

## Dual Roles of Institutional Investors in pre and post IPO Earnings Management

Gholamreza Kordestani<sup>1</sup>, Abdullah Mohammadi<sup>2</sup>, Javid YarAhmadi<sup>†</sup>

Received : 2018/05/28

Approved: 2018/10/08

Research Paper

### Abstract

Institutional investors' behavior toward earnings management may be different before and after initial public offering (IPO). Institutional investors have strong incentive for earnings management before IPOs to sell their securities at a higher price than the intrinsic value, while they perform monitoring function to restrain earnings management after IPOs. Thus, the purpose of this study is to investigate the dual roles of institutional investors in earnings management before and after IPOs. To achieve this purpose, the data is collected from 55 IPO firms listed in Tehran Stock Exchange for the period of 2008 to 2015 and analyzed based on panel data regression. To measure earnings management based on discretion accruals, the Kothari model has been used. The results indicate that there is a positive and significant relation between institutional investors and earnings management before IPO, however, there is not such a relation after IPO. Accordingly, it can be claimed that institutional investors have incentive for earnings management before IPO to sell their securities at a higher price than the intrinsic value, but they have no incentive to do this after IPO.

**Keywords:** Institutional investors, Initial public offering, Earnings management.

**JEL classification:** M41 ,G14 ,G32

---

DOI: 10.22051/jera.2019.20533.2048

<sup>1</sup> Associate Prof. in Accounting, Faculty of Social Sciences, Imam Khomeini International University, Qazvin, Iran, (gkordestani@yahoo.com)

<sup>†</sup> MSc. in Accounting, Faculty of Social Sciences, Imam Khomeini International University, Qazvin, Iran, (mohammadi.abed72@yahoo.com)

<sup>2</sup> MSc. in Accounting, Faculty of Social Sciences, Imam Khomeini International University, Qazvin, Iran corresponding author, (javidyarahmadi@gmail.com)

<https://jera.alzahra.ac.ir>

## بررسی نقش دوگانه سرمایه‌گذاران نهادی در مدیریت سود

### قبل و بعد از عرضه اولیه سهام

غلامرضا کردستانی\*، عبدالله محمدی\*\*، جاوید یاراحمدی\*\*\*

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۳/۰۷

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۷/۱۶

مقاله پژوهشی

#### چکیده

رفتار سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به مدیریت سود قبل و بعد از عرضه اولیه می‌تواند متفاوت باشد. سرمایه‌گذاران نهادی قبل از عرضه اولیه به منظور فروش سهام شرکت به قیمتی بالاتر از ارزش ذاتی آن تمایل به مدیریت سود دارند، ولی آن‌ها پس از عرضه اولیه تمایل به ایفای نقش نظارتی دارند. از این رو، هدف این پژوهش بررسی نقش دوگانه سرمایه‌گذاران نهادی در مدیریت سود قبل و بعد از عرضه اولیه سهام می‌باشد. برای این منظور داده‌ها و اطلاعات ۵۵ شرکت جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۴ جمع‌آوری و بر مبنای رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه‌گیری مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی اختیاری از مدل کورتاری استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین سرمایه‌گذاران نهادی و مدیریت سود قبل از عرضه اولیه رابطه مثبتی وجود دارد، در حالی که این ارتباط بعد از عرضه اولیه یافت نشد. بر این اساس می‌توان ادعا کرد که سرمایه‌گذاران نهادی قبل از عرضه اولیه به منظور فروش سهام به قیمتی بیش از ارزش ذاتی آن به عموم تمایل به مدیریت سود دارند، اما بعد از عرضه اولیه انگیزه‌ای برای انجام این فعالیت ندارند.

**واژه‌های کلیدی:** سرمایه‌گذاران نهادی، عرضه اولیه سهام، مدیریت سود

طبقه‌بندی موضوعی: G32، G14، M41

10.22051/jera.2019.20533.2048:DOI

\*دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران،  
(gkordestani@yahoo.com)

\*\*کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران،  
(mohammadi.abed72@yahoo.com)

\*\*\*کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین، ایران، (نویسنده مسئول)،  
(javidiyarahmadi@gmail.com)

<https://jera.alzahra.ac.ir>

### مقدمه

هنگامی که سهام شرکت‌ها برای اولین بار در بازار سرمایه عرضه می‌شود، عرضه اولیه<sup>۱</sup> شکل می‌گیرد. به بیانی دیگر، عرضه اولیه به معنای فروش سهام شرکت به عامه سرمایه‌گذاران است (ملکیان و فاطری، ۱۳۹۴). در طول این فرآیند، عده‌ای از ذینفعان به واسطه عرضه اولیه سهام به عموم می‌توانند منافع کسب نمایند که در این پژوهش به نقش سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۲</sup> پرداخته می‌شود.

سرمایه‌گذاران نهادی نقش اصلی را در شکل‌گیری بسیاری از تغییرات در سیستم‌های حاکمیت شرکتی دارند. این گروه از سهامداران با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در این شرکت‌ها برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های حسابداری و گزارشگری مالی را تحت تأثیر قرار دهند. همچنین، از آنجا که سرمایه‌گذاران نهادی بزرگترین گروه از سهامداران را تشکیل می‌دهند، نقش نظارتی آنها بر رویه‌های اتخاذ شده از سوی مدیران از اهمیت بالایی برخوردار است و انتظار می‌رود حضور این سرمایه‌گذاران در ترکیب سهامداران بر رویه‌های شرکت مؤثر باشد (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

مطالعات نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی مشابه با یکدیگر نیستند و انگیزه‌های یکسانی برای نظارت رویه‌های اتخاذ شده از سوی شرکت‌ها ندارند. برخی از این پژوهش‌ها بر نقش نظارت فعال سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده در شرکت تأکید دارند (نویسی و نایکر، ۲۰۰۶ و کرن و همکاران، ۲۰۰۷). حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی ناظرانی فعال بر تصمیمات و رویه‌های اتخاذ شده از سوی مدیریت هستند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند نیز دارا هستند. لین و فو (۲۰۱۷)، براون و همکاران (۲۰۱۱) و مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۸) نشان دادند وجود سرمایه‌گذاران نهادی منجر به کاهش مدیریت سود می‌شود. در مقابل، لو و همکاران (۲۰۱۷) معتقدند جنبه‌های متعددی از عرضه اولیه سهام سبب بروز رفتار متفاوت سرمایه‌گذاران نهادی می‌شود. به عبارتی، منافع کوتاه مدت سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است عاملی برای مدیریت سود باشد. آنها نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی قبل و بعد از عرضه اولیه رفتار متفاوتی نسبت به مدیریت سود دارند. سرمایه‌گذاران نهادی قبل از عرضه اولیه برای بهتر نشان دادن عملکرد شرکت و فروش سهام به قیمتی بیش از ارزش ذاتی،

تمایل به مدیریت سود دارند. اما آن‌ها پس از عرضه اولیه به دلیل افق سرمایه‌گذاری بلند مدت، نقش نظارتی بر رفتار مدیران ایفا می‌کنند و مانع مدیریت سود می‌شوند.

برخلاف نتایج بسیاری از پژوهش‌ها که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی بر دستکاری (مدیریت) سود نظارت می‌کنند، منافع کوتاه مدت ناشی از مدیریت سود از طریق افزایش ارقام تعهدی و افزایش قیمت فروش سهام در عرضه اولیه، می‌تواند عاملی برای تشویق مدیران به مدیریت سود متهورانه باشد. از طرفی، یک ویژگی مهم مدیریت سود بر مبنای ارقام تعهدی، این است که ارقام تعهدی در بلند مدت صفر می‌شوند، چون مجموع سود باید با مجموع جریان‌های نقدی در طول عمر شرکت برابر شوند. در نتیجه هر گونه ارقام تعهدی بیش از حد معمول در یک دوره با ارقام تعهدی کمتر از حد معمول در دوره‌های دیگر باید تهاتر شوند. از آنجا که صورت‌های مالی بیشترین تأثیر را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد، انتظار می‌رود حداقل در عرضه اولیه، شرکت‌هایی که از آزادی عمل در حسابداری استفاده می‌کنند به منظور بهتر نشان دادن عملکرد کوتاه مدت شرکت با افزایش ارقام تعهدی به مدیریت سود پردازند (صادقی شریف و اکبرالسادات، ۱۳۹۰).

ازین رو، پژوهش حاضر بر آن شد تا نقش دوگانه سرمایه‌گذاران نهادی در مدیریت سود قبل و بعد از عرضه اولیه را در محیط اقتصادی ایران مورد بررسی تجربی قرار دهد. مطالعه این موضوع می‌تواند علاوه بر روشن ساختن نقش سرمایه‌گذاران نهادی در کیفیت سود، برای سرمایه‌گذاران در ارزیابی تصمیمات سرمایه‌گذاری در عرضه اولیه شرکت‌هایی که به مدیریت سود بر مبنای ارقام تعهدی می‌پردازند، مفید باشد.

در بخش‌های بعدی، ابتدا مبانی نظری، پیشینه و فرضیه‌های پژوهش ارائه شده است. سپس با بیان یافته‌ها و نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها، پژوهش به پایان می‌رسد.

### مبانی نظری

گزارش‌های مالی ارائه شده توسط شرکت‌ها قبل از عرضه اولیه در مقایسه با گزارش‌های مالی بعد از عرضه اولیه، اطلاعات بسیار محدودی را در اختیار استفاده‌کنندگان قرار می‌دهد. در زمان عرضه اولیه سهام، اطلاعات به صورت یکسان و متقارن در اختیار استفاده‌کنندگان قرار نمی‌گیرد و مدیران شرکت‌ها در مقایسه با سایر استفاده‌کنندگان دارای اطلاعات افشا

نشده بیشتری در مورد عملیات، و وضعیت و دیگر جوانب مختلف شرکت در آینده می‌باشند. این موضوع باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات می‌شود. عدم تقارن اطلاعاتی فرصتی را برای مدیران فراهم می‌آورد تا با استفاده از اقلام تعهدی به مدیریت سود بپردازند (لو و همکاران، ۲۰۱۷).

شرکت‌ها در فرآیند عرضه اولیه سهام به عموم تمایل زیادی به بهتر نشان دادن عملکرد کوتاه مدت خود دارند. زمانی که بین شرکت‌های عرضه‌کننده سهام و عموم سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد، این فرصت برای مدیران شرکت‌ها مهیا است تا از عدم توجه و آگاهی سرمایه‌گذاران به ماهیت موقتی افزایش سود از طریق اقلام تعهدی و یا دستکاری فعالیت‌های واقعی در بهتر نشان دادن عملکرد شرکت استفاده کنند (چن، ۲۰۱۳). همچنین شواهد تجربی نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه اولیه سهام جهت کسب منافع ناشی از فروش سهام خود به قیمتی بیش از ارزش ذاتی آن، مدیران را به مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی تشویق می‌کنند (ایچسو و ون، ۲۰۱۵). لو و همکاران (۲۰۱۷) نیز معتقدند که هدف سرمایه‌گذاران نهادی از تشویق مدیران به مدیریت سود قبل از عرضه اولیه، بهتر نشان دادن عملکرد مالی شرکت است تا بتوانند از این طریق سهام شرکت را در عرضه اولیه به قیمتی بیشتر از ارزش ذاتی آن به فروش برسانند.

حاکمیت شرکتی در برگیرنده مجموعه روابط بین سهامداران، مدیران، حسابرسان و سایر ذینفعان است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوء استفاده‌های احتمالی می‌باشد. وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی تضمین‌کننده منافع سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مشتریان و سایر ذینفعان است و زمینه تحقق آن از طریق اتخاذ تصمیمات بهینه توسط هیئت‌های اجرایی و تدوین قوانین و مقررات فراهم می‌شود (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۳). در سال‌های اخیر توجه به نقش مالکان نهادی به عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی در نظارت و تأثیرگذاری بر مدیریت شرکت‌ها افزایش قابل ملاحظه‌ای داشته است. نتایج بخش اعظمی از پژوهش‌های صورت گرفته در این زمینه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی مدیریت شرکت‌ها را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت طلبانه وادار می‌کنند (چانگ و همکاران، ۲۰۰۲). چانگ و همکاران (۲۰۰۲) معتقدند توانایی مدیران در مدیریت

فرصت طلبانه سود با افزایش اثربخشی نظارت سرمایه‌گذاران نهادی محدود می‌شود. به عبارتی، اگر درصد سهام مالکان نهادی زیاد باشد، قابلیت فروش آن کاهش خواهد یافت و برای مدت زمان بیشتری نگهداری می‌شود. در چنین وضعیتی مالکان نهادی انگیزه بیشتری جهت جمع‌آوری اطلاعات، نظارت بر عملکرد مدیریت و ایجاد فشار برای دستیابی به عملکرد بهتر خواهند داشت. به علاوه، آن‌ها علاقمند به سودآوری اصولی شرکت هستند و نسبت به مدیریت سود و پنهان‌کاری عملکرد واقعی مدیریت محتاط و حساس خواهند بود (چانگ و همکاران، ۲۰۰۲؛ به نقل از مهرانی و همکاران، ۱۳۹۱). همچنین مطابق با فرضیه نظارت کارا<sup>۳</sup>، سرمایه‌گذاران نهادی در مقایسه با سرمایه‌گذاران اقلیت از تخصص و اطلاعات بیشتری برخوردار بوده و نظارت بر فعالیت مدیران را با هزینه کمتری انجام می‌دهند (جیانگ و همکاران، ۲۰۰۹). شواهد تجربینیز نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل برخورداری از مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات و بالا بودن حجم منابعی که در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند، توانایی و انگیزه لازم را برای نظارت بر تصمیمات و رفتار فرصت‌طلبانه مدیران از جمله مدیریت سود دارند (چیانگ و همکاران، ۲۰۱۰).

سرمایه‌گذاران نهادی قبل از عرضه اولیه با هدف فروش سهام شرکت به قیمتی بالاتر از ارزش ذاتی آن به عموم، مدیران را به مدیریت سود تشویق می‌کنند؛ اما بعد از اتمام عرضه اولیه، به دلیل در اختیار داشتن حجم بالایی از سهام شرکت، در صورت سقوط قیمت سهام بیش از سایر سهامداران متضرر خواهند شد. بنابراین، آن‌ها بعد از عرضه اولیه به منظور محدود کردن رفتار و تصمیمات مدیران برای پیشگیری از مدیریت سود، نقش نظارتی ایفا می‌کنند (لو و همکاران، ۲۰۱۷).

### پیشینه پژوهش

نتایج پژوهش بوشی (۱۹۹۸) حاکی از آن است که با افزایش مالکان نهادی در شرکت، توانایی و انگیزه مدیران برای عدم سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تحقیق و توسعه کاهش می‌یابد. به بیانی دیگر، وجود سرمایه‌گذاران نهادی باعث کاهش مدیریت سود واقعی از طریق قطع مخارج پژوهش و توسعه می‌شود.

چانگک و همکاران (۲۰۰۲) نشان دادند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند نظارتی مستمر و اثربخش بر رفتار فرصت طلبانه مدیران باشد تا مدیریت سود تعهدی را محدود سازد. بطور مشابه، زمانی که مدیران برای کاهش سود انگیزه داشته باشند، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با اعمال فشار بر مدیران، مانع کاهش سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری شوند.

روسنبوم (۲۰۰۳) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که شرکت‌هایی که در زمان عرضه اولیه سهام سود خود را در سطح بالایی مدیریت می‌کنند، در سال‌های پس از عرضه اولیه با کاهش قیمت سهام مواجه خواهند شد و عملکرد ضعیف‌تری در مقایسه با شرکت‌های مشابه غیر عرضه اولیه خواهند داشت.

اچسو و کوه (۲۰۰۵) و کوه (۲۰۰۷) به بررسی تأثیر نوع سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی پرداختند. آنها نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی فعال به دلیل داشتن دیدگاه بلند مدت، نقش بازدارنده‌ای در قبال مدیریت سود متهورانه ایفا می‌کنند. در حالیکه سرمایه‌گذاران نهادی فعال دارای دیدگاه کوتاه مدت و گذرا بوده و قیمت جاری سهام بسیار مهم می‌باشد. تمرکز بیش از حد این سهامداران به عملکرد، سود و قیمت‌های جاری منجر به تشویق مدیران برای مدیریت سود می‌شود. طبق یافته‌های رویچادوری و واتز (۲۰۰۷) بین سرمایه‌گذاران نهادی و دستکاری سود رابطه منفی وجود دارد.

کرمر و همکاران (۲۰۱۳) با بررسی رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط نااطمینانی محیطی پی‌بردند که بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در یک شرایط نااطمینان محیطی تضعیف می‌شود.

کوتاری و همکاران (۲۰۱۵) با بررسی رابطه بین مدیریت سود تعهدی و واقعی به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که در زمان عرضه اولیه اقلام تعهدی و فعالیت‌های واقعی خود را در سطح بالایی دستکاری می‌کنند، بازده سهام پایین‌تری خواهند داشت.

الحذب و همکاران (۲۰۱۵)، با بررسی ارتباط بین مدیریت سود واقعی و تعهدی و عدم موفقیت شرکت‌ها در عرضه اولیه نشان دادند که این شرکت‌ها در طول دوره عرضه اولیه سود خود را با استفاده از فعالیت‌های واقعی و اقلام تعهدی دستکاری می‌کنند.

شتی و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که بازده فروش و بازده دارایی‌های شرکت‌ها در سال عرضه اولیه در مقایسه با شش سال بعد از عرضه اولیه به صورت غیر عادی بالاتر می‌باشد. همچنین یافته‌های آن‌ها نشان داد که ارقام تعهدی اختیاری و نمره دستکاری سود بیش شرکت‌ها در سال عرضه اولیه بیش از سال‌های پس از آن است. به بیانی دیگر، شرکت‌ها در سال عرضه اولیه در مقایسه با سال‌های بعد از آن دارای کیفیت سود پایین‌تری هستند.

در محیط اقتصادی ایران نتایج پژوهش ابراهیمی کردلر و حسنی آذردرانی (۱۳۸۵) نشان داد که مدیران، سود شرکت‌ها را در سال قبل از عرضه اولیه و سال عرضه اولیه سهام به عموم مدیریت می‌کنند.

نتایج پژوهش طالب‌نیا و تفتیان (۱۳۸۸) در محیط اقتصادی ایران نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد و افزایش درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند به کاهش مدیریت سود منجر شود.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۹) نشان دادند که بین مالکیت نهادی و محافظه‌کاری سود ارتباط مثبتی حاکم است. یعنی با افزایش سطح مالکیت نهادی، تمایل شرکت‌ها به استفاده از رویه‌های حسابداری محافظه‌کارانه بیشتر شده و سهامداران ناظران فعالی هستند که مدیران را به گزارش سود با کیفیت بالاتر تشویق می‌کنند. یافته‌های آن‌ها با فرضیه نظارت کارا مبنی بر اعمال نظارت فعال از جانب مالکان نهادی بر مدیریت و کاهش هزینه‌های نمایندگی سازگار است.

نمازی و غلامی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که با اعمال بیشتر مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی، علاوه بر افزایش میزان سرمایه‌گذاری‌های ناکارای شرکت‌ها در دوره جاری، سرمایه‌گذاری‌های ناکارا در دوره‌های مالی بعد نیز افزایش می‌یابد.

ثقفی و همکاران (۱۳۹۳) با بررسی رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط نااطمینانی محیطی به نتایج مشابهی با پژوهش کریم‌ر و همکاران (۲۰۱۳) در محیط اقتصادی ایران دست یافتند. نتایج پژوهش نشان داد مدیریت سود و نااطمینانی محیطی منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین یافته‌های پژوهش حاکی از آن است



که الگوی کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) جهت برآورد اقلام تعهدی اختیاری در مقایسه با الگوی دیچو و همکاران (۲۰۰۰) از قدرت تبیین بیشتری برخوردار است.

نتیجه پژوهش شفیع پور و جلالی (۱۳۹۴) حاکی از آن است که ساختار مالکیت پس از عرضه اولیه توانایی توضیح اقلام تعهدی قبل از عرضه اولیه را ندارد. در مقابل، اقلام تعهدی قبل از عرضه اولیه تغییرات بوجود آمده در ساختار مالکیت را می‌تواند به خوبی توضیح دهد.

ملکیان و فاطری (۱۳۹۴) نشان دادند که بین مدیریت سود اقلام تعهدی در سال عرضه اولیه و بازده بلند مدت سهام رابطه معناداری حاکم نیست.

بررسی نتایج پژوهش‌ها در حوزه سرمایه‌گذاران نهادی و تأثیرشان بر رویه‌های اتخاذ شده شرکت نشان می‌دهد بر اساس دیدگاه و منافع کوتاه مدت یا بلند مدت خود، انگیزه‌های یکسانی در قبال رویه‌های شرکت از جمله مدیریت سود ندارند. لو و همکاران (۲۰۱۷) در محیط اقتصادی آمریکا به این نتیجه رسیدند که جنبه‌های متعدد عرضه اولیه سهام سبب بروز رفتار متفاوت سرمایه‌گذاران نهادی می‌شود. آنها نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی قبل از عرضه اولیه برای بهتر نشان دادن عملکرد شرکت و فروش سهام به قیمتی بیش از ارزش ذاتی، تمایل به مدیریت سود دارند. اما آنها پس از عرضه اولیه به دلیل افق سرمایه‌گذاری بلند مدت، نقش نظارتی بر رفتار مدیران ایفا می‌کنند و مانع مدیریت سود می‌شوند. مطابق با لو و همکاران (۲۰۱۷)، پژوهش حاضر نیز رفتار سرمایه‌گذاران نهادی را در قبال مدیریت سود قبل و بعد از عرضه اولیه در محیط اقتصادی ایران مورد بررسی تجربی قرار می‌دهد.

#### فرضیه‌های پژوهش

زمانی که شرکت‌ها برای اولین بار در بازارهای مالی پذیرفته می‌شوند و سهام آنها در آستانه عرضه به عموم قرار می‌گیرد، مالکان شرکت‌ها می‌توانند با فروش سهام به قیمتی بالاتر از ارزش ذاتی آن منافع بسیاری کسب نمایند. از این‌رو، آنها تمایل دارند با مدیریت سود، سود شرکت را بیشتر از واقع گزارش کرده و سهام شرکت را در عرضه اولیه به قیمتی بیش از ارزش ذاتی به عموم به فروش برسانند. مالکان نهادی نیز از این امر مستثنی نیستند. اما بعد از عرضه سهام شرکت به عموم، مالکان نهادی به دلیل در اختیار داشتن حجم بالایی از سهام شرکت، در صورت سقوط قیمت سهام بیش از سایر سهامداران متضرر خواهند شد. از این‌رو، آنها برای حفظ منافع

بلندمدت خود مانع مدیریت سود در شرکت می‌شوند. بر این اساس، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح می‌گردد:

فرضیه اول: سرمایه‌گذاران نهادی قبل از عرضه اولیه تمایل به مدیریت سود دارند.

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاران نهادی بعد از عرضه اولیه مانع مدیریت سود می‌شوند.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، همبستگی، بر اساس نتایج، کاربردی و روش آن نیز آرشیوی می‌باشد. زیرا برای آزمون فرضیه‌ها داده‌های مورد نیاز از منابع موجود یعنی صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌ها و سایت‌های رسمی بورس اوراق بهادار از قبیل سامانه کدال گردآوری شده است. به منظور افزایش دقت و حساسیت موضوع اطلاعات میان‌دوره‌ای شش ماهه استفاده شده است. به این صورت که اطلاعات دوره‌ای شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران در دوره عرضه اولیه به همراه سه دور هشت ماهه پس از آن (در مجموع داده‌ها و اطلاعات چهار دور هشت ماهه)، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش در نظر گرفته شده است. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران هستند که سهام آن‌ها طی سال‌های ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۴ برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده است. از این رو، داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز برای اجرای پژوهش از سال ۱۳۸۷ لغایت شش ماهه اول سال ۱۳۹۴ جمع‌آوری شده است. نمونه پژوهش نیز از میان جامعه آماری با توجه به معیارهای گزینشی زیر انتخاب شده است:

۱. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. شرکت‌ها ورشکسته نباشند.
۳. شرکت‌ها در دوره زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
۴. با توجه به ماهیت فعالیت و افشای اطلاعات مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی یا بانک‌ها، این شرکت‌ها جزء نمونه پژوهش نباشند.
۵. داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز برای اجرای پژوهش در دسترس باشد.

با اعمال شرایط یاد شده، تعداد ۵۵ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره بر اساس داده‌های ترکیبی برآورد گردید. جمع‌بندی داده‌ها و محاسبات مورد نیاز در صفحه گسترده اکسل، اجرا و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزار Eviews نسخه ۹ انجام شد.

### مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون نقش دوگانه سرمایه‌گذاران نهادی در مدیریت سود قبل و بعد از عرضه اولیه، به پیروی از پژوهش لو و همکاران (۲۰۱۷) از مدل (۱) بشرح زیر استفاده شده است:

$$DAD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IO_{i,t} + \beta_2 IO * D1_{i,t} + \beta_3 IO * D2_{i,t} + \beta_4 IO * D3_{i,t} + \beta_5 D1_{i,t} + \beta_6 D2_{i,t} + \beta_7 D3_{i,t} + \beta_8 AQ_{i,t} + \beta_9 BM_{i,t} + \beta_{10} Lev_{i,t} + \beta_{11} LSale_{i,t} + \beta_{12} SGrowth_{i,t} + \beta_{13} LShares_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل (۱)، DAD شاخص مدیریت سود افزایشی، IO مالکیت نهادی، D1، D2 و D3 به ترتیب ۱، ۲ و ۳ دوره بعد از عرضه اولیه، IO\*D1، IO\*D2 و IO\*D3 به ترتیب متغیرهای تعاملی مالکیت نهادی در دوره‌های ۱، ۲ و ۳ بعد از عرضه اولیه، AQ کیفیت حسابرسی، BM نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، Lev اهرم مالی، LSale لگاریتم طبیعی فروش، SGrowth رشد فروش و LShares لگاریتم طبیعی تعداد سهام منتشر شده شرکت می‌باشد. بر اساس مبانی نظری هر یک از فرضیه‌های پژوهش، انتظار می‌رود ضریب مثبت‌متغیر سرمایه‌گذاران نهادی (IO) نشان‌دهنده تشویق مالکان نهادیه مدیریت سود قبل از عرضه اولیه و ضرایب منفی متغیرهای IO\*D1، IO\*D2 و IO\*D3 نشان‌دهنده ممانعت مالکان نهادی از مدیریت سود بعد از عرضه اولیه باشد.

متغیر وابسته پژوهش، مدیریت سود می‌باشد. به منظور اندازه‌گیری مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاریاز مدل کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) بشرح زیر استفاده شده است.

$$TA_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \left( \frac{1}{Assets_{i,t-1}} \right) + \gamma_2 \Delta Sales_{i,t} + \gamma_3 PPE_{i,t} + \gamma_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در مدل (۲)، TA<sub>i,t</sub> اقلام تعهدی شرکت i در دوره t (تفاوت سود قبل از اقلام غیر مترقبه و جریان‌های نقد عملیاتی)، Assets<sub>i,t-1</sub> مجموع دارایی‌های شرکت i در دوره قبل،  $\Delta Sales_{i,t}$  فروش شرکت i در دوره t نسبت به دوره قبل، PPE<sub>i,t</sub> اموال، ماشین‌آلات و

تجهیزات شرکت  $i$  در دوره  $t$  و  $ROA_{i,t}$  بازده دارایی‌های شرکت (نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها)  $i$  در دوره  $t$  می‌باشد. متغیرهای ارقام تعهدی (TA)، تغییرات فروش ( $\Delta Sales$ ) و اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات (PPE) بر مجموع دارایی‌های اول دوره ( $Assets_{t-1}$ ) تعدیل شده‌اند.

ابتدا ضرایب مدل (۲) تخمین زده می‌شوند. سپس این ضرایب در رابطه (۱) جایگذاری می‌شوند تا ارقام تعهدی اختیاری محاسبه شود.

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - \left( \gamma_1 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} \right) + \gamma_2 \Delta Sales_{i,t} + \gamma_3 PPE_{i,t} + \gamma_4 ROA_{i,t} \quad (1) \text{ رابطه}$$

در رابطه (۱)،  $DA_{i,t}$  ارقام تعهدی اختیاری شرکت  $i$  در دوره  $t$  می‌باشد. ارقام تعهدی اختیاری می‌تواند مثبت یا منفی باشد که مثبت بودن آن بیان‌گر مدیریت سود افزایشی و منفی بودن آن نشان‌دهنده مدیریت سود کاهش‌ی است. شاخص مدیریت سود افزایشی DAD یک متغیر مجازی است که اگر ارقام تعهدی اختیاری برآورد شده با استفاده از مدل فوق مثبت باشد یک و در غیر اینصورت صفر می‌گیرد.

متغیر مستقل پژوهش مالکیت نهادی می‌باشد. مطابق با پژوهش‌های پیشین از در صد سهام تحت تملک سهامداران نهادی به عنوان متغیر جانشین سرمایه‌گذاران نهادی استفاده می‌شود (لو و همکاران، ۲۰۱۷). بوشی (۱۹۹۸) معتقد است، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند. به‌طور معمول تصور بر این است که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت گرفته شده است (مرادزاده فرد و همکاران، ۱۳۸۸). تعریف فوق در بسیاری از پژوهش‌ها به منظور اندازه‌گیری سرمایه‌گذاران نهادی استفاده شده است. در این پژوهش نیز برای اندازه‌گیری مالکیت نهادی از این روش استفاده شده است.

متغیرهای تعدیل‌گر پژوهش حاضر عبارت‌اند از  $D1$ ،  $D2$  و  $D3$  که متغیری مجازی هستند و به ترتیب ۱، ۲ و ۳ دوره بعد از زمان عرضه اولیه را نشان می‌دهند. اگر مشاهدات مربوط به هر یک از دوره‌های بعد از عرضه اولیه باشد مقدار این متغیرها یک و در غیر اینصورت صفر

خواهد بود. متغیرهای  $D1$ ،  $D2$  و  $D3$  برای بررسی مدیریت سود در ۱، ۲ و ۳ دوره بعد از عرضه اولیه بکار گرفته شده‌اند.

متغیرهای کنترلی پژوهش، شامل موارد زیر است:

$AQ_{i,t}$  کیفیت حسابرسی متغیری مجازی است که اگر حسابرسی صورت‌های مالی شرکت توسط سازمان حسابرسی انجام شده باشد یک و در غیر این صورت صفر می‌گیرد.

$BM_{i,t}$  که عبارت است از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت.

$Lev_{i,t}$  اهرم مالی که برابر است با نسبت جمع بدهی‌های پایان‌دوره به جمع دارایی‌های پایان‌دوره شرکت.

$LSale_{i,t}$  درآمد فروش که برابر است با لگاریتم طبیعی مجموع فروش شرکت در دوره مورد نظر.

$SGrowth_{i,t}$  رشد فروش که برابر است با تغییرات درآمد فروش نسبت به دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل شرکت.

$LShares_{i,t}$  تعداد سهام منتشر شده شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سهام منتشر شده به عموم.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

نگاره (۱) آمار توصیفی شامل شاخص‌های مرکزی و پراکنندگی را برای متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد. میانگین متغیر مدیریت سود ۰/۶ می‌باشد که نشان می‌دهد به‌طور متوسط بیش از نیمی از شرکت‌ها در دوره عرضه اولیه سهام اقدام تعهدی مثبتی داشته و به منظور فروش سهام خود به قیمتی بالاتر از ارزش ذاتی، سود خود را به صورت فرآیندهای مدیریت می‌کنند. همچنین میانگین مالکیت نهادی نیز بیان‌گر آن است که ۷۶ درصد از سهام شرکت‌های مورد مطالعه در دوره زمانی پژوهش در دست مالکان نهادی است. مقدار بدست آمده از میانگین کیفیت حسابرسی نشان می‌دهد که حسابرسی صورت‌های مالی ۲۷ درصد از شرکت‌های با

عرضه اولیه سهام توسط سازمان حسابرسی صورت می‌پذیرد. میانگین متغیر اهرم مالی بیانگر این است که ۶۱ درصد از دارایی‌های شرکت‌های با عرضه اولیه سهام از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	کمینه	بیشینه	انحراف معیار
مدیریت سود افزایشی	DAD	۰/۶۰	۱	۰	۱	۰/۴۹
مالکیت نهادی	IO	۰/۷۶	۰/۸۳	۰/۱۵	۰/۹۷	۰/۱۷
کیفیت حسابرسی	AQ	۰/۲۷	۰	۰	۱	۰/۴۵
ارزش دفتری به بازار سهام	BM	۰/۳۴	۰/۲۹	۰/۰۵	۱/۰۲	۰/۱۸
اهرم مالی	Lev	۰/۶۱	۰/۶۳۵	۰/۱۱	۰/۹۹	۰/۲۱
درآمد فروش	LSale	۱۴/۱۷	۱۳/۹۸	۹/۹۹	۱۸/۶۶	۱/۹۳
تعداد سهام منتشر شده	LShares	۱۸/۲۲	۱۸/۰۵	۱۴/۱۵	۲۲/۴	۱/۷۷
رشد فروش	SGrowth	۰/۲۳	۰/۱۳	-۰/۹۵	۵/۹	۰/۷۵

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش در نگاره (۲) نشان داده شده است. در رگرسیون لجستیک، به منظور بررسی معناداری کلی مدل از آماره LR استفاده می‌شود. مقدار سطح معناداری این آماره ۰/۰۰۰۰ است که بیانگر معناداری مدل رگرسیون لجستیک در سطح خطای ۱ درصد می‌باشد. مقدار ضریب تعیین مک‌فادن نشان می‌دهد که حدود ۱۵ درصد از تغییرات در متغیر وابسته پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده می‌شود. مطابق با نگاره (۲) ضریب متغیر مالکیت نهادی مثبت و مقدار سطح معناداری آن ۰/۰۳۴۱ است که نشان می‌دهد رابطه بین مالکیت نهادی و مدیریت سود قبل از عرضه اولیه مثبت و در سطح خطای کمتر از ۵ درصد معنادار می‌باشد. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی با هدف فروش سهام شرکت به قیمتی بیشتر از ارزش ذاتی آن به عموم، مدیران را به مدیریت سود قبل از عرضه اولیه تشویق می‌کنند. این نتیجه‌گیری مبین تأیید فرضیه اول پژوهش می‌باشد.

## نگاره (۲): نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیر	نماد	ضریب	آماره Z	سطح معناداری
مقدار ثابت	C	-۰/۹۲۹۹	-۰/۴۷۲۰	۰/۶۳۶۹
مالکیت نهادی	IO	۲/۸۷۶۷	۲/۱۱۹۲	۰/۰۳۴۱
مدیریت سود اولین دوره بعد از عرضه اولیه	IO*D1	-۲/۸۶۲۸	-۱/۷۱۶۸	۰/۰۸۶۰
مدیریت سود دومین دوره بعد از عرضه اولیه	IO*D2	-۱/۱۲۵۱	-۰/۶۰۰۳	۰/۵۴۸۳
مدیریت سود سومین دوره بعد از عرضه اولیه	IO*D3	-۱/۱۴۴۲	-۰/۶۵۸۱	۰/۵۱۰۵
متغیر مجاز یا اولین دوره بعد از عرضه اولیه	D1	-۱/۸۰۳۳	-۱/۴۲۷۴	۰/۱۵۳۵
متغیر مجاز یا دومین دوره بعد از عرضه اولیه	D2	-۲/۰۴۵۱	-۱/۴۸۳۸	۰/۱۳۷۹
متغیر مجاز یا سومین دوره بعد از عرضه اولیه	D3	-۰/۷۹۸۰	-۰/۶۱۴۱	۰/۵۳۹۱
کیفیت حسابرسی	AQ	-۰/۴۶۸۸	-۲/۰۵۳۱	۰/۰۱۳۵
نسبت ارزش دفتری به بازار	BM	-۰/۶۰۶۴	-۰/۷۸۶۴	۰/۴۳۱۶
اهرم مالی	Lev	-۱/۰۸۸۴	-۱/۷۹۰۱	۰/۰۷۳۴
فروش	LSale	۰/۱۹۵۸	۱/۹۷۴۹	۰/۰۴۶۸
رشد فروش	SGrowth	۰/۴۰۵۰	۲/۰۰۹۲	۰/۰۴۰۴
تعداد سهام منتشر شده	LShares	-۰/۱۰۹۰	-۰/۹۸۵۱	۰/۳۲۴۶
ضریب تعیین‌مک‌فادن	۰/۱۴۹۲	LR	آماره LR	۰/۰۰۰۰

در فرضیه دوم پژوهش این موضوع مورد بررسی قرار گرفته است که آیا وجود سرمایه‌گذاران نهادی منجر به کاهش مدیریت سود بعد از عرضه اولیه می‌شود یا خیر؟ همانطور که در نگاره (۲) ملاحظه می‌شود، به دلیل آن که هیچ یک از ضرایب متغیرهای تعدیلی  $IO*D1$ ،  $IO*D2$  و  $IO*D3$  در سطح خطای کمتر از پنج درصد معنادار نمی‌باشند، می‌توان نتیجه گرفت که بین مالکیت نهادی و مدیریت سود بعد از عرضه اولیه رابطه معناداری وجود ندارد.

از نتایج حاصل از یافته اول پژوهش می‌توان دریافت که برخلاف انتظار مالکان نهادی قبل از عرضه اولیه سهام نه تنها نقش نظارتی ایفا نمی‌کنند بلکه آنها تمایل دارند با مدیریت سود متهورانه سعی به افزایش کاذب قیمت سهام در عرضه اولیه دارند. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه دوم پژوهش بیانگر این موضوع است که در ایران برخلاف انتظار تا سه دوره شش ماهه پس از عرضه اولیه سرمایه‌گذاران نهادی هیچگونه نقش نظارتی جهت کنترل قیمت سهام ایفا نمی‌کنند و عمده دلیل آن عرضه تدریجی سهام شرکتها در بورس اوراق بهادار می‌باشد که به

دلیل فروش سهام به قیمتی بیش از ارزش ذاتی در عرضه‌های عمده پس از عرضه اولیه، انگیزه لازم در این خصوص را ایجاد می‌کند.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین مدیریت سود و کیفیت حسابرسی رابطه منفی وجود دارد. حسابرسی شرکت‌ها توسط سازمان حسابرسی به عنوان شاخصی از کیفیت حسابرسی، منجر به کاهش رفتار فرصت طلبانه مدیران برای مدیریت سود می‌شود. همچنین نتایج بیانگر رابطه مثبت معناداری بین رشد فروش و مدیریت سود است. یعنی یکی از پارامترهایی که می‌تواند منجر به مدیریت سود شرکت‌ها شود، افزایش قابل ملاحظه در میزان فروش شرکت‌ها در مقایسه با فروش دوره قبل می‌باشد. در ادامه، بین نسبت ارزش دفتری به قیمت بازار سهام، تعداد سهام عرضه شده و اهرم مالی با مدیریت سود رابطه معناداری یافت نشد.

### نتیجه‌گیری

زمانی که شرکت‌ها برای اولین بار در بازارهای مالی پذیرفته می‌شوند و سهام آن‌ها در آستانه عرضه به عموم قرار می‌گیرد، مالکان شرکت‌ها می‌توانند با فروش سهام به قیمتی بالاتر از ارزش ذاتی آن منافع بسیاری کسب نمایند. از این رو، آن‌ها تمایل دارند با مدیریت سود، سود شرکت را بیشتر از واقع گزارش کرده و سهام شرکت را در عرضه اولیه به قیمتی بیش از ارزش ذاتی به عموم به فروش برسانند. مالکان نهادی نیز از این امر مستثنی نیستند. عرضه اولیه سهام زمانی است که بین شرکت‌های عرضه‌کننده سهام و عموم سرمایه‌گذاران بیشترین عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد.

عدم توجه و آگاهی سرمایه‌گذاران به ماهیت موقتی افزایش سود از طریق اقلام تعهدی و یا دستکاری فعالیت‌های واقعی این فرصت برای سرمایه‌گذاران نهادی که دارای دیدگاه کوتاه مدت و گذرا بوده و عملکرد، سود و قیمت‌های جاری برایشان است، وجود دارد تا برای بهتر نشان دادن عملکرد شرکت به مدیریت سود پردازند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد، رابطه مثبت و معناداری بین مدیریت سود و سرمایه‌گذاران نهادی قبل از عرضه اولیه برقرار است. یعنی سرمایه‌گذاران نهادی برای فروش سهام شرکت به قیمتی بیش از ارزش ذاتی در عرضه اولیه به عموم، تمایل به مدیریت سود دارند. این نتیجه با یافته‌های لو و



همکاران (۲۰۱۷)، الحذب و همکاران (۲۰۱۵)، شستی و همکاران (۲۰۱۶)، ابراهیمی کردلر و حسنی آذردریانی (۱۳۸۵) و ملکیان و فاطری (۱۳۹۴) مطابقت دارد.

سرمایه‌گذاران نهادی مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها را در اختیار داشته و از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در این شرکت‌ها برخوردار هستند. افزایش درصد سهام مالکان نهادی قابلیت فروش آن را کاهش می‌دهد که در چنین شرایطی مالکان نهادی انگیزه بیشتری جهت جمع‌آوری اطلاعات، نظارت بر عملکرد مدیریت و ایجاد فشار برای دستیابی به عملکرد بهتر خواهند داشت. در نتیجه آن‌ها پس از عرضه اولیه به دلیل افق سرمایه‌گذاری بلندمدت، نقش نظارتی بر رفتار مدیران ایفا می‌کنند و مانع مدیریت سود می‌شوند. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش حاکی از آن است که بین سرمایه‌گذاران نهادی و مدیریت سود پس از عرضه اولیه رابطه معناداری وجود ندارد. این نتیجه با یافته‌های لو و همکاران (۲۰۱۷) و مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۸) مطابقت ندارد. می‌توان استدلال کرد سرمایه‌گذاران نهادی بر خلاف انتظار، تا سه دوره شش ماهه پس از عرضه اولیه نیز هیچگونه نقش نظارتی جهت کنترل قیمت سهام ایفا نمی‌کنند. زیرا آنها انگیزه زیادی به عرضه تدریجی سهام پس از عرضه اولیه دارند تا سهام خود را به قیمتی بالاتر از ارزش ذاتی آن به فروش برسانند.

همچنین یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد با افزایش کیفیت حسابرسی، مدیریت سود کاهش می‌یابد. به بیانی دیگر، شرکت‌هایی که حسابرسی صورت‌های مالی آن‌ها توسط سازمان حسابرسی صورت گرفته است، به مراتب دارای مدیریت سود کمتری به نسبت سایر شرکت‌ها هستند. این نتیجه با یافته‌های فرانسسیس و وانگ (۲۰۰۸)، هوکه و همکاران (۲۰۱۵)، لو و همکاران (۲۰۱۷) و حسنی و عظیم‌زاده (۱۳۹۶) مطابقت دارد. نتایج پژوهش گویای این حقیقت است که با افزایش فروش مدیریت سود افزایش می‌یابد. به بیانی دیگر، هر چه میزان فروش بیشتر و به نسبت دوره قبل رشد داشته باشد، مدیریت سود نیز افزایش می‌یابد.

بر اساس یافته‌ها به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در هنگام خرید سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس دقت بیشتری نمایند و علاوه بر سودآوری شرکت به سایر مؤلفه‌ها از قبیل جریان‌های نقدی، سودهای دوره قبل نیز توجه داشته باشند. همچنین با توجه به این که گذاران نهادی مشابه با یکدیگر نیستند و همیشه انگیزه‌های نظارتی یکسانی بر رویه‌های اتخاذ شده از سوی شرکت‌ها ندارند، به فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود به زمانبندی و عرضه

سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس توجه کرده و آن را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند تا از خرید سهام این شرکت‌ها به قیمتی بیش از ارزش ذاتی جلوگیری نمایند. در ادامه، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی نقش دو گانه ذینفعان دیگر از قبیل مالکیت عمده و مالکیت مدیریتی که از مدیریت سود قبل از عرضه اولیه سهام منتفع می‌شوند و پس از آن به دلایل مختلف از جمله کسب منافع مالی و شهرت مانع مدیریت سود می‌شوند، آزمون گردد.

### پی‌نوشت

- |   |                         |   |                                 |
|---|-------------------------|---|---------------------------------|
| ۱ | Initial public offering | ۳ | Efficient monitoring hypothesis |
| ۲ | Institutional investors |   |                                 |

### منابع

- ابراهیمی کردلر، علی؛ حسنی آذر داریانی، الهام. (۱۳۸۵). بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۴۵، ۳-۲۳.
- تقفی، علی؛ مرادی جز، محسن؛ سهرابی، حسینعلی. (۱۳۹۳). رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط نااطمینانی محیطی. *دانش حسابداری*، ۵(۱۷)، ۷-۲۹.
- حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳(۱۵)، ۱۰۷-۱۲۲.
- حسینی، محمد؛ عظیم‌زاده، نفیسه. (۱۳۹۶). رابطه بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود ناشی از اقلام تعهدی: شواهدی از ضعف سودآوری و ضعف نقدینگی. *پژوهش‌های نوین در حسابداری و حسابرسی*، ۱(۱)، ۱۶۸-۱۳۹.
- خواجوی، شکراله؛ فتحه، محمدحسین؛ نجفی، زهرا. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، ۵(۱۸)، ۶۷-۸۹.
- شفیع پور، سید مجتبی؛ جلالی علی آبادی، فرزانه. (۱۳۹۴). عرضه عمومی اولیه: مدیریت سود و ساختار مالکیت. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۱۶)، ۱۷-۲۳.
- صادقی شریف، سیدجلال؛ اکبرالسادات، محمد. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر مدیریت سود بر بازدهی بلند مدت عرضه‌های اولیه با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۱۳(۳۲)، ۵۷-۷۲.

- طالب نیا، قدرت اله؛ تفتیان، اکرم. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و هیئت‌مدیره با مدیریت سود. *پژوهش‌های مدیریت*، ۱۳، ۸۸-۹۸.
- مراذزاده فرد، مهدی؛ ناظمی اردکانی، هدی؛ غلامی، رضا؛ فرزانی، حجت‌اله. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۵۵)، ۸۵-۹۴.
- ملکیان، کله بستی اسفندیار؛ فاطری، علی. (۱۳۹۴). مدیریت سود اقلام تعهدی در زمان عرضه عمومی اولیه و خطر کاهش بازده بلند مدت سهام. *دانش حسابداری*، ۶ (۲۳)، ۵۵-۷۵.
- مهرانی، ساسان؛ مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱ (۳)، ۴۷-۶۲.
- مهرانی، ساسان؛ فعال قیومی، علی؛ مرادی، محمد. (۱۳۹۱). رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و محافظه‌کاری حسابداری. *دانش حسابداری*، ۳ (۱۱)، ۳۱-۵۵.
- نمازی، محمد؛ غلامی، رضا. (۱۳۹۳). تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، ۵ (۱۷)، ۲۹-۴۸.
- Alhadab, M. , Clacher, I. , Keasey, K. (2015). Real and accrual earningsmanagement and IPOfailure risk. *Accounting and Business Research* 45,55-92.
- Brown, P. , Beekes, W. , Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance:A review. *Accounting & Finance* 51, 96-172.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investmentbehavior. *The Accounting Review* 73, 305-333.
- Chen, S. S. , Lin, W. C. , Chang, S. C. , Lin, C. Y. (2013). Information uncertainty, earningsmanagement, and long-run stock performance following initial public offerings. *Journal of Business Finance & Accounting* 40, 1126-1154.
- Chiang, Y. M. , Qian, Y. , Sherman, A. E. (2010). Endogenous entry and partial adjustment in IPO auctions: Are institutional investors better informed?,*Review of Financial Studies*23,1200-1230.
- Chung, R. , Firth, M. , Kim, J. B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance* 8,29-48.
- Cormier, D. , Houle, S. , Ledoux, M. J. (2013). The incidence of earnings management on information asymmetry in an uncertain environment: Some Canadian evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 22,26- 38.
- Cornett, M. , Marcus, A. , Tehranian, H. , Saunders, A. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance* , 31, 1771-1794.
- Ebrahimi kordlar, A. ,Hasani azardaryani, A. (2006). Investigate earnings management in the time of initial public offering (IPO) firms in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 45,3-23. (In Persian)

- Francis, J. , Wang, W. (2008). The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World. *Journal of Contemporary Accounting Research*, 25 (1) , 91-157.
- Hasani, M. , Nafiseh, A. (2017). The relationship between auditing quality and accrual earnings management: Evidence of the profitability and liquidity weakness. *Journal of New Research in Accounting and Auditing*, 1 (1) , 139-168. (In Persian)
- Hassas Yeghaneh, Y. , Moradi, M. , Eskandar, H. (2008). The relationship between institutional investors and corporate value. *Accounting and Auditing Review*, 3 (15) , 107-122. (In Persian)
- Hsu, M. , Koh, P. (2005). Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. *Corporate Governance: An International Review* 13, 809-823.
- Hsu, M. F. , Wen, S. Y. (2015). The roles of institutional investors and insiders in earnings management around IPO firms in Taiwan. *International Journal of Economics and Financial*, 5, 340-353.
- Huke, N. , Losada, M. C. , Bailey, D. J. (2015). Disrupting the European Crisis: A Critical Political Economy of Contestation, Subversion and Escape. *Journal of New Political Economy*, 20 (5) ,725-751.
- Jiang, H. , Habib, A. , Smallman, C. (2009). The effect of ownership concentration on CEO compensation-firm performance relationship in New Zealand. *Pacific Accounting Review*, 21 (2) ,104 – 131.
- Khajavi, Sh. , Mohammadhosein, F. , Najafi, Z. (2014). The relationship between information disclosure quality and agency cost of Listed Companies on Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 5 (18) , 67-89. (In Persian)
- Koh, P. (2007). Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters. *Journal of Accounting and Public Policy* 26,267–299.
- Kothari, S. , Leone, A. , Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1) ,163–197.
- Kothari, S. P. , Mizik, N. , Roychowdhury, S. (2015). Managing for the moment: The role of real activity versus accruals earnings management in SEO valuation. *The Accounting Review*, 91 (2) , 559-586.
- Lin, Y. R. , Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance* 49,17-57.
- Lo, H. , Wu, R. , Kweh, Q. (2017). Do institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance. *International Review of Financial Analysis*. 17,62-76.
- Malekian Kallehbasti, E. , Fateri, A. (2016). Accrual Earnings Management at Initial Public Offerings and Risk of Reducing Stock Long Term Returns. *Accounting knowledge*, 23, 55-75. (In Persian)
- Mehrani, S & Moradi, M. , Eskandar, H. (2010). The Relationship between Type of Institutional Ownership and Conservative Accounting. *Financial Accounting knowledge*, 2, 47-62. (In Persian)
- Mehrani, S. ,Faal Ghioomi, A. , Moradi, M. (2012). The relationship between institutional ownership, institutional ownership concentration and accounting conservatism. *Journal of Accounting Knowledge*, 3 (11) , 31-55. (In Persian)

- Moradzadehfard, M. , Nazemi Ardakani, M. , Gholami, R. , Farzani, H. (2009). The Relationship between Institutional Stock Ownership and Earnings Management in Listed Companies on Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 55, 85-94. (In Persian)
- Namazi, M. , Gholami, R. (2014). The effect of accrual earnings management on the investment efficiency in Listed Companies on Tehran
- Navissi, F. , Naiker, V. (2006). Institutional Ownership and corporate value. *Managerial Finance*, 32 (3) , 247-256.
- Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 5 (17) , 29-48. (In Persian)
- Roosenboom, P. , Goot, T. V. D. , Mertens, G. (2003). Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands. *The International Journal of Accounting* 38, 243–266.
- Roychowdhury, S. , Watts, R. L. (2007). Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44, 2-31.
- SadeghiSharif, S. J. , Akbarosadat, S. M. (2011). Investigating the effect of earnings management on the long-term return on initial public offerings using the Fama and French three-factor model in the Tehran Stock Exchange. *Financial research*, 13, 57-72. (In Persian)
- Saghafi, A. , Mohsen, M. J. , Sohrabi, H. (2014). The relationship between earnings management and information asymmetric in the environment uncertainty conditions. *Journal of Accounting Knowledge*, 5 (17) , 7-29. (In Persian).
- Shafipoor, S, M. , Jalali Aliabadi, F. (2015). Initial Public Offering: earnings management and ownership structure. *Empirical research in accounting*, 16, 17-32. (In Persian)
- Shette, R. , Kuntluru, S. , Korivi, S. R. (2016). Opportunistic earnings management during initial public offerings: evidence from India. *Review of Accounting and Finance* , 352-371.
- Talebnia, Gh. , Taftian, A. (2009). A Study of Relationship Between Institutional Investors and Board of Director With Earnings Management. *Management system*, 83, 87-98. (In Persian)
- Wang, M. (2014). Which types of institutional investors constrain abnormal accruals? *Corporate Governance: An International Review* 22, 43-67.