

The effect of Earnings Quality and Audit Quality on avoid of Initial Public Offerings (IPOs) Underpricing¹

Mohammad Namazi², Pedram Azizi³, Fatemeh Moghimi⁴

Received: 14 February 2024

Revised: 18 November 2025

Accepted: 27 December 2025

Published Online: 08 April 2026

Research Paper

Highlights

- Earnings quality significantly mitigates IPO underpricing by reducing information asymmetry between firms and investors.
- Earnings persistence and accruals quality exhibit a significant negative relationship with IPO underpricing.
- Audit quality, particularly audit firm size and audit opinion type, serves as an effective informational mechanism in the IPO process.
- High-quality auditors enhance the credibility of financial information and reduce conservative market behavior in IPO pricing.
- Simultaneous improvements in earnings quality and audit quality significantly reduce pricing inefficiencies in the Iranian IPO market.

Abstract

The aim of this study is to investigate the effect of Earnings quality and audit quality on avoid of Initial Public Offerings (IPOs) Underpricing of stocks. The study period is from 2001 to 2020 and the statistical sample consists of 253 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) and Fara Bourse. For this purpose, first, according to the first study model, the relationship between earnings quality and IPOs Underpricing was examined and earnings quality was measured through two components: earnings sustainability and accruals quality. Then, in the second model, the relationship between audit quality and IPOs Underpricing was adjusted. The audit quality in the present study includes the size of the audit firm, the tenure and the type of auditor's opinions. The results showed that on average, 28% of the initial public offering underpricing of stocks occurs in the Iranian capital market. In addition, the earnings sustainability and the accruals quality are negatively and significantly related to IPOs Underpricing. Also, the size of the auditing firm and the type of auditor's opinions have a negative and significant relationship with IPOs Underpricing of shares, but the tenure of the auditor Intermediate insignificance has nothing to do with IPOs Underpricing of shares. The findings show that there is a negative and significant relationship between earnings quality and audit quality with the initial public offering underpricing of stocks. In other words, the earnings quality and the high quality of auditing prevent IPOs Underpricing. Therefore, the earnings sustainability increases the quality of earnings compared to fluctuating earnings and being closer to cash and reducing the use of accruals in it, and is more of an interest to investors. Therefore, investors are willing to pay more money to invest in the company, and the phenomenon of the initial public offering underpricing of stocks occurs less frequently. In general, it was found that quality auditors have an informative role in initial public offerings and provide more accurate information to users of financial statements, resulting in a reduction in future uncertainty for unsuspecting investors and this is followed by the initial public offering underpricing.

Keywords: IPOs Underpricing, Audit Quality, Earnings Quality.

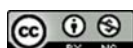
JEL Classification: F65 ·D53

1. doi: 10.22034/jse.2022.11817.1869

2. Professor, Accounting Department, Faculty of Economics, Management and Social Sciences, Shiraz University, Shiraz, Iran, (MNamazi@rose.shirazu.ac.ir).

3. Ph.D. in Accounting, Faculty of Economics, Management and Social Sciences, Shiraz University, Shiraz, Iran. Corresponding Author, (pedram.azizi@shirazu.ac.ir).

4. Ph.D. in Accounting, Faculty of Economics, Management and Social Sciences, Shiraz University, Shiraz, Iran. (f.moghimi@shirazu.ac.ir).



Copyright © 2026 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0

International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

Cite This Article: Namazi, Mohammad; Azizi, Pedram; Moghimi, Fatemeh; (2026). The effect of Earnings Quality and Audit Quality on avoid of Initial Public Offerings (IPOs) Underpricing. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 19 (75), 67-96.

<https://doi.org/10.22034/jse.2022.11817.1869> Homepage: <https://journal.seo.ir>

Introduction

With the expanding role of capital markets in financing economic enterprises and the growing share of initial public offerings (IPOs) in resource mobilization, the pricing of these offerings has become a fundamental and challenging issue for investors, firms, and regulatory bodies. In many capital markets—particularly in emerging markets—IPOs are often associated with the phenomenon of underpricing, which generates short-term abnormal returns while imposing costs on original shareholders and reducing the efficiency of resource allocation. One of the primary sources of this phenomenon is information asymmetry between managers of issuing firms and investors, leading newly issued shares to be priced below their intrinsic value. Under such conditions, the quality of disclosed financial information and supervisory mechanisms play a crucial role in reducing investor uncertainty. Earnings quality, as a reflection of performance sustainability and the reliability of accounting information, and audit quality, as an independent assurance mechanism, can enhance IPO pricing by reducing information asymmetry and increasing transparency. Accordingly, a simultaneous examination of the roles of earnings quality and audit quality in mitigating IPO underpricing can provide valuable insights into capital market efficiency and improvements in corporate financing processes.

Methodology

This study is applied in purpose and descriptive–correlational in nature, utilizing actual data from the Iranian capital market. The study period spans from 2001 to 2020, and the statistical population includes all firms that conducted IPOs on the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse during this period. After applying screening criteria to obtain a homogeneous sample, the final sample consists of 253 newly listed firms. A purposive, multi-stage sampling approach was employed, excluding firms in financial industries such as banks, insurance companies, leasing firms, and holdings due to differences in financial structures and disclosure requirements. Data were collected from published financial statements, the CODAL system, capital market databases, and financial software, and were processed and analyzed using Excel. Hypotheses were tested using cross-sectional regression analysis. IPO underpricing, the dependent variable, was measured using abnormal stock returns adjusted for market returns during the first trading month after listing. This measure is considered more appropriate than first-day returns in Iran due to price fluctuation limits and trading halts. The first model examines the effect of earnings quality—captured through earnings persistence and accruals quality—while controlling for profitability, offer size, return on assets, financial leverage, firm size, and firm age. The second model assesses

audit quality using observable indicators such as audit firm size, auditor tenure, and audit opinion type, alongside the same control variables.

Findings

The findings are presented at both descriptive and inferential levels. Descriptive statistics indicate that, on average, approximately 28% of IPOs in the Iranian capital market experience underpricing, reflecting a significant positive difference between the returns of newly listed firms and the market index during the first trading month. Analysis of earnings quality measures suggests generally acceptable accruals quality, although extreme values indicate significant earnings management in some firms. Inferential results show that earnings quality has a significant mitigating effect on IPO underpricing: both earnings persistence and accruals quality are negatively and significantly related to underpricing. Furthermore, audit quality partially reduces underpricing, as audit firm size and audit opinion type exhibit significant negative relationships with underpricing, while auditor tenure is not significant. Overall, the results underscore the importance of earnings quality and certain dimensions of audit quality in reducing pricing inefficiencies in the Iranian IPO market.

Discussion and Conclusions

The quality of financial information and supervisory mechanisms plays a critical role in enhancing the efficiency of IPO pricing in the Iranian capital market. The findings demonstrate that higher earnings quality and audit quality are associated with lower IPO underpricing, as improved earnings persistence and accruals quality enhance transparency and reduce information asymmetry. Consequently, investors perceive lower risk and are willing to pay higher prices for newly listed firms, reducing the extent of underpricing. Moreover, audit quality, particularly through audit firm size and audit opinion type, serves a signaling and informational role in IPOs by increasing the credibility of financial reports and reducing investor uncertainty. Overall, the study highlights that improving earnings quality and audit quality can serve as effective strategies for reducing the mandatory costs of underpricing and enhancing corporate financing processes in IPOs, offering important implications for managers, regulators, and capital market policymakers.

Ethical Considerations

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Data available on request from the authors.

Acknowledgements

The authors sincerely appreciate all individuals who contributed to this research by offering scientific insights, facilitating access to data, or reviewing earlier drafts of the manuscript.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism and misconduct.

Funding

This research didn't receive any specific grant from funding agencies in the public commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال نوزدهم، شماره ۷۵، پاییز ۱۴۰۵، صص ۶۶-۶۷
تأثیر کیفیت سود و کیفیت حسابرسی در جلوگیری از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام^۱

محمد نمازی^۲، پدرام عزیزی^۳، فاطمه مقیمی^۴

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۱/۲۶ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۸/۲۷
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۱۰/۰۶ تاریخ انتشار: ۱۴۰۵/۰۱/۱۹

نکات برجسته

- کیفیت سود با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، نقش معناداری در جلوگیری از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام ایفا می کند.
- پایداری سود و کیفیت اقلام تعهدی رابطه ای منفی و معنادار با قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام دارند.
- کیفیت حسابرسی، به ویژه از طریق اندازه مؤسسه حسابرسی و نوع اظهار نظر حسابرسی، به عنوان یک سازو کار آگاهی بخش در فرآیند عرضه اولیه عمل می کند.
- حضور حسابرسان با کیفیت موجب افزایش اعتبار اطلاعات مالی و کاهش رفتار محافظه کارانه بازار در قیمت گذاری عرضه های اولیه می شود.
- ارتقای هم زمان کیفیت سود و کیفیت حسابرسی می تواند ناکارایی قیمت گذاری در بازار عرضه های اولیه ایران را به طور معناداری کاهش دهد.

چکیده

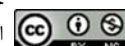
هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر کیفیت سود و کیفیت حسابرسی در جلوگیری از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام است. دوره پژوهش از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۸ و نمونه آماری متشکل از ۲۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور ابتدا طبق مدل اول پژوهش، رابطه بین کیفیت سود و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام بررسی و کیفیت سود از طریق دو مؤلفه پایداری سود و کیفیت اقلام تعهدی اندازه گیری شد. سپس در مدل دوم رابطه بین کیفیت حسابرسی و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام برآزش گردید. کیفیت حسابرسی در پژوهش حاضر شامل اندازه مؤسسه حسابرسی، دوره تصدی حسابرسی و نوع اظهار نظر حسابرسی می باشد. یافته های پژوهش حاکی از آن بود که به طور متوسط ۲۸ درصد عرضه های اولیه عمومی سهام در بازار سرمایه ایران کمتر از حد قیمت گذاری می شوند. افزون بر این، پایداری سود و کیفیت اقلام تعهدی با قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام ارتباط منفی و معناداری دارند. همچنین، اندازه مؤسسه حسابرسی و نوع اظهار نظر حسابرسی ارتباط منفی و معنادار با قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام دارند اما دوره تصدی حسابرسی به واسطه معنادار نشدن، ارتباطی با قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام ندارد. نتایج پژوهش نشان داد که بین کیفیت سود و کیفیت حسابرسی با قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. به عبارتی کیفیت سود و کیفیت حسابرسی بالا، از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند. بنابراین، سود یکپارچه در مقایسه با سود دارای نوسان و نزدیک تر بودن سود به وجه نقد و کاهش استفاده از اقلام تعهدی در آن، کیفیت سود را افزایش می دهد و بیشتر مورد علاقه سرمایه گذاران می باشد. لذا سرمایه گذاران حاضرند با پرداخت مبلغ بیشتری، در شرکت سرمایه گذاری کنند و پدیده ارزان فروشی عرضه های اولیه عمومی سهام کمتر رخ می دهد. حسابرسان با کیفیت یک نقش آگاهی - دهنده در عرضه های اولیه دارند و اطلاعات دقیق تری به استفاده کنندگان از صورت های مالی مخابره می کنند که نتیجه آن کاهش عدم اطمینان آتی برای سرمایه گذاران ناآگاه و پیرو آن کاهش قیمت گذاری کمتر از حد است.

واژه های کلیدی: قیمت گذاری کمتر از حد، عرضه های اولیه عمومی سهام، کیفیت حسابرسی، کیفیت سود.
طبقه بندی موضوعی: D53, F65

doi: 10.22034/jse.2022.11817.1869

۱. استاد، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران. (M.Namazi@rose.shirazu.ac.ir)
۲. دکتری حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران. نویسنده مسئول. (pedram.azizi@shirazu.ac.ir)
۳. دکتری حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران. (f.moghimi@shirazu.ac.ir)

حق انتشار این مستند متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۵. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.
این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیر تجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license
(<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

استناد: نمازی، محمد؛ عزیزی، پدرام؛ مقیمی، فاطمه؛ (۱۴۰۵). بررسی و مقایسه روش های تأمین مالی پروژه های کلان انرژی های نو و پاک. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۹ (۷۵)، ۶۷-۹۶

Home page: <https://journal.seo.ir> <https://doi.org/10.22034/jse.2022.11817.1869>

مقدمه

با توسعه و تنوع روزافزون بازار سرمایه و تثبیت نقش پررنگ آن در رشد و توسعه اقتصادی کشور از طریق تسهیل دسترسی شرکت‌ها به تأمین منابع مالی، بهره‌گیری از توانایی این بازار حائز اهمیت است. این بازارها محل گردآوری وجوه خرد و هدایت آن‌ها به سوی سرمایه‌گذاری مولد هستند (لیزیچسکا و چاپویسکی^۱، ۲۰۱۸). پذیرش در بورس منافع همچون افزایش سرمایه، رقابت بیشتر و دسترسی به منابع مالی ارزان را به دنبال دارد (وونگ و همکاران^۲، ۲۰۱۷؛ یو و همکاران^۳، ۲۰۱۹). در ایران نیز با توجه به اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی و خصوصی‌سازی، تعداد زیادی از شرکت‌ها مبادرت به عرضه اولیه عمومی سهام نموده‌اند. شرکت‌های خصوصی زمانی تمایل به عرضه عمومی دارند که ارزش ذاتی دارایی‌ها و فرصت‌های رشد آتی خود را از طریق قیمت‌گذاری درست دریافت کنند (گائو و همکاران^۴، ۲۰۰۴).

چالش اصلی زمانی نمایان می‌شود که بازدهی عرضه اولیه‌ها بررسی می‌گردد. معمولاً سهام در بدو ورود پایین‌تر از ارزش واقعی قیمت‌گذاری می‌شود که بازدهی بالای غیرعادی کوتاه‌مدت و افت قیمت و ضرر در بلندمدت را به دنبال دارد (یو و همکاران، ۲۰۱۹). پژوهش‌های ملی (کامیابی و بوربوری، ۱۳۹۵) و بین‌المللی (لاگران و ریتز^۵، ۲۰۰۲؛ یتیم^۶، ۲۰۱۱؛ لیزیچسکا و چاپویسکی، ۲۰۱۸؛ یو و همکاران، ۲۰۱۹) نشان می‌دهند که شرکت‌ها با فدا کردن منافع سهامداران اولیه و «ارزان‌فروشی»، بازده مثبت غیرعادی برای سرمایه‌گذاران جدید ایجاد می‌کنند (لاگران و ریتز، ۲۰۰۲؛ عباسی و بالاورد، ۱۳۸۸).

این پدیده فراگیر است، اما در بازارهای سرمایه در حال توسعه آسیایی به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، بیشتر مشاهده می‌شود (هامائو و همکاران^۷، ۲۰۰۰؛ لاگران و ریتز، ۲۰۰۲؛ هو و همکاران^۸، ۲۰۰۷؛ یتیم، ۲۰۱۱؛ وونگ و همکاران، ۲۰۱۷؛ عباسی و بالاورد، ۱۳۸۸). برای جبران عدم تقارن اطلاعات و ایجاد انگیزه خرید، از ارزان‌فروشی به عنوان یک علامت

1. Lizińska and Czapiewski
2. Wong and et al.
3. Yu and et al.
4. Guo and et al.
5. Loughran and Ritter
6. Yatim
7. Hamao and et al.
8. How and et al.

مثبت استفاده می‌شود (لاپورتا و همکاران^۱، ۲۰۰۰؛ یتیم، ۲۰۱۱)، هرچند در بلندمدت قیمت به تعادل نهایی می‌رسد (وونگ و همکاران، ۲۰۱۷؛ خلیلی عراقی و همکاران، ۱۳۹۲).

تمرکز اغلب پژوهش‌ها از جمله یتیم (۲۰۱۱)، یو و همکاران (۲۰۱۹) و در ایران کامیابی و بوربوری (۱۳۹۵) بر عدم تقارن اطلاعات است. هرچه عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر باشد، قیمت‌گذاری کمتر از حد نیز بیشتر خواهد شد (کای و همکاران^۲، ۲۰۰۴؛ دروبتز و همکاران^۳، ۲۰۰۵؛ یانگ^۴، ۲۰۰۷؛ یتیم، ۲۰۱۱). عواملی مانند ضعف حاکمیت شرکتی، شهرت پذیره‌نویسان، محافظه‌کاری مدیران و ضعف کیفیت نظارتی نیز مؤثرند (آلبرینگ و همکاران^۵، ۲۰۰۷؛ یتیم، ۲۰۱۱؛ لیزچسکا و چاپویسکی، ۲۰۱۸؛ وونگ و همکاران، ۲۰۱۷؛ یو و همکاران، ۲۰۱۹).

انتظار می‌رود با بالا بودن کیفیت سود و کیفیت حسابرسی، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یافته و قیمت‌گذاری عادلانه‌تر شود. پژوهش حاضر به بررسی تأثیر این دو عامل در جلوگیری از قیمت‌گذاری کمتر از حد می‌پردازد. نکته قابل توجه در پژوهش‌های ایران این است که اغلب تنها بازده روز اول را ملاک قرار داده‌اند؛ اما به دلیل شفافیت کمتر و محدودیت‌هایی نظیر دامنه نوسان و بسته شدن نماد معاملاتی، بازده روز اول معیار مناسبی نیست. بنابراین، در این پژوهش از معیار «بازده غیرعادی سهام تعدیل شده با بازده بازار برای اولین ماه معاملاتی» استفاده شده و نمونه‌ای بزرگ‌تر نسبت به مطالعات پیشین (که گاهی تنها ۳۰ شرکت بودند) بررسی شده است. امید است این پژوهش مبانی نظری را بسط داده و ۱. میزان قیمت‌گذاری کمتر از حد در ایران را مشخص نماید. ۲. نقش کیفیت سود و حسابرسی را در جلوگیری از این پدیده روشن سازد تا سرمایه‌گذاران و قانون‌گذاران درک بهتری پیدا کنند. ۳. در پیشگیری از قیمت‌گذاری نامناسب مؤثر باشد تا از دلسردی سرمایه‌گذاران و وقفه در خصوصی‌سازی جلوگیری شود. ۴. با ارائه راهکار به بنگاه‌ها، کمک به عرضه بهتر سهام نماید. به طور کلی، ارزان‌فروشی هزینه اجباری است و شرکت‌ها می‌توانند با افزایش کیفیت سود و استفاده از مؤسسات بزرگ حسابرسی برای آگاهی‌دهی، اطمینان سرمایه‌گذاران را افزایش داده و با ایجاد رقابت برای خرید، هزینه‌های پدیده ارزان‌فروشی را به حداقل برسانند.

1. La Porta
2. Cai and et al.
3. Drobetz and et al.
4. Yong
5. Albring and et al.

در ادامه، ابتدا مبانی نظری مربوط به عرضه اولیه عمومی سهام و قیمت گذاری کمتر از حد آن، کیفیت سود و کیفیت حسابرسی، پیشینه تحقیق و فرضیه‌ها ارائه می‌شود. سپس، روش و الگوهای پژوهش تشریح شده و یافته‌های تجربی آزمون فرضیه‌ها، مطرح می‌گردد. در نهایت، با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها، بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادها، مطالعه، ارائه خواهد شد.

مبانی نظری

عرضه اولیه عمومی سهام

بورس به عنوان پلی میان پس‌اندازهای مردم و امکانات سرمایه‌گذاری، با اهدافی نظیر حفظ بازار سرمایه قابل اطمینان، تعادل اقتصادی و گسترش فرهنگ سهامداری، زمینه ورود شرکت‌ها از طریق عرضه اولیه را فراهم می‌کند. عرضه اولیه که اولین فروش سهام و انتقال مالکیت به بیرون از شرکت است، معمولاً توسط بنگاه‌هایی با حداقل ۳ سال سابقه فعالیت و با همکاری شرکت تأمین سرمایه برای تعیین قیمت و زمان مناسب انجام می‌شود (جانگوییست^۱، ۲۰۰۷؛ شراند و ورچیا^۲، ۲۰۰۵؛ صادقی و تهرانی، ۱۳۹۸). مهم‌ترین کارکرد این بازار، کشف قیمت عادلانه بر اساس عوامل عرضه و تقاضاست. اگرچه از نظر نظری از روش‌هایی مانند تنزیل جریان‌های نقدی آتی استفاده می‌شود، اما به دلیل کمبود اطلاعات تاریخی در بنگاه‌های جوان، ارزشیابی اغلب مبتنی بر تحلیل اطلاعات شرکت‌های مشابه است. تعیین قیمت باید به گونه‌ای باشد که ضمن حفظ اعتبار شرکت، توان و تمایل سرمایه‌گذاران خرده را برای خرید و افزایش حجم معاملات فراهم کند که تابعی از قیمت بازار، صنعت و ارزش شرکت است (یو و همکاران، ۲۰۱۹؛ آرورا و سینق^۳، ۲۰۱۹). روش‌های عرضه شامل ثبت دفتری، حراج، قیمت ثابت و روش‌های نوین اینترنتی است که در ایران از روش ثبت دفتری (بوک بیلدینگ) با تعیین کف قیمت استفاده می‌شود (چانگ و همکاران^۴، ۲۰۰۸). ورود به بورس اگرچه موجب کاهش نرخ تأمین سرمایه و افزایش اعتماد می‌شود، اما دارای هزینه‌هایی نظیر حسابرسی، پذیره‌نویسی و صرف زمان مدیران است. همچنین عرضه اولیه اغلب با ناهنجاری‌هایی نظیر افت قیمت در بلندمدت، قیمت گذاری کمتر از حد و عرضه داغ همراه است.

1. Ljungqvist
2. Schrand and Verrecchia
3. Arora and Singh
4. Chang and et al.

قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام

پدیده قیمت‌گذاری کمتر از حد (ارزان‌فروشی) سهام در عرضه‌های اولیه برای نخستین بار توسط ایبوتسون^۱ (۱۹۷۵) در بازار آمریکا شناسایی شد. وی با بررسی ۱۲۰ سهم در بورس نیویورک طی سال‌های ۱۹۶۵ تا ۱۹۶۹ دریافت که این سهام در پایان ماه اول معاملات به طور متوسط ۱۱/۴ درصد بازده اولیه مثبت داشته‌اند. این پدیده که در آن قیمت عرضه به طرز تعجب‌آوری پایین‌تر از قیمت بازار تعیین می‌شود، با فرضیه بازار سرمایه کارا مغایرت دارد؛ زیرا بر اساس این فرضیه، نیروهای بازار باید قیمت را به تعادل رسانده و بازده بلندمدت این سهام را تعدیل کنند (وونگ و همکاران، ۲۰۱۷؛ خلیلی عراقی و همکاران، ۱۳۹۲). در تبیین علل این پدیده، دون و همکاران^۲ (۲۰۰۰) بر این باورند که ارزان‌فروشی به عنوان یک هزینه اجباری عمل می‌کند که عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه را کاهش می‌دهد تا زمانی که مزایای حاصل از کاهش این عدم تقارن، هزینه‌های آن را پوشش دهد. به طور کلی، دلایل این پدیده از تئوری‌های سنتی مانند عدم تقارن اطلاعات و عدم اطمینان محیطی (یتیم، ۲۰۱۱) تا تئوری‌های نوین رفتاری و انتقادی (لاگران و ریتز، ۲۰۰۲) طبقه‌بندی می‌شوند.

فرضیه علامت‌دهی به عنوان یکی از فرضیات توجیه‌کننده پدیده ارزان‌فروشی، بر وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت عرضه‌کننده و سرمایه‌گذاران بالقوه تأکید دارد. بر این اساس، شرکت‌ها نسبت به سایر ذینفعان اطلاعات دقیق‌تری از کیفیت و ارزش واقعی خود دارند، اما سرمایه‌گذاران از این ارزش بی‌اطلاع‌اند (دروبتز و همکاران، ۲۰۰۵؛ یانگ، ۲۰۰۷).

کیفیت سود

سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری خود به سود گزارش‌شده در صورت‌های مالی تکیه می‌کنند. سود مهم‌ترین محصول حسابداری است که برای ارزیابی عملکرد و پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی کاربرد دارد. از آنجا که در مبنای تعهدی از برآوردها استفاده می‌شود، همواره این پرسش مطرح است که چقدر می‌توان به سود اعتماد کرد. بنابراین، کیفیت سود که نشان‌دهنده صداقت عایدات است، معیاری حیاتی برای سلامت مالی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود (فرانسیس و همکاران^۳، ۲۰۰۷؛ دستگیر و رستگار پویانی،

1. Ibbotson

2. Dunn and et al.

3. Francis and et al.

۱۳۹۰). سود باکیفیت با کاهش ریسک اطلاعات، هزینه سرمایه را کاهش و اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب می‌کند، در حالی که سود بی‌کیفیت موجب ناکارآمدی می‌شود (بیور^۱، ۲۰۰۲). پژوهش‌ها نشان می‌دهند شرکت‌ها در زمان عرضه اولیه تمایل به مدیریت سود برای تأثیر مثبت بر قیمت‌گذاری دارند (لاپورتا و همکاران، ۲۰۰۰؛ یو و همکاران، ۲۰۱۹). کیفیت سود شامل پایداری سود، سطوح اقلام تعهدی و انعکاس معاملات اقتصادی است. در این پژوهش از معیارهای پایداری سود و کیفیت اقلام تعهدی استفاده می‌شود تا اعتبار نتایج افزایش یابد (مک‌نیچلز^۲، ۲۰۰۲).

کیفیت حسابرسی

کیفیت حسابرسی مفهومی چندوجهی است که با رعایت استانداردها و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی تعریف می‌شود. افزایش کیفیت حسابرسی با بهبود افشا و کاهش انگیزه جستجوی اطلاعات خصوصی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (لیوز و ورچیا^۳، ۲۰۰۵). استفاده از حسابرس مشهور یا مؤسسه تأمین سرمایه معتبر، راهی برای کاهش عدم تقارن و ارزش‌گذاری اشتباه است. پژوهش‌ها نشان می‌دهند حسابرسان باکیفیت با انگیزه حفظ شهرت، از ارزان‌فروشی سهام در عرضه اولیه جلوگیری می‌کنند (چانگ و همکاران، ۲۰۰۸؛ الحدب^۴، ۲۰۱۶). حسابرسی باکیفیت با نقش اطلاعاتی و نظارتی خود، عدم اطمینان را کاهش داده و به عنوان علامتی مثبت از ارزش شرکت عمل می‌کند (تیتمان و ترومن^۵، ۱۹۸۶). همچنین، تخصص حسابرسان با کاهش دستکاری سود و افزایش همبستگی سود با جریان‌های نقدی، شفافیت را بالا می‌برد (گراملینگ و استون^۶، ۲۰۰۱).

اجزای کیفیت حسابرسی شامل اندازه مؤسسه، دوره تصدی و نوع اظهار نظر است. مؤسسات بزرگ‌تر مانند سازمان حسابرسی به دلیل حفظ شهرت و دسترسی به منابع، خدمات باکیفیت‌تری ارائه می‌دهند (دی‌فوند و همکاران^۷، ۲۰۰۰). درباره دوره تصدی، دو دیدگاه وجود دارد: فرضیه تخصص حسابرسان معتقد است دوره طولانی‌تر با افزایش آشنایی، کیفیت

1. Beaver
2. McNichols
3. Leuz and Verrecchia
4. Alhadab
5. Titman and Trueman
6. Gramling and Stone
7. DeFond and et al.

را بالا می‌برد؛ اما فرضیه استقلال حسابرس هشدار می‌دهد که دوره طولانی ممکن است استقلال را خدشه‌دار کرده و عدم تقارن را افزایش دهد (ون کنگهم^۱، ۲۰۰۴). همچنین، نوع اظهار نظر حسابرس با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و استفاده‌کنندگان، دارای بار اطلاعاتی مهمی است.

بسط فرضیه‌ها

پژوهش‌های متعددی در سطح بین‌المللی و داخلی به بررسی عوامل مؤثر بر قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه پرداخته‌اند. در مطالعات خارجی، یو و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند کیفیت سود پایین در شرکت‌های هم‌صنعت منجر به افزایش ارزش‌فروشی می‌شود. آرورا و سینق (۲۰۱۹) و هوکو و مو^۲ (۲۰۲۱) به نقش سازوکارهای بازار اشاره کردند؛ به‌طوری‌که شهرت پذیرهنویسان و کاهش کنترل دولتی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، از این پدیده می‌کاهند. در مقابل، دانگ و هوآنگک^۳ (۲۰۲۲) دریافتند محدودیت دامنه قیمتی با تشویق سفته‌بازی، ارزش‌فروشی را کاهش می‌دهد. دووی و همکاران^۴ (۲۰۲۵) نسبت بدهی را مؤثر دانستند اما نقش تعدیل‌گر شهرت حسابرس را رد کردند.

در ایران نیز پورحیدری و همکاران (۱۳۹۴) و نمازی و عزیزی (۱۴۰۰) بر نقش نظارتی حسابرسی تأکید کردند؛ به‌گونه‌ای که کیفیت حسابرسی و گزارشگری مالی با کاهش عدم اطمینان، ارزش‌فروشی می‌کاهد. کامیابی و بوربوری (۱۳۹۵) و دهقان خانقاهی و همکاران (۱۴۰۰) مخاطرات اخلاقی، عدم تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی را از عوامل اصلی ارزش‌فروشی دانستند. در رویکردهای نوین، المیر و همکاران (۱۴۰۴) با استفاده از الگوریتم‌های هوش مصنوعی مدل دقیقی برای پیش‌بینی ارزش‌گذاری ارائه دادند و رهروی دستجردی و رحیمی (۱۴۰۴) نشان دادند مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی جاری اثر منفی بر عملکرد بلندمدت دارد، اما اقلام تعهدی بلندمدت اثر مثبت دارد.

بنابراین، همانطور که عنوان گردید خرید سهام شرکت‌های تازه وارد به بورس اوراق بهادار نسبت به شرکت‌های عضو بورس، مخاطره بیشتری دارد؛ زیرا، سرمایه‌گذاران درباره چنین شرکت‌هایی،

-
1. Van Caneghem
 2. Hoque and Mu
 3. Dong and Huang
 4. Dewi and et al.

اطلاعات زیادی ندارند و عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران جدید، بیشتر است (کای و همکاران، ۲۰۰۴؛ توماس و همکاران، ۲۰۱۱؛ کامیابی و بوربوری، ۱۳۹۵) و از طرفی، مبنای تصمیم گیری مشارکت کنندگان در بازارهای اوراق بهادار، اطلاعاتی است که توسط بورس ها، ناشران اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس و واسطه های فعال در این بازارها منتشر می شود. حال اگر این اطلاعات از جمله سود گزارش شده که به عنوان مهم ترین خاصه شرکت معرفی شده است، از کیفیت مناسبی برخوردار نباشد و همچنین، گزارش های مالی شرکت ها توسط نهادهای نظارتی نظیر حسابرسان مستقل، اطمینان بخش تلقی نشوند و به عبارتی حسابرسی شرکت ها از کیفیت بالایی برخوردار نباشد؛ می تواند قیمت گذاری عرضه های اولیه عمومی سهام را تحت تأثیر قرار دهد و تعیین ارزش ذاتی شرکت، به درستی صورت نگیرد (توماس و همکاران^۱، ۲۰۱۱؛ ناگاتا^۲، ۲۰۱۳؛ لیزچسکا و چاپویسکی، ۲۰۱۸؛ یو و همکاران، ۲۰۱۹، آرورا و سینق، ۲۰۱۹؛ پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۴). لذا در این راستا، به منظور دستیابی به اهداف پژوهش و بر مبنای پیشینه های نظری و تجربی ارائه شده، دو فرضیه اصلی و پنج فرضیه فرعی به صورت زیر تدوین شده است:

- فرضیه اصلی اول. کیفیت سود از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند.
- فرضیه فرعی ۱-۱. پایداری سود از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند.
- فرضیه فرعی ۱-۲. کیفیت اقلام تعهدی از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند.
- فرضیه اصلی دوم. کیفیت حسابرسی از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند.
- فرضیه فرعی ۲-۱. اندازه موسسه حسابرسی از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند.
- فرضیه فرعی ۲-۲. دوره تصدی حسابرسان از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند.
- فرضیه فرعی ۲-۳. نوع اظهار نظر حسابرسان از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند.

1. Thomas and et al.

2. Nagata

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع کاربردی است و از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی-همبستگی است. در پژوهش حاضر ابتدا، از روش کتابخانه‌ای برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه تحقیق استفاده می‌شود. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش تخمین رگرسیون مقطعی استفاده شده است. داده‌های پژوهش حاضر از طریق نرم‌افزارهای رهاورد نوین و سایت بورس اوراق بهادار و سایت کدال گردآوری و از طریق نرم‌افزار اکسل نسخه ۲۰۱۶ آماده تجزیه و تحلیل شد. قلمرو زمانی تحقیق از سال ۱۳۸۰ تا سال ۱۳۹۸ است؛ هر چند که برای اندازه‌گیری متغیر کیفیت اقلام تعهدی از اطلاعات سال ۱۳۷۸ و ۱۳۷۹ نیز استفاده شده است. قلمرو مکانی تحقیق نیز شرکت‌های تازه ورود در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران است. نمونه‌گیری این پژوهش به صورت مرحله‌ای و هدفمند است. به‌منظور دستیابی به نمونه‌ای همگن و یکنواخت، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر باشند به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند:

۱. از ابتدای سال ۱۳۸۰ و بعد از آن تا پایان سال ۱۳۹۸، سهام آن در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران عرضه عمومی اولیه شده و نباید در دوره یک ماهه پس از عرضه وقفه معاملاتی داشته باشند.
 ۲. پدیده قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه در آن‌ها رخ داده باشد.
 ۳. اطلاعات حسابداری شرکت‌ها که برگرفته از صورت‌های مالی آن‌ها است، موجود باشد.
 ۴. به دلیل متفاوت بودن ماهیت اقتصادی شرکت‌ها، جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ، بیمه و بانک‌ها نباشند، زیرا افشاهای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آن‌ها متفاوت از سایر شرکت‌ها است.
- بعد از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۲۵۳ شرکت تازه پذیرفته شده در بورس و فرابورس به‌عنوان نمونه، انتخاب شدند.

متغیرها و مدل‌های پژوهش

مدل اول

در پژوهش حاضر، جهت بررسی فرضیه اصلی اول و فرضیه‌های فرعی آن مبنی بر تأثیر کیفیت سود در جلوگیری از قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه اولیه عمومی سهام، مدل اول پژوهش به شرح رابطه (۱) برازش می‌گردد. جهت بررسی جامع شاخص کیفیت سود به عنوان متغیر مستقل از دو معیار

پایداری سود و متغیر کیفیت اقلام تعهدی استفاده می‌شود، زیرا، پایداری سود، سری زمانی ویژگی - های سود و کیفیت اقلام تعهدی نیز رابطه بین سود، اقلام تعهدی و وجه نقد را در نظر می‌گیرد. منظور از کیفیت سود، زمینه بالقوه رشد سود و میزان احتمال تحقق سودهای آتی است. به بیان دیگر، ارزش یک سهم تنها به سود هر سهم سال جاری شرکت بستگی ندارد بلکه به انتظار از آینده شرکت و قدرت سودآوری سال‌های آینده و ضریب اطمینان نسبت به آن بستگی دارد (دستگیر و رستگار پویانی، ۱۳۹۰). لذا در ادامه طبق پژوهش‌های ناگاتا (۲۰۱۳)، لیزیچسکا و چاپاپسکی (۲۰۱۸)، یو و همکاران (۲۰۱۹) و اضافه نمودن تعدادی متغیر کنترلی تأیید شده در سایر پژوهش‌ها با توجه به شرایط محیط اقتصادی ایران مدل (۱) طراحی گردید.

(۱)

$$IPOU_{i,t} = a + b_1 SEarning_{i,t} + b_2 TCA_{i,t} + b_3 CP_{i,t} + b_4 Loss_{i,t} + b_5 N_{i,t} + b_6 ROA_{i,t} + b_7 LEV_{i,t} + b_8 Size_{i,t} + b_9 Age_{i,t} + e_{i,t}$$

قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام ($IPOU_{i,t}$): در اکثر مطالعات برای محاسبه قیمت‌گذاری کمتر از حد در کشورهای توسعه یافته از مفهوم بازده اولیه (بازده ایجاد شده در روز اول معاملاتی) استفاده می‌شود. اما با توجه به وجود محدودیت‌های دامنه نوسان قیمت روزانه و همچنین ساز و کار متفاوت عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، بازده روز اول معاملاتی، میزان قیمت‌گذاری کمتر از حد را به درستی نشان نمی‌دهد. به این دلیل ممکن است روزها و یا هفته‌ها طول بکشد تا قیمت سهام به قیمت ذاتی آن برسد. بنابراین، به تبعیت از پژوهش‌های اگرال و همکاران^۱ (۱۹۹۳) برای به حداقل رساندن این اثرات، بازده غیر عادی سهام تعدیل شده با بازده بازار برای اولین ماه معاملاتی به عنوان سنج‌ای از قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه اولیه محاسبه می‌شود. بازده سهام در پایان اولین ماه معاملاتی به صورت رابطه (۲) محاسبه می‌شود:

$$R_{IL} = \left(\frac{P_{IL}}{P_{I0}} \right) - 1 \quad (2)$$

که در آن P_{IL} قیمت پایانی سهام در پایان ماه اول؛ P_{I0} قیمت عرضه شده سهام و R_{IL} بازده سهام در ماه اول است. نحوه محاسبه بازده شاخص بازار در پایان ماه اول به صورت رابطه (۳) صورت می‌گیرد:

$$R_{m1} = \left(\frac{P_{m1}}{P_{m0}} \right) - 1 \quad (۳)$$

که در آن P_{m1} شاخص بازار در پایان ماه اول؛ P_{m0} شاخص بازار در پایان روز عرضه اولیه و R_{m1} بازده شاخص بازار در ماه اول است. سپس با استفاده از بازده شرکت و بازده بازار، بازده غیر عادی برای هر عرضه اولیه محاسبه می شود که طبق رابطه (۴) محاسبه می شود:

$$MAAR_{it} = 100 * \left[\left(\frac{1 + R_{it}}{1 + R_{m1}} \right) - 1 \right] \quad (۴)$$

پایداری سود ($SEarning_{i,t}$): به معنی تکرار (استمرار) سود جاری و یکی از معیارهای کیفیت سود است. هر چه پایداری سود بیشتر باشد، فرض می شود کیفیت سودهای گزارش شده بالاتر است. جهت اندازه گیری این متغیر، در پژوهش حاضر به تبعیت از مدل معرفی شده توسط فریمن و همکاران (۱۹۸۲) که در پژوهش دستگیر و رستگارپویانی (۱۳۹۰) بکار گرفته شده، به شرح رابطه (۵) استفاده می شود. در این رابطه ضریب $Earning_t$ یعنی آلفا (δ_1) نشان دهنده پایداری سود است؛ به این ترتیب که هر چه این ضریب به یک نزدیکتر باشد، پایداری سود بیشتر (کیفیت سود بالاتر) است.

$$Earning_{t+1} = a_0 + \delta_1 Earning_t + v_t \quad (۵)$$

و ($Earning_t$) سود قبل از ارقام تعهدی بلند مدت در سال t است. کیفیت ارقام تعهدی ($TCA_{i,t}$): ارقام تعهدی به ارقامی گفته می شود که موجب به تعویق افتادن ثبت درآمد و یا هزینه ها می شوند (فرانسیس و همکاران^۱؛ ۲۰۰۸؛ حساس یگانه و امیدی، ۱۳۹۳). یکی از معیارهای اندازه گیری کیفیت سود، ارقام تعهدی است (یو و همکاران، ۲۰۱۹). همان طور که لی و ژو^۲ (۲۰۰۶) در پژوهش های خود متوجه شدند شرکت هایی که ارقام تعهدی غیرعادی بالایی دارند، طی سه سال پس از انتشار سهامشان، بازده سهام ضعیفی دارند. بنابراین، در این پژوهش برای اندازه گیری کیفیت ارقام تعهدی به تبعیت از پژوهش بهارمقدم و کوهی (۱۳۸۹) و حساس یگانه و امیدی (۱۳۹۳) و سازگاری بیشتر با محیط اقتصادی ایران، از الگوی

1. Francis and et al.

2. Li and Zhou

تعدیل شده کاسنیک (۱۹۹۲) توسط بهارمقدم و کوهی (۱۳۸۹) استفاده شده است. این الگو به شرح رابطه (۶) است:

$$\frac{ACCR_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left[\frac{\Delta REV_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} - \frac{\Delta REC_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \frac{\Delta INV_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} \right] + \alpha_2 \frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta CFO_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$ACCR_{i,t}$: کل اقلام تعهدی. اقلام تعهدی تفاوت میان سود عملیاتی و وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی است.

$\Delta REV_{i,t}$: تغییر در درآمد از سال $t-1$ تا سال t $(REV_t - REV_{t-1})$.

$\Delta REC_{i,t}$: تغییر در خالص حساب‌های دریافتی از سال $t-1$ تا سال t $(REC_t - REC_{t-1})$.

$\Delta INV_{i,t}$: تغییر در موجودی مواد و کالا از سال $t-1$ تا سال t $(INV_t - INV_{t-1})$.

$PPE_{i,t}$: ناخالص دارایی‌های ثابت مشهود در سال t .

$\Delta CFO_{i,t}$: تغییر در جریان‌های نقدی عملیاتی از سال $t-1$ تا سال t .

$Assets_{i,t-1}$: مجموع دارایی‌ها در ابتدای دوره.

جهت اندازه‌گیری معیار سری زمانی اقلام تعهدی برای یک شرکت خاص، معادله فوق برای دوره‌های زمانی مشخص برآزش می‌شود و هر برآورد منجر به باقی‌مانده سال- شرکت می‌شود. در برآوردهای سری زمانی، باقی‌مانده‌های رگرسیون برای محاسبه شاخص اقلام تعهدی مورد استفاده قرار می‌گیرد و کیفیت اقلام تعهدی برابر است با انحراف معیار باقیمانده‌های برآوردی شرکت i (حساس‌یگانه و امیدی، ۱۳۹۳) یعنی:

$$AccrualQuality = \sigma(V_{i,t})$$

جهت اندازه‌گیری انحراف معیار باقیمانده‌های برآوردی شرکت در یک سال مشخص، طبق محاسبه غلتان از باقیمانده‌های ۳ سال استفاده می‌شود. به عبارتی، جهت اندازه‌گیری انحراف معیار یک سال مشخص علاوه بر باقیمانده رگرسیون همان سال باید از باقیمانده رگرسیون ۲ سال قبل نیز استفاده کرد (حساس‌یگانه و امیدی، ۱۳۹۳). این معیار حاکی از مقدار تغییرپذیری خطاها در تطابق اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی است و انحراف معیار بیشتر، نشان‌دهنده کیفیت کمتر جزء تعهدی سود است؛ لذا مقادیر زیاد این معیار نشان‌دهنده انطباق‌پذیری ضعیف‌تر اقلام

تعهدی و جریان‌های نقدی بوده و به پایین بودن دقت در اطلاعات سود و کیفیت اندک سود اشاره دارد (تانگ و میائو^۱، ۲۰۱۱).

متغیرهای کنترلی در پژوهش حاضر به شرح ذیل می‌باشند:

سودآوری شرکت ($CP_{i,t}$): با تقسیم سود خالص بعد از مالیات بر مجموع دارایی‌ها شرکت محاسبه می‌شود (ناگاتا، ۲۰۱۳).

درصد عرضه اولیه سهام ($N_{i,t}$): برابر است با تعداد سهام عرضه شده تقسیم بر کل سهام شرکت در مقطع عرضه اولیه.

نرخ بازده دارایی ($ROA_{i,t}$): از تقسیم سود قبل از کسر مالیات بر کل دارایی‌ها حاصل می‌شود.

اهرم مالی ($LEV_{i,t}$): کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها.

اندازه شرکت ($Size_{i,t}$): اندازه شرکت، برابر است با لگاریتم ارزش بازار سهام شرکت که از طریق ضرب تعداد سهام منتشره در قیمت بازار سهام به دست می‌آید.

عمر شرکت ($Age_{i,t}$): برابر است با لگاریتم تعداد ماه‌هایی که شرکت‌ها تأسیس گردیده‌اند.

مدل دوم

جهت بررسی فرضیه اصلی دوم و فرضیه‌های فرعی آن مبنی بر تأثیر کیفیت حسابرسی (متغیر مستقل) در جلوگیری از قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه اولیه عمومی سهام، مدل دوم پژوهش به شرح رابطه (۷) برآزش می‌گردد. چانگ و همکاران (۲۰۰۸) و الحذب (۲۰۱۶) نیز در پژوهش خود تنها از اندازه حسابرسی جهت بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارزان‌فروشی عرضه‌های اولیه عمومی سهام استفاده نموده‌اند. اما در پژوهش حاضر مدل این محققان بسط داده شده است و تعدادی متغیر کنترلی با توجه به شرایط محیط اقتصادی ایران و استفاده از سایر پژوهش‌های داخلی مرتبط با موضوع نیز به آن اضافه گردیده است. لازم به ذکر است که متغیرهای کنترلی در مدل دوم به شرح مدل اول می‌باشند.

(۷)

$$IPOU_{i,t} = a + b_1 AudSize_{i,t} + b_2 AudTenure_{i,t} + b_3 AuditOpinion_{i,t} + b_4 CP_{i,t} + b_5 Loss_{i,t} + b_6 N_{i,t} + b_7 ROA_{i,t} + b_8 LEV_{i,t} + b_9 Size_{i,t} + b_{10} Age_{i,t} + e_{i,t}$$

کیفیت حسابرسی

در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی از سنجه‌های مشاهده‌پذیر در پژوهش حیدری و همکاران (۱۳۹۶) به شرح زیر استفاده می‌گردد:

اندازه موسسه حسابرسی ($AudSize_{i,t}$): اندازه موسسه حسابرسی، متغیری مجازی است. اگر صورت‌های مالی شرکت توسط سازمان حسابرسی رسیدگی شده باشد، عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر می‌باشد.

دوره تصدی حسابرس ($AudTenure_{i,t}$): چنانچه حسابرس بیش از ۳ سال حسابرس شرکت صاحبکار بوده باشد کد ۱ و در غیر این صورت، کد صفر را اختیار.

نوع اظهارنظر حسابرس ($AuditOpinion_{i,t}$): این متغیر برای سال‌هایی که شرکت دارای گزارش تعدیل‌شده است کد ۱ و برای سایر سال‌ها، کد صفر را اختیار می‌کند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی در جدول (۱) شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. میانگین و میانه متغیر قیمت‌گذاری کمتر از حد به ترتیب ۲۸/۱۳۶ و ۱۸/۳۱۶ است که با توجه به بالاتر بودن میانگین، توزیع چولگی به سمت راست دارد. این امر نشان می‌دهد به طور متوسط حدود ۲۸ درصد قیمت‌گذاری کمتر از حد در عرضه‌های اولیه بورس تهران وجود دارد که مهم‌ترین یافته پژوهش است. همچنین پراکندگی کم داده‌ها حاکی از تجانس زیاد این متغیر است. میانگین و میانه کیفیت اقلام تعهدی به ترتیب ۰/۰۶۹ و ۰/۰۵۲ است که نزدیکی این دو نشان‌دهنده توزیع تقریباً نرمال است. مقدار پایین این متغیر بیانگر کیفیت بالای اقلام تعهدی شرکت‌هاست، هرچند برخی شرکت‌ها مدیریت اقلام تعهدی داشته‌اند. متغیر اهرم مالی نشان می‌دهد اعتباردهندگان به طور متوسط ۵۹ درصد دارایی‌ها را تأمین کرده‌اند. همچنین حدود ۳۰ درصد شرکت‌ها توسط سازمان حسابرسی حسابرسی شده‌اند، در ۱۵ درصد موارد حسابرس بیش از ۳ سال سابقه داشته و در ۴۸ درصد موارد اظهارنظر حسابرس تعدیل شده است.

جدول ۱. نتایج آمار توصیفی متغیرها

نوع متغیر	متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
۱	قیمت گذاری کمتر از حد	$IPOU_{i,t}$	۲۸/۱۳۶	18/316	40/704	-58/53	169/974
	پایداری سود	$SEarning_{i,t}$	۰/143	۰/213	۰/031	-۰/۲۹۵	۰/۵۳۹
	کیفیت اقلام تعهدی	$TCA_{i,t}$	۰/069	۰/052	۰/071	۰/۰۰۱	۰/636
	سودآوری شرکت	$CP_{i,t}$	۰/058	۰/039	۰/074	۰/۰۱	۰/۷۴۷
	درصد عرضه اولیه	$N_{i,t}$	0/103	0/109	0/053	0/010	0/345
	نرخ بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	0/218	0/156	0/231	-0/190	3/093
	اهرم مالی	$LEV_{i,t}$	0/586	0/589	0/229	0/001	1/782
	اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	13/809	13/654	1/876	9/428	19/818
	عمر شرکت	$Age_{i,t}$	5/163	5/213	0/789	0/693	6/567
نوع متغیر	متغیر	نماد	فراوانی	درصد فراوانی	کمینه	بیشینه	
کیفی	اندازه موسسه حسابرسی	$AudSize_{i,t}$	۷۷	۳۰/۴۳	0	1	
	دوره تصدی حسابرس	$AudTenure_{i,t}$	۳۷	۱۴/۷۸	0	1	
	نوع اظهار نظر حسابرس	$AuditOpinion_{i,t}$	۱۲۲	۴۸/۲۶	0	1	

آمار استنباطی

در این پژوهش، از آزمون لوین، لین و چو جهت بررسی پایایی متغیرهای پژوهش استفاده شده است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی، به واسطه سطح معناداری کوچک‌تر از ۵ درصد، پایا هستند و استفاده از این متغیرها در مدل‌ها باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. همچنین، برای بررسی عدم وجود همبستگی خطی بین متغیرهای توضیحی از آزمون عامل تورم واریانس استفاده شده است. بر اساس نتایج این آزمون عامل واریانس‌های مدل پژوهش کمتر از ۵ می‌باشند و مشکل هم‌خطی وجود ندارد. به

منظور بررسی نرمال بودن توزیع باقیمانده‌های مدل‌ها از آزمون جاک-برا استفاده شد. از آن‌جا که سطح معناداری این آزمون برای مدل پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع اجزای اخلال مدل‌های پژوهش رد می‌شود. اما طبق قضیه حد مرکزی، چنانچه تعداد مشاهدات در نمونه مورد بررسی به میزان کافی زیاد باشد، توزیع داده‌ها به نرمال نزدیک است و حتی اگر جامعه نرمال نباشد، می‌توان از آزمون‌های پارامتریک استفاده کرد. همچنین، به منظور بررسی ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های مدل‌ها از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج آزمون وایت برای بررسی فرض همسانی واریانس در اجزای اخلال مدل‌ها نیز حاکی از وجود ناهمسانی واریانس در مدل است که برای رفع این مشکل، از روش تصحیح وایت استفاده شد.

از آن‌جا که داده‌های پژوهش حاضر به صورت صرفاً مقطعی می‌باشند، برای تخمین مدل پژوهش با استفاده از داده‌های مقطعی باید از روش تلفیقی (Pool) استفاده نمود و نیازی نیست که آزمون چاو (F لیمر) استفاده شود. دلیل مقطعی بودن داده‌ها این است که داده‌های مرتبط با قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام‌ها در هر شرکت (مشاهده) صرفاً در یک سال (همان سال عرضه اولیه) بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۸ وجود دارد. روش تلفیقی بیانگر آن است که اثرات فردی وجود ندارد و عرض از مبدأ همه شرکت‌های مورد بررسی یکسان هستند.

نتایج برآورد الگوی رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش تلفیقی فرضیه‌های گروه اول در جدول (۲) ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، نشان می‌دهد مدل رگرسیون برآورد شده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین (۰/۵۱۲) بدست آمده و گویای درصدی است که تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای الگو، قابل توضیح است. افزون بر این، نتایج خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دورین-واتسون برای فرضیه‌های گروه اول (۲/۰۰۵) محاسبه شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در مدل اول است.

با توجه به مقدار آماره t و سطح معناداری متغیرهای پژوهش، نتایج حاکی از آن است که هر دو متغیر مستقل مدل اول پژوهش با قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام ارتباط معناداری دارند. به واسطه آماره (۳/۷۱۶-)، پایداری سود با قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام ارتباط منفی و معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد دارد. با توجه

به نحوه تدوین فرضیه فرعی اول می توان این گونه بیان کرد، پایداری سود از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند و فرضیه فرعی اول پژوهش تأیید می گردد.

با توجه به آماره کیفیت اقلام تعهدی (۲/۷۵۴-) در سطح اطمینان ۹۹ درصد می توان مدعی شد که کیفیت اقلام تعهدی شرکت با قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام ارتباط منفی و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه فرعی دوم پژوهش مبنی بر اینکه کیفیت اقلام تعهدی از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند، تأیید می شود. بنابراین، فرضیه اصلی اول مبنی بر اینکه کیفیت سود از قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام جلوگیری می کند، از دو جنبه پایداری سود و کیفیت اقلام تعهدی تأیید می گردد.

از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، تنها سودآوری شرکت و نرخ بازده دارایی ها، به ترتیب با قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام ارتباط منفی و مثبت و معناداری دارند. به بیانی دیگر در شرکت های با سودآوری بالا، قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام کاهش و در شرکت های با و نرخ بازده دارایی بالا، قیمت گذاری کمتر از حد عرضه های اولیه عمومی سهام افزایش می یابد.

جدول ۲. نتایج مدل اول

متغیر	نماد	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ثابت	C	0/802	4/037	0/0001	-
پایداری سود	$SEarning_{i,t}$	-0/075	-3/716	0/0002	تأیید
کیفیت اقلام تعهدی	$TCA_{i,t}$	-0/11	-2/754	0/006	تأیید
سودآوری شرکت	$CP_{i,t}$	-0/298	-6/353	۰/۰۰۰	معنادار
درصد عرضه اولیه	$N_{i,t}$	-0/009	-0/14	0/888	غیرمعنادار
نرخ بازده دارایی ها	$ROA_{i,t}$	0/156	2/075	0/038	معنادار
اهرم مالی	$LEV_{i,t}$	0/11	1/684	0/092	غیرمعنادار
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	0/07	0/635	0/525	غیرمعنادار
عمر شرکت	$Age_{i,t}$	-0/015	-1/078	0/281	غیرمعنادار
ضریب تعیین		۰/۵۱۲		آماره F	(۹/۱۲)
				سطح معناداری مدل	(۰/۰۰۰)
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۳۷		دوربین- واتسون	(2/۰۰۵)

نتایج تخمین مدل فرضیه‌های گروه دوم در جدول (۳) ارائه شده است. مقدار F رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد برای مدل دوم، دارای اعتبار است. همچنین ضریب تعیین نشان می‌دهد تقریباً ۳۴ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون، توضیح داده می‌شود. همچنین، نتایج خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دورین-واتسون برای فرضیه‌های گروه دوم پژوهش (۲/۱۴) برازش شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در مدل است. در مدل دوم پژوهش، ارتباط منفی و معنادار اندازه موسسه حسابرسی و نوع اظهارنظر حسابرس با قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام به ترتیب با آماره‌های $-۴/۰۴۷$ و $-۲/۸۱۵$ در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید شد. اما دوره تصدی حسابرس به واسطه معنادار نشدن، ارتباطی با قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام، ندارد. بنابراین، فرضیه فرعی اول و سوم از فرضیه اصلی دوم تأیید می‌گردد اما فرضیه فرعی دوم از فرضیه اصلی دوم تأیید نمی‌شود. به عبارتی، فرضیه اصلی دوم مبنی بر تأثیر منفی و معنادار کیفیت حسابرسی بر قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام از دو جنبه اندازه موسسه حسابرسی و نوع اظهارنظر حسابرس تأیید می‌شود اما از جنبه دوره تصدی حسابرس تأیید نمی‌گردد.

در مدل دوم پژوهش نیز از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، تنها سودآوری شرکت با قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام ارتباط منفی و معناداری دارند. به بیانی دیگر در شرکت‌های با سودآوری بالا، قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام کاهش می‌یابد.

جدول ۳. نتایج مدل دوم

متغیر	نماد	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ثابت	C	1/746	3/449	0/000	-
اندازه موسسه حسابرسی	$AudSize_{i,t}$	-0/123	-4/047	0/000	تأیید
دوره تصدی حسابرس	$AudTenure_{i,t}$	0/743	0/545	0/586	رد
نوع اظهارنظر حسابرس	$AuditOpinion_{i,t}$	-0/148	-2/815	0/005	تأیید
سودآوری شرکت	$CP_{i,t}$	-0/045	-5/952	۰/۰۰۰	معنادار

متغیر	نماد	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
درصد عرضه اولیه	$N_{i,t}$	-0/083	-1/058	0/291	غیرمعنادار
نرخ بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	0/035	1/883	0/091	غیرمعنادار
اهرم مالی	$LEV_{i,t}$	0/021	0/401	0/688	غیرمعنادار
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	0/022	0/284	0/776	غیرمعنادار
عمر شرکت	$Age_{i,t}$	-0/012	-0/168	0/934	غیرمعنادار
ضریب تعیین		آماره F		۹/۵۳۸	
		سطح معناداری مدل		(۰/۰۰۰)	
ضریب تعیین تعدیل شده		دوربین - واتسون		(۲/۱۴)	

بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر کیفیت سود و کیفیت حسابرسی بر جلوگیری از پدیده قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام انجام شده است. دوره زمانی مورد مطالعه از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۸ می‌باشد و نمونه آماری پژوهش متشکل از ۲۵۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران است. در راستای دستیابی به اهداف، ابتدا رابطه میان کیفیت سود (شامل پایداری سود و کیفیت اقلام تعهدی) و قیمت‌گذاری کمتر از حد مورد آزمون قرار گرفت. سپس در مدل دوم، رابطه میان کیفیت حسابرسی (شامل اندازه مؤسسه حسابر، دوره تصدی و نوع اظهارنظر) و قیمت‌گذاری کمتر از حد برآزش شد.

یکی از مهم‌ترین یافته‌های پژوهش نشان‌دهنده آن است که به طور متوسط حدود ۲۵ درصد از عرضه‌های اولیه عمومی سهام در بازار سرمایه ایران با پدیده قیمت‌گذاری کمتر از حد مواجه هستند. این نرخ بازدهی جذاب برای سرمایه‌گذاران در یک ماه کاری، آن‌ها را به سمت سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تازه وارد سوق می‌دهد که مشارکت حداکثری مردم در سال‌های اخیر مؤید آن است. شکل‌گیری چنین بازده غیرعادی در کوتاه‌مدت می‌تواند ناشی از عدم تقارن اطلاعات، علامت‌دهی و ضعف حاکمیت شرکتی در ایران باشد؛ زیرا دسترسی به اطلاعات در ایران سخت‌تر است و عدم تقارن اطلاعاتی بالاست. از این رو، جهت جبران آثار عدم تقارن اطلاعاتی و ایجاد انگیزه خرید، از ارزان‌فروشی استفاده می‌شود، هرچند در بلندمدت قیمت سهم به تعادل نهایی خود می‌رسد و بازده آن از بازار عقب می‌افتد.

نتایج پژوهش نشان داد که کیفیت سود سبب کاهش معنادار قیمت‌گذاری کمتر از حد می‌شود. با افزایش کیفیت سود، شفافیت اطلاعاتی بالا رفته و عدم تقارن کاهش می‌یابد و عرضه

اولیه‌ها به درستی قیمت‌گذاری می‌شوند. این یافته با نتایج توماس و همکاران (۲۰۱۱)، ناگاتا (۲۰۱۳)، لیزیچسکا و چاپاسکی (۲۰۱۸) و یو و همکاران (۲۰۱۹) همسو است. سود یکنواخت، نزدیک به وجه نقد و دارای اقلام تعهدی پایین، کیفیت سود را افزایش داده و مورد علاقه سرمایه‌گذاران است. بنابراین سرمایه‌گذاران حاضرند مبلغ بیشتری پرداخت کنند و ارزان‌فروشی کاهش می‌یابد. افزایش کیفیت سود با دقیق‌تر کردن اطلاعات، سرمایه‌گذاران را تشویق کرده و شرکت‌ها را از قیمت‌گذاری پایین بی‌نیاز می‌کند. ارزان‌فروشی یک هزینه اجباری است و شرکت‌ها با افزایش کیفیت سود می‌توانند این هزینه را کاهش دهند.

همچنین نتایج پژوهش حاکی از آن بود که کیفیت حسابرسی، قیمت‌گذاری کمتر از حد را کاهش می‌دهد. این نتیجه با یافته‌های آلبرینگ و همکاران (۲۰۰۷)، وانگ و ویلکینس^۱ (۲۰۰۷)، چانگ و همکاران (۲۰۰۸)، الحذب (۲۰۱۶)، دهامیجا و آرورا^۲ (۲۰۱۷) و پورحیدری و همکاران (۱۳۹۴) مطابقت دارد، اما با یافته‌های چانگ و همکاران (۲۰۰۸) همسو نیست. کیفیت حسابرسی از طریق نقش اطلاعاتی و نظارتی با تهیه اطلاعات دقیق‌تر، عدم اطمینان سرمایه‌گذاران ناآگاه را کاهش داده و ارزان‌فروشی را کم می‌کند. همچنین حسابرسی با کیفیت به عنوان یک علامت مثبت از ارزش شرکت عمل می‌کند (تیتمان و ترومن، ۱۹۸۶؛ چانگ و همکاران، ۲۰۰۸؛ الحذب، ۲۰۱۶). حسابرسان با کیفیت اطلاعات دقیق‌تری مخابره کرده و عدم اطمینان آتی را کاهش می‌دهند. مدیران می‌توانند با استفاده از مؤسسات بزرگ حسابرسی، اطمینان سرمایه‌گذاران را افزایش داده و با سنگین‌تر کردن طرف تقاضا، هزینه‌های ارزان‌فروشی را حداقل نمایند.

با توجه به وجود پدیده ارزان‌فروشی در ایران، به مسئولان سازمان بورس و سازمان حسابرسی پیشنهاد می‌گردد با افزایش سخت‌گیری‌ها و شفافیت اطلاعات، از تضییع حقوق سهامداران جلوگیری کنند. همچنین با توجه به تأثیر منفی کیفیت سود، مدیران مالی باید به کیفیت اقلام تعهدی و پایداری سود توجه کنند. بر اساس تأثیر منفی اندازه مؤسسه حسابرسی، پیشنهاد می‌شود حسابرسی به حسابرسان با کیفیت همانند سازمان حسابرسی واگذار شود تا اطلاعات دقیق‌تر منتشر و عدم اطمینان کاهش یابد. از آنجا که نوع اظهار نظر حسابرسان مؤثر است، حسابرسان باید به گزارش‌های تعدیل شده توجه ویژه داشته باشند تا از ارزان‌فروشی جلوگیری شود.

1. Wang and Wilkins

2. Dhamija and Arora

پیشنهادهای برای پژوهش‌های آتی عبارتند از: بررسی تأثیر سایر ویژگی‌های شرکت مانند محافظه‌کاری شرطی و غیر شرطی و ویژگی‌های حکمرانی قوی مانند کمیته حسابرسی، واحد حسابرسی داخلی و ساختار هیأت مدیره بر پدیده ارزان‌فروشی. بررسی تأثیر ساختار مالکیت خارجی و خانوادگی بر قیمت‌گذاری کمتر از حد. کنترل متغیرهای دیگری نظیر نوع صنعت و ویژگی‌های حاکمیتی در تحقیقات آتی. بررسی مجدد این موضوع در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانک‌ها، بیمه‌ها و لیزینگ‌ها. استفاده از شاخص‌های دیگر جهت اندازه‌گیری قیمت‌گذاری کمتر از حد، کیفیت سود و کیفیت حسابرسی و مقایسه با نتایج این پژوهش.

ملاحظات اخلاقی

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت نموده‌اند و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

نویسنده اول: طراحی پژوهش، نظارت بر مراحل انجام پژوهش، بررسی و کنترل نتایج، اصلاح، بازبینی و نهایی‌سازی مقاله.
نویسنده دوم و سوم: تهیه و آماده‌سازی نمونه‌ها، انجام آزمایش و گردآوری داده‌ها، انجام محاسبات، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها، تحلیل و تفسیر اطلاعات و نتایج، تهیه پیشنویس مقاله.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

مقاله حاضر فاقد هر گونه حمایت مالی می‌باشد.

سپاسگزاری

از داوران محترم به خاطر ارائه نظرهای ساختاری و علمی سپاسگزاری می‌شود.

References

- Abbasi, E., & Balavord, M. (2009). IPO underpricing phenomenon and its long-term performance in Tehran Stock Exchange. *Accounting Research*, (3), 198–217. (in Persian) https://www.iaaaar.com/article_105203.html
- Aggarwal, R., Leal, R., & Hernandez, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management*, 42-53. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(03\)00038-0](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(03)00038-0)
- Albring, S. M., Elder, R. J., & Zhou, J. (2007). IPO underpricing and audit quality differentiation within non-big 5 firms. *International Journal of Auditing*, 11(2), 115-131. <http://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2007.00360.x>
- Alhadab, M. M. (2016). IPO underpricing and audit quality: Evidence from the Alternative Investment Market in the UK. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 12(2), 104-110. <http://doi.org/10.22495/cbv12i2c1art5>
- Arora, N., & Singh, B. (2019). Impact of Auditor and Underwriter Reputation on Underpricing of SME IPOs in India. *Management and Labour Studies*, 44(2), 193-208. <http://doi.org/10.1177/0258042X19829285>
- Baharmoghadam, M., & Koohi, A. (2010). Investigation of types of earnings management in firms listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting Knowledge*, 1(2), 75–93. (in Persian) <http://doi.org/10.22103/jak.2012.48>
- Beaver, W. H. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review*, 77(2), 453-474. <http://doi.org/10.2308/accr.2002.77.2.453>
- Cai, N., Ramchand, L., & Warga, A. (2004). The pricing of equity IPOs that follow public debt offerings. *Financial Management*, 5-26. <https://ssrn.com/abstract=634941>
- Chang, X., Gygax, A. F., Oon, E., & Zhang, H. F. (2008). Audit Quality, Auditor Compensation and Initial Public Offering Underpricing. *Accounting and Finance*, 48(3), 391-416. <http://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2008.00275.x>
- Dastgir, M., & Rastegar Pouyani, M. (2011). Earnings quality, accruals size and stock returns with accrual quality. *Financial Accounting Research*, 3(1), 1–20. (in Persian) <http://doi.org/20.1001.1.23223405.1390.3.1.1.0>
- DeFond, M., J, Francis and T, Wong. (2000). “Audit industry specialization and market segmentation by big 6 and non-big 6 accounting firms”. *Auditing, A Journal of Practice and Theory*, Vol. 19 No.1, pp. 49-66. [10.29302/oeconomica.2008.10.1.21](https://doi.org/10.29302/oeconomica.2008.10.1.21)
- Dehghan Khanqahi, B., Bahri Thales, J., Jabarzadeh Kangarlouei, S., & Ashtab, A. (2021). Developing a model of factors affecting IPO underpricing. *Financial Management Strategy*, 9(3), 177–202. (in Persian)

<http://doi.org/10.22051/jfm.2020.28649.2237>

Dewi, N. W. T. P. D., Hasibuan, H. T., & Yasa, G. W. (2025). Factors Affecting the Underpricing of Shares of Companies that Conduct Initial Public Offerings with the Auditor's Reputation as a Moderator. *Journal of Social Research*, 4(8), 1723-1739. <http://doi.org/10.55324/josr.v4i7.2673>

Dhamija, S., & Arora, R. K. (2017). Impact of quality certification on IPO underpricing: Evidence from India. *Global Business Review*, 18(2), 428–444. <http://doi.org/10.1177/0972150916668611>

Dong, Y., & Huang, J. (2022). Price limits, investor sentiment, and initial public offering underpricing: A quasi-natural experiment based on ChiNext. *Emerging Markets Review*, 100893.

<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2022.100893>

Drobetz, W., Kammermann, M., & Wälchli, U. (2005). Long-run performance of initial public offerings: The evidence for Switzerland. *Schmalenbach Business Review*, 57(3), 253-275.

<https://doi.org/10.1007/BF03396716>

Dunn, K. A., Mayhew, B. W., & Morsfield, S. G. (2000). Auditor industry specialization and client disclosure quality 'Working paper. Baruch College and University of Wisconsin-Madison.

<https://doi.org/10.1023/B:RAST.0000013628.49401.69>

Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2007). Information uncertainty and post-earnings-announcement-drift. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(3-4), 403-433.

<https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02030.x>

Francis, J., Olsson, P. M., and Schipper, K. (2008). Earnings quality. *Foundations and Trends in Accounting*, 1 (4), 259-340. <https://doi.org/10.1561/14000000004>

Gramling, A. A., & Stone, D. N. (2001). Audit firm industry expertise: A review and synthesis of the archival literature. *Journal of accounting literature*, 20, 1-27. https://egrove.olemiss.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1226&context=dl_proceedings

Guo, R., Lev, B. & Zhou, N.(2004). The valuation of Science-Based IPOs", working paper, university of Illinois at chicago, newyork university and suny-binghampton. <https://doi.org/10.1177/0148558X0502000407>

Hamao, Y., Packer, F., & Ritter, J. R. (2000). Institutional affiliation and the role of venture capital: Evidence from initial public offerings in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8(5), 529-558.

[https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(00\)00026-3](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(00)00026-3)

- Hassasyeganeh, Y., & Omid, E. (2014). The relationship between accounting information quality, price delay and future stock returns. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 11(42), 31–58. (in Persian)
https://qjma.atu.ac.ir/article_101.html
- Heidari, M., Ghadiri, B., & Hamekhani, S. (2017). The mediating role of information asymmetry in the relationship between audit quality and financing policies. *Financial Management Strategy*, 5(4), 93–126. (in Persian)
[10.22051/jfm.2018.11708.1146](https://doi.org/10.22051/jfm.2018.11708.1146)
- Hoque, H., & Mu, S. (2021). Does a reduction of state control affect IPO underpricing? Evidence from the Chinese A-share market. *Journal of International Money and Finance*, 115, 102384.
<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102384>
- How, J., Jelic, R., Saadouni, B., & Verhoeven, P. (2007). Share allocations and performance of KLSE Second Board IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 292–314.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.09.002>
- Ibbotson, R. G. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of financial economics*, 2(3), 235–272.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(75\)90015-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(75)90015-X)
- Jelic, R., Saadouni, B., & Briston, R. (2001). Performance of Malaysian IPOs: Underwriters reputation and management earnings forecasts. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(5), 457–486.
[https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(01\)00013-0](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(01)00013-0)
- Kahneman, D., & Tversky, A. (2013). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I* (pp. 99–127)
<https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kamiabi, Y., & Borbori, F. (2016). Moral hazard and information asymmetry in IPO underpricing. *Accounting Research*, 6(20), 21–41. (in Persian)
[10.22051/ijar.2016.2361](https://doi.org/10.22051/ijar.2016.2361)
- La Porta, R., Lopez-de-Salines, F., & Shleifer, A. (2000). Investor protection and corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 59, 3–27.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.183908>
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2005). Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of capital. *Information Quality, and the Cost of Capital* (January 2005).
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.495363>
- Li, J., & Zhou, J. (2006). Earnings management and delisting risk of initial public offerings. Simon School, University of Rochester, Research Paper Series
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.641021>

- Lizińska, J., & Czapiewski, L. (2018). Earnings Management and Underpricing of IPOs on an Emerging Market. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 6(2 Contemporary Challenges of Finance), 7-20.
<https://bazekon.uek.krakow.pl/rekord/171511174>
- Ljungqvist, A. (2007). IPO underpricing. In *Handbook of Empirical Corporate Finance* (pp. 375-422). Elsevier.
<https://ssrn.com/abstract=609422>
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? A Review of Financial Studies, 15, 413-443.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.243145>
- Malmir, F., kheirollahi, F., Yarahmadi, H. and Sefaty, F. (2025). Modeling and Predicting IPO Returns Using Gradient Boosting Machine Learning Algorithms. *Financial Research Journal*, (In Press). (in Persian)
[10.22059/frj.2025.400625.1007779](https://doi.org/10.22059/frj.2025.400625.1007779).
- McNichols, M. F. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 61-69.
<https://www.jstor.org/stable/3203325>
- Nagata, K. (2013). Does earnings management lead to favorable IPO price formation or further underpricing? Evidence from Japan. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(4), 301-313
<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2013.05.002>
- Namazi, N., & Azizi, P. (2021). The moderating effect of audit quality on the relationship between financial reporting quality and IPO underpricing. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 18(69), 115-144. (in Persian)
<https://doi.org/10.22054/qjma.2021.54112.2181>
- Pourheidari, O., Safi-pour Afshar, M., Goudarz Talejardi, A., & Safi-pour Afshar, M. (2015). The effect of audit quality on audit fees and underpricing in initial public offerings. *Financial Accounting Scientific-Research Quarterly*, 7(26), 31-51. (in Persian)
<http://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-391-fa.html>
- Rahrovi Dastjerdi, A. and Rahimi, M. (2025). Earnings management in the years after the initial public offering and its effect on the long-run stock performance. *Financial Management Perspective*, 15(1), 40-62. (in Persian)
[10.48308/jfmp.2025.239935.1497](https://doi.org/10.48308/jfmp.2025.239935.1497)
- Sadeghi, A., & Tehrani, R. (2019). Financial performance evaluation of firms listed in Iran's capital market. *Tehran Stock Exchange Quarterly*, 12(45), 5-24. <https://ensani.ir/file/download/article/1575181367-9455-45-1.pdf> (in Persian)

- Schrand, C. M., & Verrecchia, R. E. (2005). Information disclosure and adverse selection explanations for IPO underpricing.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.316824>
- Thomas J. Boulton, Scott B. Smart, and Chad J. Zutter (2011) Earnings Quality and International IPO Underpricing. *The Accounting Review*: (86), (2), 483-505.
<https://ssrn.com/abstract=972694>
- Titman, S., & Trueman, B. (1986). Information quality and the valuation of new issues. *Journal of accounting and economics*, 8(2), 159-172.
[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(86\)90016-9](https://doi.org/10.1016/0165-4101(86)90016-9)
- Tong, Y. H., & Miao, B. (2011). Are dividends associated with the quality of earnings? *Accounting Horizons*, 25(1), 183-205.
<https://doi.org/10.2308/acch.2011.25.1.183>
- Van Caneghem, T., (2004), "The impact of audit quality on earnings rounding-up behaviour: Some UK evidence"
<https://doi.org/10.1080/0963818042000216866>
- Wang, K., & Wilkins, M. S. (2007). The impact of audit firm industry differentiation on IPO underpricing. *Pacific Accounting Review*, 19(2), 153-164. <https://doi.org/10.1108/01140580710819906>
- Wong, E. S., WB, R. W., & Ting, L. S. (2017). Initial public offering (IPO) underpricing in Malaysian settings. *Journal of Economic & Financial Studies*, 5(02), 14-25. <https://doi.org/10.18533/jefs.v5i02.276>
- Yatim, P. (2011). Underpricing and board structures: an investigation of Malaysian initial public offerings (IPOs). *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 7(1).
<http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol%207-1-2011/7-1-4.pdf>
- Yong, O. (2007). A review of IPO research in Asia: What's next? *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(3), 253-275
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.09.001>
- Yu, J., Tuo, L., & Wu, D. (2019). Industry Peer Firms' Earnings Quality and IPO Underpricing. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 36-62.
<https://doi.org/10.1002/jcaf.22366>