه‌گذاران بالقوه بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. هدف این تحقیق است که نقش عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه را تبیین نماید و نیز نقش مخاطرات اخلاقی به عنوان یکی از ابعاد مهم عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت گذاری عرضه‌های اولیه سهام مشخص گردد. محققین مختلف برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی فاکتورهایی چون شهرت عرضه‌کننده، ساختار مالکیت و نوع بازاری است که سهام در آن عرضه می‌گردد را مورد توجه قرار می‌دهند و مخاطرات اخلاقی نیز معمولاً بر اساس میزان مالکیت مدیریتی در دوره الزام به نگهداشت سهام اندازه‌گیری می‌شود. شواهد تجربی نشان می‌دهد که مخاطرات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی از مهمترین عوامل موثر بر قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه می‌باشند.

**واژه‌های کلیدی:** عرضه‌های اولیه عمومی سهام، قیمت گذاری کمتر از حد، مخاطرات اخلاقی و عدم

تقارن اطلاعاتی

طبقه‌بندی موضوعی: G24, G32

۱ استادیار گروه حسابداری دانشگاه مازندران، (y.kamyabi@umz.ac.ir)

۲ دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد آیت الله امّلی، نویسنده مسئول،

(fatemeh6522@yahoo.com)

## مقدمه

در عدم تقارن اطلاعاتی گزینش نامناسب است و به این دلیل ایجاد می‌شود که برخی از اشخاص، مانند مدیران و افراد درون سازمان در مواردی از جمله وضعیت فعلی شرکت یا چشم انداز آینده‌ی آن نسبت به سرمایه‌گذاران خارجی مزیت اطلاعاتی دارند، بنابراین می‌توانند به هزینه آنها از این مزیت اطلاعاتی بهره‌برداری نمایند. منظور از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه تفاوت قیمت فروش سهام اولین عرضه عمومی به سرمایه‌گذاران و قیمت نهایی سهام در یک دوره کوتاه مدت می‌باشد (آگاتی و همکاران، ۲۰۱۲). بازار اولیه بازاری است که از طریق آن، اوراق بهادار تازه منتشر شده شرکت‌ها، شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و دولت‌های مرکزی بین سرمایه‌گذاران توزیع می‌گردد. به عبارت دیگر بازار اولیه، بازاری است که در آن شرکت‌ها از طریق انتشار اوراق بهادار جدید خود اقدام به تامین سرمایه مورد نیاز می‌نمایند. بنابراین مهمترین کارکرد بازار اولیه، تشکیل و انتقال سرمایه به شرکت‌های تولیدی و خدماتی بخش دولتی و خصوصی می‌باشد. هر ساله شرکت‌های متعددی در مسیر چرخه حیات اقتصادی یا از طریق برنامه خصوصی سازی، در قالب عرضه‌های عمومی اولیه وارد بازارهای اولیه می‌شوند و مورد معامله قرار می‌گیرند. عرضه عمومی اولیه سهام<sup>۱</sup> (IPO) یکی از رویدادهای مهم بازار سرمایه می‌باشد و چنانچه به درستی و با شناخت کامل از بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران بالقوه، برنامه ریزی نگردد، می‌تواند عواقب ناخوشایندی برای شرکت‌ها و بازار سرمایه داشته باشد (قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۹۱). معمولاً شرکت‌ها برای ترغیب سرمایه‌گذاران بالقوه و ایجاد عرضه‌ای موفق، سهام خود را با قیمتی کمتر از قیمت ذاتی به بازار عرضه می‌کنند. شواهد تجربی فراوان در دست است که نشان می‌دهد پدیده «قیمت گذاری کمتر از حد سهام»<sup>۲</sup> در عرضه‌های عمومی اولیه، پدیده‌ای جهان شمول است و تقریباً در بورس اوراق بهادار همه کشورها عمومیت دارد (مدرس و عسگری، ۱۳۸۸).

پدیده قیمت گذاری کم تر از واقع سهام عرضه‌های اولیه پدیده‌ای جهان شمول بوده و در بورس اوراق بهادار اکثر کشورها مستند شده است (بولو و همکاران، ۱۳۹۲). قیمت گذاری کمتر از واقع در برخی کشورها به رقمی معادل ۳۸٪ می‌رسد که نشان دهنده این است که مابه تفاوت قیمت فروش سهام اولین عرضه عمومی به سرمایه‌گذاران و قیمت نهایی در پایان عرضه اولیه عمومی سهام حدود ۳/۸ برابر می‌شود. بنابراین سرمایه‌گذاران اولین عرضه عمومی،

تنها از مبادله سهام در روز اول بازده قابل توجهی به دست می‌آورند (دستگیر و علیخانی، ۱۳۸۶). شواهد تجربی در رابطه با سهام جدید نشان دهنده این است که عرضه اولیه سهام جدید معمولاً زیر قیمت انجام می‌شود و بازده بلند مدت سهام جدید معمولاً کمتر از بازده بازار می‌باشد. به منظور توجیه این موارد تحقیقات متعددی در کشورهای مختلف به عمل آمده است و فرضیات و تئوری‌های مختلفی در این خصوص ارائه گردیده است که در بین آنها فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی و مخاطرات اخلاقی نسبت به سایر فرضیات مطرح شده ارجحیت دارد (الجانگویست، ۲۰۰۵؛ یانگ و زندر، ۲۰۱۰ و هوکو، ۲۰۱۴).

فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۳</sup> معتقد است که یکی از طرفین درگیر در فرآیند عرضه عمومی اولیه سهام، نسبت به سایرین، اطلاعات بیشتری در اختیار دارد (الجانگویست، ۲۰۰۵). مخاطرات اخلاقی<sup>۴</sup> در عرضه‌های اولیه سهام زمانی بوجود می‌آید که نماینده برای رسیدن به منافع شخصی خود، ترجیح می‌دهد تا برخی از موارد قرارداد را رعایت ننماید و یا برخلاف قرارداد رفتار نماید، به عنوان مثال شرکت تأمین سرمایه<sup>۵</sup> (پذیره نویس سهام جدید) ممکن است سهام جدید را به منظور فروش تعداد بیشتر سهام و در نتیجه دریافت کارمزد بیشتر، زیر قیمت واقعی عرضه نماید.

با توجه به اینکه در طول چند سال اخیر انگیزه‌های شرکت‌ها برای ورود به بورس اوراق بهادار افزایش یافته است و نیز با توجه به انجام سیاست‌های خصوصی سازی و اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی، حجم تقاضا برای ورود به بورس اوراق بهادار و عرضه‌های اولیه افزایش یافته است، بنابراین انجام تحقیقی پیرامون عرضه‌های اولیه و قیمت گذاری آن‌ها از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشد. هدف از تحقیق حاضر این است که با بررسی مقالات منتشر شده در مجلات علمی معتبر در طول ده سال گذشته، به بررسی مفهوم عرضه‌های اولیه سهام و نیز تئوری‌های مربوط به تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و مخاطرات اخلاقی بر قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه پرداخته شود.

## مبانی نظری پژوهش

### عدم تقارن اطلاعات

برخی از سرمایه‌گذاران شامل افراد درون سازمانی از جمله مدیران، تحلیل‌گران و مؤسسه‌هایی که از این افراد اطلاعات دریافت می‌کنند به اخبار محرمانه دسترسی دارند. هرچه اطلاعات محرمانه بیشتر باشد، دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بین سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و در نتیجه بازده سرمایه‌گذارانی که به این گونه اطلاعات دسترسی ندارند، کاهش می‌یابد. تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، ریشه در جریان عرضه و تقاضای غیرعادی دارد. عرضه و تقاضای غیرعادی در نتیجه وجود اطلاعات محرمانه به وجود می‌آید. به طوری که هنگام وجود اخبار محرمانه بد، عرضه سهام زیاد و قیمت پیشنهادی فروش نیز کاهش می‌یابد (رسایان و همکاران، ۱۳۹۳). برعکس، هنگام وجود اخبار محرمانه خوب، تقاضا زیاد و قیمت پیشنهادی خرید نیز افزایش می‌یابد. چنانچه اطلاعات محرمانه وجود نداشته باشد، آثار اطلاعات عمومی موجود توسط بازار گردان‌ها در قیمت سهام منعکس می‌شود. یعنی بازارسازها در هنگام دریافت اطلاعات، قیمت را به سطحی مناسب هدایت می‌کنند و در نتیجه خرید و فروش غیرعادی هم صورت نمی‌گیرد (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷).

عدم تقارن اطلاعاتی حاکی از آن است که همگان به طور یکسان به اطلاعات دسترسی ندارند و مدیریت بنا به موقعیت خود دارای اطلاعات بیشتری نسبت به دیگران است. عدم تقارن اطلاعات عامل اصلی در هدایت مدیران به سمت مدیریت سود است (بیر، ۲۰۱۴). در واقع، عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری به مدیریت امکان بیشتری برای دستکاری صورت‌های مالی می‌دهد تا بتواند به وسیله مبادلات خودی و همچنین افزودن بر مزایای جبران خدمات، منابع را به خود منتقل کند (خیرالله، ۲۰۱۵). چنین تلاش‌هایی هزینه‌بر هستند، زیرا فعالیت‌های مدیریت را از پیشینه‌سازی ارزش شرکت منحرف می‌کند و باعث ایجاد هزینه‌های نمایندگی می‌شود (دای و همکاران، ۲۰۱۳). بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران انگیزه‌های قوی برای پنهان کردن اخبار بد که موجب کم شدن سود می‌شود، دارند.

### عرضه‌های اولیه سهام

عرضه عمومی اولیه عمومی عبارت از عرضه سهام یک شرکت برای اولین بار به عموم سرمایه‌گذاران است. عرضه اولیه سهام یکی از مهم‌ترین وقایع در طول عمر شرکت است و می‌تواند دارای منافع بسیاری باشد. از اهداف اصلی شرکت‌ها برای عرضه سهام به عموم و ورود به بورس این است که بتوانند سرمایه مورد نیاز خود برای ادامه فعالیت و گسترش عملیات خود را راحت‌تر و ارزان‌تر تأمین کنند (الجانگویست، ۲۰۰۵). اصطلاح عرضه اولیه عمومی از اواخر دهه ۱۹۷۰ با رونق گرفتن بازار سهام در متن سخنرانی‌ها و ادبیات بازار سرمایه رواج یافت و فرآیندی است که طی آن شرکت برای اولین بار سهام خود را به عموم عرضه می‌نماید (نیکبخت و دیگران، ۱۳۸۷).

فراهم آوردن امکان دستیابی شرکت به مقدار قابل توجهی وجوه نقد، افزایش قابلیت نقد شوندگی هر چه بیشتر سهام این شرکت‌ها بدلیل انجام معاملات گسترده بر روی سهام شرکت و افزایش اعتبار شرکت از مهمترین مزایایی عرضه عمومی و ورود به بورس می‌باشد (هوکو، ۲۰۱۴) و هزینه تهیه اطلاعات طبق قوانین بورس اوراق بهادار، هزینه حسابرسی بنگاه، هزینه‌های پذیره نویسی و صدور سهام از مهمترین مخارج و محدودیت‌های ورود به بورس می‌باشد (هییتی و مرادی، ۱۳۸۹).

### شرکت‌های تأمین سرمایه

در اکثر بازارهای سرمایه دنیا در بیشتر موارد، فرآیند انتشار اوراق بهادار توسط شرکت‌های تأمین سرمایه انجام می‌گردد. شرکت‌های تأمین سرمایه که به بانک‌های سرمایه‌گذاری نیز شهرت دارند، نقش واسطه‌ای مستقیمی بر عهده دارند، اما در برخی موارد نیز ممکن است که انتشاردهندگان اوراق بهادار بدون واسطه و به طور مستقیم خود راساً اقدام به تأمین مالی در بازار اولیه نمایند. بند ۱۸ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ایران مصوب سال ۱۳۸۴ شرکت‌های تأمین سرمایه را به شرح زیر تعریف می‌نماید:

شرکتی است که به عنوان واسطه بین ناشر اوراق بهادار و عامه سرمایه‌گذاران فعالیت می‌کند و می‌تواند فعالیت‌های کارگزاری، معامله‌گری، بازارگردانی، مشاوره سبدگردانی، پذیره نویسی، تعهد پذیره نویسی و فعالیت‌های مشابه را با اخذ مجوز از سازمان بورس اوراق بهادار انجام دهد.

بند ۷ از ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه (۱۳۸۶) فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه را به فعالیت‌های اصلی و فرعی تقسیم می‌نماید. فعالیت‌های اصلی شرکت‌های تأمین سرمایه شامل پذیره نویسی، تعهد پذیره نویسی و تعهد خرید اوراق بهادار در عرضه‌های ثانویه در حد امکانات مالی خود یا از طریق تشکیل سندیکا با سایر نهادهای مشابه می‌باشد.

فعالیت فرعی شرکت‌های تأمین سرمایه شامل ۱۴ مورد از جمله ارایه مشاوره، بازاریابی، ارایه خدمات مرتبط با صندوق‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاری، سیدگردانی، بازارگردانی و سایر مواردی است که در بند ۷ از ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه (۱۳۸۶) پیش‌بینی شده است.

### قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه

عرضه اولیه سهام یکی از مهم‌ترین وقایع در طول عمر شرکت است و می‌تواند دارای منافع بسیاری باشد. از اهداف اصلی شرکت‌ها برای ورود به بورس این است که بتوانند سرمایه مورد نیاز خود برای ادامه فعالیت و گسترش عملیات خود را راحت‌تر و ارزان‌تر تأمین کنند. شواهد تجربی حاکی از پدیده‌های غیر عادی در رابطه با سهام جدید می‌باشد که عبارتند از (بهرامی نسب، ۱۳۸۵):

- عرضه اولیه سهام جدید زیر قیمت می‌باشد، به عبارت دیگر بازده کوتاه مدت عرضه‌های اولیه بیشتر از بازده کوتاه مدت بازار می‌باشد.
- بازده بلند مدت سهام جدید کمتر از بازده بازار می‌باشد.

به منظور توجیه این موارد، تحقیقات متعددی در کشورهای مختلف به عمل آمده است و فرضیات و تئوری‌های مختلفی در سطح جهان صورت گرفته است. یکی از محورهای اصلی تحقیقات در این بررسی روند تغییرات بازده سهام جدید در مقایسه با بازده شاخص قیمت بورس در طی زمان می‌باشد. مطالعات و تحقیقات بسیاری در بورس‌های مالی مختلف سراسر جهان نشان می‌دهد که قیمت اولیه سهام بیانگر ارزش واقعی سهام نبوده و بنابراین، باعث ایجاد فرصت‌هایی برای کسب بازده‌های غیر عادی با استفاده از معامله بر روی سهام این شرکت‌ها می‌شود (خداپرستی و همکاران، ۱۳۹۳).

### پیشینه تحقیق

هوکو (۲۰۱۴) به تحقیقی با عنوان نقش عدم تقارن اطلاعاتی و مخاطرات اخلاقی در قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه پرداخت. دوره زمانی تحقیق وی در فاصله بین سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۶ در بورس لندن بود. وی برای عدم تقارن اطلاعاتی از سه فاکتور کوچک بودن شرکت، نوع بازاری که سهام در آن عرضه می‌گردد و شهرت عرضه‌کننده استفاده نمود و برای مخاطرات اخلاقی میزان مالکیت مدیریتی را استفاده نمود. نتایج تحقیق وی نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی با قیمت گذاری کمتر از حد عرضه اولیه رابطه معناداری دارد، و همچنین دوره الزام به نگهداشت سهام<sup>۶</sup> و بازده پایانی دوره الزام به نگهداشت سهام با مخاطرات اخلاقی رابطه معناداری دارد.

آگاتی و همکاران (۲۰۱۲) با انجام تحقیقی بر روی عرضه‌های عمومی اولیه در بورس لندن نشان دادند که شهرت ناشر پذیره نویس رابطه مثبت معناداری بر بازده کوتاه مدت دارد.

گالوی و دیگران (۲۰۱۱) با انجام تحقیقی نشان داد که هر چقدر میزان عدم تقارن اطلاعاتی پذیره نویسان بیشتر باشد، قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه بیشتر است.

سو و بانگاسا (۲۰۱۱) به بررسی اثر شهرت متعهد پذیره نویسی بر بازده‌های اولیه و عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که شهرت متعهد پذیره نویسی بر بازده‌های اولیه تعدیل شده با بازده بازار اثر اندکی دارد، درحالی‌که این متغیر بر عملکرد بلندمدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه به طور قابل ملاحظه‌ای اثر مثبت و معناداری دارد.

آرسوس و دیگران (۲۰۰۸) به تحقیقی با عنوان تئوری نمایندگی در عرضه‌های اولیه سهام پرداختند. آن‌ها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که نظارت هیات مدیره بر فرآیند عرضه و میزان سهام قابل عرضه، قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه را کاهش می‌دهد و نیز تخصص هیات مدیره در خصوص عرضه سهام موجب کاهش قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه می‌گردد.

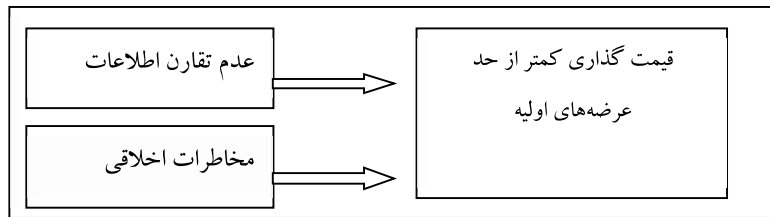
تیان (۲۰۰۷) در انجام تحقیقی بر روی عرضه‌های اولیه در بورس آمریکا به این نتیجه رسیدند که رابطه مستقیمی بین اعتبار شرکت و بازده غیر عادی بلند مدت وجود دارد.

خداپرستی و دیگران (۱۳۹۳) به بررسی بازده کوتاه مدت و بلندمدت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل موثر بر آن در سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ پرداختند. یافته‌های تحقیق آنها نشان می‌دهد که متوسط بازده کوتاه مدت شرکت‌های واگذار شده دولتی در این دوره برابر با ۵/۱۹٪ (تعدیل شده با بازده بازار) و برای شرکت‌های خصوصی فقط ۸ درصد بوده است. در شرکت‌های واگذار شده دولتی، اندازه شرکت و در شرکت‌های خصوصی، اندازه و عمر شرکت، نسبت قیمت به سود هر سهم و ارزش ریالی معامله مهمترین متغیرهای تأثیرگذار بر بازده کوتاه مدت بودند. یافته‌های تحقیق همچنین پیش بینی نظریه‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات را در بازار سرمایه ایران مورد تایید قرار می‌دهد.

معین الدین و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر قیمت گذاری کمتر از واقع سهام به هنگام عرضه اولیه عمومی پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که متغیرهای ساختار مالکیت شامل دو مؤلفه تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی، تأثیری بر قیمت گذاری کمتر از واقع سهام به هنگام عرضه اولیه عمومی ندارد.

دامی (۱۳۹۱) در تحقیق خود به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نمونه آماری تحقیق او طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ بود و نتایج تحقیق وی با استفاده از تحلیل رگرسیون نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد. تاکنون فرضیه‌های بسیاری برای پدیده ارزان فروشی عرضه‌های اولیه ذکر شده است که مانند اکثر فرضیات در زمینه مالی و حسابداری، هیچ یک به تنهایی قادر به توضیح کامل آن نمی‌باشند. عدم تقارن اطلاعاتی بین عرضه کنندگان سهام جدید، موسسات تأمین سرمایه و سرمایه گذاران بیرونی و مخاطرات اخلاقی از مشهورترین تئوری‌های مطرح شده در رابطه با عرضه‌های اولیه می‌باشند (هوکو، ۲۰۱۴). با توجه به تحقیقات انجام شده می‌توان مدل مفهومی تحقیق حاضر را به شرح زیر تبیین نمود:





شکل (۱): نمودار مفهومی تحقیق

در بخش‌های بعدی تلاش می‌گردد تا مهمترین دلایل و نظرات مطرح شده در خصوص عرضه‌های اولیه سهام را از منظر مخاطرات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی تشریح نماییم، زیرا همه عرضه اولیه اوراق بهادار از مشکلات مخاطرات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی رنج می‌برند، اما در برخی از شرکت‌ها، مخاطرات اخلاقی ممکن است بیشتر باشد، در حالی که در برخی دیگر از شرکت‌ها عدم تقارن اطلاعات ممکن است غالب باشد (هوگو، ۲۰۱۴).

### مخاطرات اخلاقی در عرضه‌های اولیه سهام

مخاطرات اخلاقی واژه‌ای است که اولین بار در قرن ۱۷ میلادی مطرح شد و در اواخر قرن ۱۹ به‌طور گسترده‌ای در مؤسسات بیمه انگلستان مورد استفاده قرار گرفت و بر کلاه برداری و رفتارهای غیراخلاقی فرد بیمه شده دلالت داشت. به عنوان مثال اگر پس از انعقاد قرارداد بیمه، وصول اطمینان از این که در صورت سرقت اتومبیل، شرکت بیمه موظف به جبران خسارت وارده است، بیمه گزار نسبت به حراست از اتومبیل خود سهل انگاری و مسامحه نماید، شرکت بیمه گر با ریسک ناشی از «مخاطره اخلاقی» مواجه شده است. در بانکداری، مخاطره اخلاقی به این معنی است که گیرنده وام یا تسهیلات، از تلاش لازم برای سودآوری پروژه مورد نظر خودداری نموده و در نتیجه، بازپرداخت اقساط را با مشکل مواجه سازد (حسین زاده بحرینی، ۱۳۸۷). مخاطرات اخلاقی زمانی بوجود می‌آید که نماینده به دنبال نفع شخصی خود باشد و براساس قراردادهای کوتاه مدت سود شرکت را حداکثر می‌نماید و سهامداران اطلاعات لازم در خصوص اجرای قرارداد و انجام عملیات لازم توسط نماینده را ندارد. اینگونه قرارداد، زمانی انجام می‌گیرد که سهامدار نتواند عمل مدیر را بسنجد (هندریکسن و ون برادا، ۱۳۸۸).

هرچند که اصطلاح مخاطرات اخلاقی برای اولین بار در صنعت بیمه شکل گرفت، اما به مرور به مفهومی فراگیر تبدیل شد و برای توصیف هر نوع قراردادی که طرفین از فرصت‌ها و

انگیزه‌هایی کافی برای انجام اقداماتی در جهت کسب منافع شخصی برخوردار باشند، کاربرد دارد. در عرضه‌های اولیه سهام نیز گروه‌های مختلفی از جمله عرضه‌کننده‌گان، موسسات تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران وجود دارند، هر یک از این گروه‌ها ممکن است انگیزه پیدا کند تا در جهت کسب منافع شخصی از قراردادهای منعقدہ خارج شوند. بنابراین مخاطرات اخلاقی در عرضه‌های اولیه به این مفهوم است که هر یک از گروه‌های مختلفی که در فرآیند عرضه نقش دارند، از جمله عرضه‌کننده‌گان، موسسات تأمین سرمایه و سرمایه‌گذاران، ممکن است انگیزه پیدا کند تا در جهت کسب منافع شخصی از قراردادهای منعقدہ خارج شوند (هارت، ۲۰۰۵). به عنوان مثال شرکت تأمین سرمایه (پذیره نویس سهام جدید) ممکن است سهام جدید را به منظور فروش تعداد بیشتر سهام و در نتیجه دریافت کارمزد بیشتر، زیر قیمت واقعی عرضه نماید. به عبارت دیگر، عرضه زیر قیمت به عنوان روش کاهش احتمال انتشار نا موفق یک سهم و زیان‌های ناشی از آن عمل می‌کند و یا شرکت تأمین سرمایه (پذیره نویس سهام جدید) به دلیل ترس از مشکلات قانونی بالقوه ناشی از انتشار سهام جدید به قیمت گران، سهام جدید را به زیر قیمت بفروش می‌رسانند. ناشران ممکن است از طریق انتشار سهام جدید در دوره‌های پروتوق بورس و یا ترغیب و وسوسه نمودن نادرست سرمایه‌گذاران نامطلع، تلاش نمایند تا عرضه‌های اولیه را به قیمتی بالاتر از ارزش ذاتی ارائه نمایند. سرمایه‌گذاران نهادی نیز ممکن است با ایجاد سفته‌بازی در عرضه‌های اولیه قیمت آنها را دستخوش تغییرات زیادی نمایند (یانگ و زندر، ۲۰۱۰).

عامل دیگری که می‌تواند مخاطرات اخلاقی را افزایش دهد، تئوری نمایندگی<sup>۷</sup> می‌باشد. این نظریه که تعارض بین مدیران و سهامداران را تحلیل می‌کند، کاهش هزینه‌های نمایندگی را در صورت مالک شدن مدیران پیش‌بینی می‌کند. مالکیت مدیریتی یکی از راهکارهای پیشنهادی جهت کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان می‌باشد. مالکیت مدیران موجب ایجاد همسویی بیشتر منافع مدیران و سهامداران شده و مشکلات نمایندگی را بین طرفین کاهش می‌دهد. زمانی که درصد مالکیت مدیران بالا است، انتظار می‌رود مدیران با درصد مالکیت بالا، طی دوره بلند مدتی در شرکت باقی بمانند. در نتیجه با افزایش مالکیت مدیران، انگیزه و منافع آنها با دیگر سهامداران همسو تر شده و شدت مسئله نمایندگی کاهش خواهد یافت (کرمی و همکاران، ۱۳۸۹).

در بازارهای سرمایه امکان وقوع مخاطرات اخلاقی به ویژه در مورد عرضه‌های عمومی اولیه بسیار زیاد است، زیرا خریداران معمولاً اطلاعات کاملی در رابطه با سودآوری آتی، کیفیت سود و توانایی ایجاد ارزش توسط شرکت‌های جدید را ندارند، به همین دلیل امکان دارد در عرضه‌های اولیه سهام منافع طرفین تأمین نگردد (یانگ و زندر، ۲۰۱۰). هر چند که همه عرضه اولیه اوراق بهادار از مشکلات مخاطرات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعات رنج می‌برند، اما در برخی از شرکت‌ها، مخاطرات اخلاقی ممکن است بیشتر باشد، در حالی که در برخی دیگر از شرکت‌ها عدم تقارن اطلاعات ممکن است غالب باشد. از آنجا که مدیران اطلاعات بهتری در مورد چشم انداز آینده شرکت دارند، بنابراین اگر قیمت سهام شرکت بیش از ارزش واقعی تعیین شود، اقدام به فروش سهام و خروج از شرکت می‌نمایند، به همین دلیل درصد مالکیت مدیریتی در دوره یک ماهه بعد از عرضه‌های اولیه می‌تواند معیاری برای سنجش مخاطرات اخلاقی باشد (هوکو، ۲۰۱۴). زمانیکه مدیران در شرکت سهامدار نباشند و یا میزان مالکیت مدیریتی آنان ناچیز باشد، مخاطرات اخلاقی افزایش می‌یابد. زیرا در چنین حالتی مدیران تلاش می‌نمایند تا قیمت گذاری سهام در عرضه‌های اولیه سهام کمتر از واقع انجام شود و سهام با تخفیف بیشتری عرضه شود. در چنین حالتی سهامی که کمتر از قیمت ارزش گذاری شده است، مورد توجه خریداران قرار می‌گیرد و رشد سریعی را در آینده تجربه می‌نماید، در این صورت اعضاء هیات مدیره و مدیر عامل شرکت رشد آتی سهام را نشانه عملکرد مناسب خود در اداره شرکت گزارش می‌نمایند (بهرامی نسب، ۱۳۸۵).

در هنگام عرضه‌های عمومی اولیه سهام، پذیره نویس یک توافق دوره الزام به نگهداشت سهام با افراد درونی شرکت اعم از کارمندان، کارگران و سایر سهامداران اصلی تنظیم می‌کند و از طریق این توافق آنها را از فروش سهام شرکت در یک دوره خاص منع می‌کند. دوره الزام به نگهداشت سهام می‌تواند از ۳ تا ۲۴ ماه باشد. از نظر بسیاری از محققین طول دوره الزام به نگهداشت سهام می‌تواند مخاطرات اخلاقی را کاهش دهد (هارت، ۲۰۰۵؛ یانگ و زندر، ۲۰۱۰ و هوکو، ۲۰۱۴).

### عدم تقارن اطلاعاتی در عرضه‌های اولیه سهام

عرضه‌های عمومی اولیه سهام توسط شرکت‌هایی صورت می‌پذیرد که بازار شناخت کمی از مدیریت و مالکیت آنها دارد. در مورد این شرکت‌ها، اطلاعات عمومی کمتری در زمان

عرضه اولیه سهام، در دسترس سرمایه‌گذاران بیرونی نسبت به سایر شرکت‌های بورسی قرار دارد. در مقابل، عرضه‌کنندگان اولیه، اطلاعات داخلی بیشتری در مورد شرکت دارند. بدین ترتیب بین ناشران در زمان عرضه اولیه سهام و سرمایه‌گذاران بالقوه بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. سرمایه‌گذاران بیرونی به سختی به افشاهای ناشران، در زمان عرضه عمومی اولیه سهام اطمینان می‌نمایند (سان، ۲۰۰۷). شرکت‌های کوچک و با مالکیت خانوادگی و شرکت‌هایی که عرضه‌کنندگان آنها دارای رتبه‌های اعتباری پایین می‌باشند، نمونه‌هایی از شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌باشند (هوگو، ۲۰۱۴).

فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌دارد که هرچه ابهام قبلی در خصوص ارزش واقعی شرکت بیشتر باشد، میانگین عرضه زیر قیمت سهام جدید بیشتر می‌گردد. مشهورترین مدل‌های مربوط به فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی توسط بارون (۱۹۸۲) و راک (۱۹۸۶) مطرح گردیده است. در مدل بارون میان انتشار دهندگان و شرکت‌های تأمین سرمایه عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، در حالیکه در مدل راک بین سرمایه‌گذاران مطلع و نامطلع عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

**فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی مبتنی بر مدل بارون:** در این مدل بین انتشار دهندگان سهام و شرکت‌های تأمین سرمایه عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. بارون (۱۹۸۲) مطرح می‌کند که شرکت‌های تأمین نسبت به شرکت‌های انتشار دهنده سهام اطلاعات بیشتری در رابطه با تقاضای سرمایه‌گذاران دارند. یعنی نوعی عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌های تأمین سرمایه و انتشار دهندگان سهام نسبت به آگاهی از میزان تقاضای سرمایه‌گذاران وجود دارد. علاوه بر این وجود شرکت‌های تأمین سرمایه به لحاظ شهرت و اعتباری که دارند می‌تواند به ایجاد تقاضای بیشتر و تایید کیفیت سهام کمک نماید. معمولاً زمانی که انتشار دهندگان سهام از قیمت تعادلی سهام خود اطمینان ندارند، تصمیمات قیمت‌گذاری را به شرکت‌های تأمین سرمایه که دارای اطلاعات بیشتر و کاملتری از وضعیت بازارهای سهام هستند واگذار می‌نمایند. در هر حال این امر موجب می‌گردد که انتشار دهنده سهام در قبال استفاده از اطلاعات شرکت‌های تأمین سرمایه به او اجازه دهد که سهام را به قیمتی پایین‌تر از قیمت مورد انتظار در بازار ثانویه عرضه نماید.

در مدل بارون (۱۹۸۲) میزان تخفیف در قیمت سهام جدید تابعی صعودی از عدم اطمینان انتشار دهنده سهام نسبت به تقاضای بازار برای سهام محسوب می‌گردد. به عبارت دیگر افزایش

تخفیف تابعی از افزایش عدم اطمینان انتشار دهنده سهام نسبت به تقاضای بازار برای سهام می‌باشد.

**فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی مبتنی بر مدل راک:** راک (۱۹۸۶) نیز نوعی عدم تقارن اطلاعاتی را مطرح نمود، اما در مدل وی بر خلاف مدل بارون (۱۹۸۲) بین انتشاردهندگان سهام و شرکت‌های تامین سرمایه عدم تقارن اطلاعاتی وجود ندارد، بلکه بین سرمایه‌گذاران مطلع و نامطلع عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. راک (۱۹۸۶) فرض می‌کند که دو گروه سرمایه‌گذار بالقوه در بازار وجود دارند:

الف- سرمایه‌گذاران مطلع: این گروه از سرمایه‌گذاران برای جمع‌آوری و بدست آوردن اطلاعات سرمایه و زمان صرف می‌کنند و در نتیجه بر اساس اطلاعاتی که بدست آورده‌اند، فقط برای سهام جدیدی پذیره نویسی می‌کنند که انتظار دارند پس از معامله در بازار ثانویه دچار افزایش قیمت گردد.

ب- سرمایه‌گذاران نامطلع: این گروه از سرمایه‌گذاران هر سهم جدیدی را بدون استثناء پذیره‌نویسی می‌کنند.

راک (۱۹۸۶) معتقد است که در هر عرضه اولیه سهام، سرمایه‌گذاران نامطلع بخش اعظم سهام جدید را خریداری خواهند کرد و حال اگر سهام جدید به قیمت گران عرضه گردد، سرمایه‌گذاران نامطلع متضرر می‌گردند. بنابراین شرکت‌های تامین سرمایه به منظور حفظ سرمایه‌گذاران نامطلع باید سهام جدید را به قیمتی پایین تر از قیمت مورد انتظار در بازار به فروش برسانند و این امر منجر می‌گردد که سرمایه‌گذاران نامطلع نیز نرخ بازده قابل قبولی روی سهام جدیدی که خریداری نموده‌اند را بدست آورند. اگر انتشار دهندگان سهام و شرکت‌های تامین سرمایه بخواهند که سهام جدید را به قیمت مورد انتظار در بازار عرضه نمایند، سبب می‌شود که سرمایه‌گذاران نامطلع مقدار زیادی سهام گران را خریداری نمایند. این موضوع به «مصیبت برندگان» اشاره دارد (بهرامی نسب، ۱۳۸۵).

### نشانه‌های وجود عدم تقارن اطلاعاتی در عرضه‌های اولیه

به منظور تعیین اینکه در هنگام عرضه‌های عمومی اولیه میزان عدم تقارن اطلاعاتی در چه شرکت‌هایی بالا می‌باشد به سه عامل نوع عرضه‌کننده، ساختار مالکیت و نوع بازاری که سهام در آن عرضه می‌شود باید توجه شود.

**الف- نوع عرضه‌کننده:** نوع عرضه‌کننده، شهرت و اعتبار عرضه‌کننده می‌تواند بر قیمت سهام جدید اثر بگذارد. تاثیری که یک عرضه‌کننده معتبر و صاحب نام بر قیمت سهام جدید می‌گذارد متفاوت از تاثیری است که یک عرضه‌کننده بدون شهرت بر قیمت سهام جدید می‌گذارد. وقتی شرکتی برای اولین بار سهام خود را به عموم عرضه می‌کند ارزش واقعی آن سهام به صورت کامل برای سرمایه‌گذاران مشخص نمی‌باشد و شهرت عرضه‌کننده می‌تواند بیانگر نوعی اطلاعات درباره ارزش واقعی شرکت باشد (هوگو، ۲۰۱۴). گالوی و همکاران (۲۰۱۱) به منظور نشان دادن اینکه چگونه نوع عرضه‌کننده (شرکت‌های تأمین سرمایه خوشنام) می‌تواند توسط سرمایه‌گذاران منطقی در ارزیابی سهام جدید مورد استفاده قرار گیرد، مدلی را تدوین نمودند. نتایج حاصل از مدل آنها پیش‌بینی می‌نماید که هر چه اعتبار عرضه‌کننده بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران اطلاعات مناسبتری را استنباط می‌کنند و از این طریق عرضه‌کننده می‌تواند سهام جدید را به قیمت گرانتر عرضه نمایند (گالوی و همکاران، ۲۰۱۱).

**ب- ساختار مالکیت:** مالکان نهادی در نظارت شرکت‌ها بر حقوق صاحبان سهام نگهداری شده توسط آن‌ها نقش کلیدی دارند. مالکان (سهامداران) شرکت حقوق متفاوتی دارند، از جمله این حقوق، انتخاب هیأت مدیره است که به عنوان نماینده برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت فعالیت می‌کنند، از سوی دیگر سهامداران عمده در انتقال اطلاعات به سایر سهامداران نقش قابل ملاحظه‌ای دارند. آن‌ها می‌توانند اطلاعات خصوصی از مدیریت کسب کنند و اطلاعات را به دیگران انتقال دهند (نجار و تیلور، ۲۰۰۸). مالکیت نهادی، درصد سهام نگهداری شده نزد صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، سازمان تأمین اجتماعی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بنیادها و نهادهای انقلاب اسلامی می‌باشد. سهامداران نهادی که سرمایه‌گذاران خبره هستند، می‌توانند نقش مهمی در نظارت بر مدیران ایفا نمایند. کسب حق مالکیت و نظارت بوسیله سهامداران نهادی و عمده‌ی بزرگ، دو راهی است که می‌تواند مشکلات نمایندگی را کاهش و ارزش مؤسسه را افزایش دهد (اسماعیل زاده مقری و همکاران،

۱۳۸۹). هوکو (۲۰۱۴) در تحقیق خود شرکت‌ها را به دو گروه تقسیم نمود. گروه اول شرکت‌هایی می‌باشند که سهام آن‌ها توسط عرضه‌کنندگان خوشنام از جمله سرمایه‌گذاران نهادی عرضه می‌شوند و گروه دوم شرکت‌هایی که سهام آن‌ها توسط سایر اشخاص عرضه اولیه می‌گردد. از نظر وی در شرکت‌هایی که توسط عرضه‌کنندگان خوشنام وارد بورس شده‌اند، میزان عدم تقارن اطلاعاتی کمتر می‌باشد و در نتیجه میزان تخفیف در قیمت عرضه در مقایسه با سایر شرکت‌ها کمتر می‌باشد.

**ج- نوع بازاری که سهام در آن عرضه می‌شود:** شرایط ورود شرکت‌ها به بازارهای فرابورس به لحاظ میزان سهام شناور، مبلغ سرمایه و بسیاری از فاکتورهای مالی دیگر بایکدیگر متفاوت می‌باشد و به طور کلی شرایط ورود به بازارهای فرابورس نسبت به بورس اوراق بهادار بسیار ساده تر می‌باشد. به عنوان نمونه سه نمونه از مهمترین تفاوت‌های بین بورس و فرابورس به شرح زیر است:

نگاره (۱): برخی از تفاوت‌های بورس اوراق بهادار و فرابورس

فرابورس		بورس اوراق بهادار			شرایط پذیرش
بازار دوم	بازار اول	بازار دوم	تابلو فرعی	تابلو اصلی	
یک	۱۰	۲۰۰	۵۰۰	۱۰۰۰	مبلغ سرمایه- میلیارد ریال
-	۲۰۰	۲۵۰	۷۵۰	۱۰۰۰	تعداد سهامدار- نفر
%۵	%۱۰	%۱۰	%۱۵	%۲۰	سهام شناور

همان طور که نگاره فوق نشان می‌دهد، درصد سهام شناور در بورس اوراق بهادار بیشتر از فرابورس می‌باشد. میزان بالای سهام شناور آزاد بیانگر واقعی تر بودن قیمت سهام است و بالاتر بودن سهام شناور می‌تواند یکی از معیارهای ریسک شرکت باشد. همچنین حداقل تعداد سهامدار در بورس اوراق بهادار بیشتر از فرابورس می‌باشد که می‌تواند بر میزان عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی بازار تأثیر بگذارد. بنابراین نوع بازار و تابلوهای بورس می‌تواند نشان‌دهنده ریسک شرکت‌ها باشد. بنابراین تابلوهای بالاتر (بورس در مقایسه با فرابورس) ریسک کمتر و شفافیت بیشتری دارند (اسکندری ۱۳۹۱، به نقل از قالیباف اصل).

### نتیجه گیری

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر مخاطرات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعات بر قیمت گذاری کمتر از حد در عرضه های عمومی اولیه پرداخته است. موضوع قیمت گذاری عرضه های عمومی اولیه مورد توجه ناشران و شرکت های تامین سرمایه می باشد. با توجه به تسریع فرایند خصوصی سازی در کشور، می بایست در ارتباط با نحوه قیمت گذاری سهام عرضه اولیه، دقت بیشتری اعمال گردد تا از ایجاد عرضه های ناکام و به طبع آن کاهش جذابیت این عرضه ها جلوگیری شود. بسیاری از شرکت ها در کشورهای مختلف جهان، برای نخستین بار مبادرت به عرضه عمومی اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار می نمایند. سهامی که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار عرضه می شود معمولاً پایین تر از ارزش واقعی خود قیمت گذاری می شود. بنابراین در بیشتر موارد بازدهی بالای غیر عادی آن سهام اجتناب پذیر می باشد. اگر قیمت سهام شرکت با توجه به سود آوری سال جاری و توانایی سود سال های آتی شرکت و ریسک شرکت تعیین گردد موجب خواهد شد سرمایه گذاران با اطمینان بیشتری در بازار سرمایه اقدام به خرید سهام جدید نمایند. بر اساس فرضیات بازار کار، قیمت سهام شرکت ها بازتابی از کلیه اطلاعات موجود در بازار است. با عنایت به این واقعیت که غالباً مدیران در مقایسه با سرمایه گذاران دارای اطلاعات بیشتر و درک بهتری در خصوص عملکرد شرکت هستند، از این رو احتمال می رود این عدم تقارن اطلاعاتی زمینه ای برای ارزش گذاری اشتباه شرکت فراهم آورد. طبق فرضیه عدم تقارن اطلاعات هرچه ابهام قبلی در خصوص ارزش واقعی شرکت بیشتر باشد، میانگین عرضه زیر قیمت سهام جدید بیشتر می گردد.

یکی دیگر از مباحث تأثیرگذار بر قیمت گذاری عرضه های اولیه، مخاطرات اخلاقی است. مخاطرات اخلاقی در عرضه های اولیه به این مفهوم است که هر یک از گروه های مختلفی که فرآیند عرضه نقش دارند، از جمله عرضه کننده گان، موسسات تأمین سرمایه و سرمایه گذاران، ممکن است انگیزه پیدا کند تا در جهت کسب منافع شخصی از قراردادهای منعقد خارج شوند. در واقع هرچه درصد سهامداران مدیریتی در یک شرکت بیشتر باشد، میزان مخاطرات اخلاقی در آن شرکت کاهش می یابد، زیرا سهامداران مدیریتی الزامات خاصی را در خصوص حجم سهام قابل عرضه، قیمت عرضه و مکانیسم عرضه ارائه می نمایند که می تواند بر قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه اثرگذار باشد. بنابراین می توان نتیجه گرفت زمانی



که درصد سهامداران مدیریتی در عرضه‌های اولیه افزایش می‌یابد، مقدار قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه و میزان بازده غیرعادی کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه نیز افزایش می‌یابد. همچنین با توجه به اینکه با افزایش درصد سهامداران مدیریتی میزان مخاطرات اخلاقی کاهش می‌یابد، بنابراین بین مخاطرات اخلاقی و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه رابطه منفی وجود دارد. به همین دلیل در اکثر بازارهای سرمایه دنیا در قالب آیین‌نامه‌های حاکمیت شرکتی به درصد مالکیت مدیریتی توجه خاصی دارند. در واقع عدم تقارن اطلاعاتی با فاکتورهای شهرت عرضه‌کننده، ساختار مالکیت و نوع بازاری است که سهام در آن عرضه می‌گردد، اندازه‌گیری می‌گردد، اما مخاطرات اخلاقی بر اساس میزان مالکیت مدیریتی در دوره بعد از الزام به نگهداشت سهام اندازه‌گیری می‌شود.

همچنین با توجه به شواهد تجربی که نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعاتی یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه می‌باشد، بنابراین به نهادهای نظارتی از جمله سازمان بورس اوراق بهادار و فرابورس و نیز اعضاء هیئت‌مدیره و ناشران سهام پیشنهاد می‌گردد تا سازوکارهایی را طراحی نمایند که اطلاعات شرکت‌های جدید به صورت کامل در اختیار سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی قرار گیرد تا شناخت کافی از شرکت‌های جدید به عمل آید تا عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد و از این طریق قیمت گذاری عرضه‌های اولیه به شکل مناسب‌تری انجام شود. همچنین به منظور کاهش مخاطرات اخلاقی، سازمان بورس ناشران را ملزم نماید تا مدت معینی پس از عرضه اولیه (دوره الزام به نگهداشت) میزان مالکیت مدیریتی را تا سقف مشخصی نگهداری نموده تا به سرعت درصد مالکیت مدیریتی کاهش نیابد. همچنین با توجه به اینکه شرایط ورود به بازار دوم فرابورس ساده تر از سایر بازارها می‌باشد و شرکت‌ها با سابقه فعالیت کمتر و تعداد سهامدار کمتر می‌توانند وارد این بازار شوند، بنابراین به نظر می‌رسد عدم تقارن اطلاعاتی در این بازار به مراتب بیشتر از بازارهای دیگر می‌باشد. بنابراین به مدیران سازمان فرابورس پیشنهاد می‌گردد تا بر قیمت گذاری عرضه‌های اولیه در این بازار نظارت بیشتری داشته باشند و الزامات بیشتری برای شفافیت اطلاعات شرکت‌های متقاضی ورود به این بازار را تبیین نمایند.

## پی نوشت ها

- |                                 |                        |
|---------------------------------|------------------------|
| ۱ Initial public offering (IPO) | ۲ Underpricing         |
| ۳ Asymmetric Information        | ۴ moral hazard         |
| ۵ Investment Banking            | ۶ Lockup Period        |
| ۷ Agency Theory                 | ۸ Winner's curse model |

## منابع

- اسکندری، مجید، (۱۳۸۹)، درجه ریسک‌پذیری بازارهای مختلف بورس و فرابورس، *روزنامه دنیای اقتصاد*، شماره ۲۶۶۳
- سکات، ویلیام، (۱۳۸۸)، "تئوری حسابداری مالی"، جلد اول، ترجمه علی پارسائیان، انتشارات ترمه.
- اسماعیل زاده مقری، علی، جلیلی، محمد، زند و عباس آبادی، عباس، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله حسابداری مدیریت*، سال سوم، شماره هفتم، صص ۷۹-۹۱
- بولو، قاسم، سهرابی عراقی، محسن، تاتایی، پیمان و کرمی فخرآبادی، مهران، (۱۳۹۲)، مقایسه بازدهی کوتاه و بلندمدت عرضه‌های عمومی اولیه شرکت‌های مشمول واگذاری سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی با سایر عرضه‌های عمومی اولیه و بازدهی بازار، *فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، سال اول، شماره ۲، صص ۸۷-۱۰۲
- بهرامی نسب، علی، (۱۳۸۵)، شناسایی عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی
- حسین زاده بحرینی، محمد حسین، (۱۳۸۷)، فرآیند تأمین سرمایه مالی (finance) پروژه‌های سرمایه‌گذاری توسط بانک‌ها و موسسات مالی، همایش اقتصاد اسلامی و توسعه، دانشگاه فردوسی مشهد
- حق بین، زینب، (۱۳۸۶)، بررسی انواع ناهنجاریهای مربوط به عرضه عمومی سهام در بازار اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهراء.
- خداپرستی، صابر، زامانیا، غلامرضا و سنگینیان، علی، (۱۳۹۳)، عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت و بلندمدت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری*، سال سوم، شماره ۱۱، ۱۷۹-۲۰۰

دامی، احمد، (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه علوم اقتصادی دستگیر، محسن و علیخانی بوانی، مهدی، (۱۳۸۶)، علل ارزان فروشی سهام در عرضه‌های اولیه: عدم تقارن اطلاعات، نمونه ترس از خرید آسان، ماهنامه بورس، شماره ۶۳، صص ۳۶-۳۹

ضوابط فعالیت شرکت‌های تأمین سرمایه، مصوب شورای عالی بورس ۱۳۸۶/۵/۱۵

قالیباف اصل، حسن، صادقی دمنه، رحیم و کلانتری دهقی، مهدیه، (۱۳۹۱)، رابطه قیمت گذاری کمتر از حد و نقدشوندگی سهام بعد از عرضه عمومی اولیه در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیلی اوراق بهادار، شماره پانزدهم، صص ۱۳-۲۹

قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، مصوب ۱۳۸۴/۹/۲

کرمی، غلامرضا، حسینی، سید علی و حسینی، عباس، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و محافظه کاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، دوره ۲، شماره ۷، صص ۸۶-۹۹

رسایان، امیر. اخلاقی، حسینعلی و نوروزی، محمد. (۱۳۹۳). "بررسی میزان حساسیت جریان‌های نقدی و جوه نقد در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه حسابداری مالی. ش ۲۳. صص ۱۴۶-۱۲۸.

رضازاده، جواد و آزاد، عبدالله. (۱۳۸۷). "رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی مالی، ش ۵۴، صص ۸۰-۶۳.

مدرس، احمد و عسگری، محمدرضا، (۱۳۸۸)، شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیر عادی بلندمدت سهام عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال دوم، شماره ۵، صص ۷۷-۱۰۳

معین‌الدین، محمود، شهناز نایب زاده و باقری بیدوئی، ریحانه، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر قیمت گذاری کمتر از واقع سهام به هنگام عرضه اولیه عمومی، دومین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمان‌ها، گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی واحد گچساران

نیکبخت، محمدرضا، عسگری، محمدرضا، گنجی، حمیدرضا و تحریری، آرش، (۱۳۸۷)، عوامل مؤثر بر بازده غیر عادی کوتاه مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران، مجله مطالعات حسابداری، سال ششم، شماره ۷، صص ۱۲۹-۱۸۰

- هندریکسن، الدون اس، ون برادا، مایکل اف، (۱۳۸۸)، تئوری حسابداری، ترجمه علی پارسایان، تهران، انتشارات ترمه، چاپ اول
- هیبتی، فرشاد و مرادی، زهرا، (۱۳۸۹)، قیمت گذاری سهام در عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مطالعات مالی، شماره ۶، صص ۱۸-۴۸
- Agathee, U. S, Sannasee R. V. , Brooks, Ch. (2012). The underpricing of IPOs on the Stock Exchange of Mauritius. *Research in International Business and Finance* 26. Pp. 281-303
- Arthurs, J. D. , R. E. Hoskisson, L. W. Busenitz, and R. A. Johnson. (2008). Managerial Agents Watching Other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing In IPO Firms", *Academy of Management Journal*, Vol. 51, pp. 277-294 .
- Beyer. A. Guttman. I and Marinovic. I. (2014). Earnings Management and Earnings Quality: Theory and Evidence. Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 14-44 .
- Baron, D. P. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance* 37, pp. 955-976 .
- Dai, Y. Dongmin, K. Li, W. (2013). Information asymmetry, mutual funds and earnings management: Evidence from China, *China Journal of Accounting Research*, 6 (3), 187-209 .
- Galloway, T. L. , Miller, D. R. , Arthurs, J. D. , Kim, S. K. , and Cho, S. Y. (2011). Source of information asymmetry and underpricing in initial public offerings. Babson College Entrepreneurship Research Conference, Syracuse, NY
- Hoque, H. (2014), Role of asymmetric information and moral hazard on IPO underpricing and lockup. *Int. Fin. Markets, Inst. and Money* 30, pp. 81-105
- Hurt, Ch. (2005). Moral Hazard and the Initial Public Offering. *CARDOZO L. REV*, Vol. 16, pp. 711 .
- Kheirollah. A. (2015). Governance-Adjusted Earnings Management Model and Information Asymmetry: A Panel Cointegrated Model. Stockholm University, School of Business, Students .
- Leland H. E. and Pyle D. H. (1977). Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries, *Journal of Finance*, Vol. 32, 125-135 .
- Ljungqvist, A. (2005). IPO Underpricing. Tuck School Of Business at Dartmouth , handbook of corporate finance: empirical corporate finance, vol 1 , chapter 12
- Najjar, B. and Taylor P. (2008). the Relationship between Capital Structure and Ownership Structure, *Managerial Finance*, Vol. 12, pp. 919-933 .
- Rock, Kevin (1986), Why New Issues are Underpriced?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 1/2, PP. 187-212

- Su, C. , Bangassa, K. (2011). The impact of underwriter reputation on initial returns and long-run performance of IPOs. *Journal of Financial Markets, Institutions & Money, Vol. 21*, pp. 760 -791
- Sun, Y. (2007). two essay on ipo earnings management. Doctoral dissertation, UMI 3283070
- Tian, Lihui. (2007). Regulatory Underpricing: Determinant of Chinese Extreme IPO Returns". Paper presented at the International Research Conference on Corporate Governance in Emerging Markets, Istanbul, 15-18
- Yung ch, Zender J F. (2010). Moral hazard, asymmetric information and IPO lockups. *Journal of Corporate Finance, Vol. 16*, pp. 320–332.

