

## بررسی رابطه قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با مدیریت سود در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد تاجیک\*

دانشجوی کارشناس ارشد دانشگاه آزاد اسلامی

### چکیده

هدف از انجام این پژوهش بررسی رابطه قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با مدیریت سود در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. متغیرهای این تحقیق شامل قیمت پیشنهادی اولیه خرید سرمایه‌گذار به‌عنوان متغیر وابسته و متغیرهای مدیریت سود، اندازه شرکت، اهرم مالی، ارزش دفتری به ارزش بازار، نرخ نقدینگی به‌عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده‌اند. جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های بورسی اوراق بهادار تهران می‌باشد. حجم نمونه آماری در این تحقیق شامل ۱۲۲ شرکت می‌باشد که برای بررسی فرضیه‌های تحقیق اطلاعات ۵ ساله این شرکت طی سال‌های (۹۱-۹۵) مورد مطالعه قرار گرفته شده‌اند. در این تحقیق برای بررسی فرضیات پژوهش از روش مدل‌های اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. برای تعیین معنادار بودن کل مدل از رگرسیون F فیشر و از آزمون دوربین - واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند استفاده شده است. نرم‌افزار Eviews برای برسی و تحلیل داده‌های این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج این تحقیق نشان داد که مدیریت سود، اندازه شرکت و ارزش دفتری به ارزش بازار رابطه معناداری با قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی دارند و متغیرهای اهرم مالی و نرخ نقدینگی رابطه معناداری با قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی ندارند

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذار نهادی، مدیریت سود، اندازه شرکت، اهرم مالی، ارزش دفتری به ارزش بازار، نرخ نقدینگی

مجله مطالعات نوین در  
اقتصاد، مدیریت و  
حسابداری

دوره: ۴

شماره: ۱

سال: ۱۴۰۲

صفحه: ۱-۱۷

Journal of New Studies  
in Economics,  
Management and  
Accounting

Vol: 4

No.: 1

Year: 2023

Page: 1-17

## مقدمه

گزارش‌های مالی، منابع مهم اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به شمار می‌روند که مدیران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان جهت رفع نیازهای اطلاعاتی خود از آن‌ها استفاده می‌کنند. از آنجایی که اطلاعات به صورت یکسان در اختیار استفاده‌کنندگان قرار نمی‌گیرد، بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعات ایجاد می‌شود. عدم تقارن اطلاعات، وضعیتی است که مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران، دارای اطلاعات افشاء نشده بیشتری در مورد عملیات و جوانب مختلف شرکت در آینده می‌باشند. همین امر سبب می‌شود که مدیران انگیزه و فرصت مدیریت سود را داشته باشند.

شرکت‌های IPO<sup>۱</sup> از سرمایه‌گذاران به دلیل عدم توجه به ماهیت موقتی افزایش سود به واسطه اقلام تعهدی، سوءاستفاده می‌کنند و سهام را به قیمت بیش از ارزش واقعی معامله می‌کنند. با توجه به اینکه مدیران مجبورند اقلام تعهدی را در دوره‌های بعد برگردانند، احتمال کاهش سود شرکت‌های با عملکرد ضعیف در دوره‌های بعد افزایش می‌یابد. زیرا برای شرکت‌های با عملکرد ضعیف که به مدیریت سود می‌پردازند، احتمالاً جریان‌های نقدی جهت مخفی سازی تأثیر اقلام تعهدی برگردانده شده، کافی نباشد. بنابراین، انتظار می‌رود که کشف مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سبب شود که سرمایه‌گذاران خارجی در برداشت خود از کیفیت آتی سود بازنگری کنند و ارزیابی خود را از این‌گونه شرکت‌ها که به مدیریت سود بر مبنای اقلام تعهدی می‌پردازند، تعدیل کنند.

## ادبیات تحقیق

عرضه اولیه عمومی (IPO) یک رویداد قابل توجه برای یک شرکت و سهامداران آن است. یک شرکت می‌تواند از فرصت IPO برای جمع‌آوری سرمایه اضافی و بهبود ساختار سرمایه استفاده کند و به سرمایه‌گذاران اولیه خود اجازه دهد تا سرمایه‌گذاری کنند. هنگامی که یک شرکت عمومی می‌شود، اظهارنامه‌های حسابداری آن به دلیل کمبود عمومی اطلاعات در مورد شرکت، وزن زیادی را به خود اختصاص می‌دهد (آهورانی و گیبولوا، ۲۰۱۷). بررسی ادبیات مرتبط با مدیریت سود در عرضه‌های عمومی اولیه، بیانگر تلاش محققین در فهم این مطلب است که چگونه مدیریت سود در عرضه‌های عمومی اولیه بر ساختار مالکیت شرکت‌ها اثر می‌گذارد. (آقایی و نظافت، ۱۳۹۱) مدیریت سود انجام شده قبل و پس از عرضه عمومی اولیه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را گزارش نمودند. (عبده تبریزی، ۱۳۹۰) به بررسی کیفیت سود در عرضه‌های اولیه پرداختند. آنها به گونه‌ای متفاوت گزارش نمودند که در سالی که عرضه اولیه انجام می‌شود، کیفیت سود بالاتری وجود دارد. ما انتظار بر این است که ارتباط معنی‌داری میان مدیریت سود قبل از عرضه و مالکیت نهادی پس از عرضه وجود دارد. (نیکو مراد، ۱۳۹۱) دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی به شدت به اطلاعات در دسترس برای تصمیمات سرمایه‌گذاری وابسته هستند؛ اما در تحقیقاتی نیز بوده است که شواهد

<sup>1</sup> Initial Public Offering

<sup>2</sup> Aharoni , Y., & Gilboa

این فرضیه را تأیید نکرده است، به‌عنوان مثال الجیفری<sup>۱</sup> (۲۰۱۴). در تحقیقی به بررسی این موضوع پرداخت که آیا ناشران در عرضه اولیه با دست‌کاری سود قبل از عرضه، در تغییر ساختار مالکیت (مطلوب) پس از عرضه موفق هستند یا خیر. آنها نتایج را این‌چنین بیان داشتند که رابطه معنی‌داری میان ساختار مالکیت پس از عرضه و مدیریت سود قبل از عرضه وجود ندارد، اما با سایر متغیرهای مرسوم شرکت‌ها ارتباط معنی‌دار دارد (مرشد زاده، ۱۳۹۳).

(فرت، ۲۰۱۴) اظهار داشتند که مالکیت نهادی بعد از عرضه عمومی اولیه به‌طور یکنواخت با انتخاب سطح قیمت در زمان عرضه عمومی اولیه، افزایش می‌یابد و شرکت‌ها در زمان عرضه عمومی اولیه برای کسب مالکیت نهادی مطلوب پس از عرضه عمومی اولیه از قیمت پیشنهادی استفاده می‌کنند. (کریش ریتر و ملمد، ۲۰۲۰) بیان نمودند که ناشران تصمیمات حسابداری متهورانه‌ای را برای بالا بردن قیمت‌های پیشنهادی بکار می‌برند، بنابراین اگر ناشر زمان عرضه عمومی اولیه بخواهد به یک ساختار مالکیت مطلوب بعد از عرضه عمومی اولیه دست یابد، ممکن است برای بالا بردن قیمت پیشنهادی جهت جذب سرمایه‌گذاران نهادی مدیریت سود متهورانه را بکار برد. اینکه مدیریت سود قبل از عرضه عمومی اولیه سهام یا متغیرهای مرسوم مربوط به ویژگی‌های شرکت در زمان عرضه اولیه سهام از قبیل جمع دارایی‌ها، نقش با اهمیت‌تری در اثرگذاری بر مالکیت نهادی پس از عرضه عمومی اولیه ایفا می‌نماید یا نه، بخش اعظمی از تحقیقات تجربی را در حوزه حسابداری و گزارشگری مالی را به خود اختصاص داده است (پورحیدری و افلاطونی، ۱۳۹۰).

سرمایه‌گذاران و دیگر ذینفعان شرکت‌های سهامی عام، در زمان ارزیابی شرکت و ارزیابی مدیران آن، بر ارقام صورت‌های مالی تأکید دارند (بهبودیان، ۱۳۹۶). کیفیت این ارقام از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است و به‌عنوان عاملی مهم و تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شوند. اگرچه در زمان عرضه عمومی اولیه یکی از مبانی مهم قیمت‌گذاری، صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها است و تا حدی تحلیل‌گران بر این صورت‌ها اتکا می‌نمایند، اما به دلیل مزایایی که مالکیت نهادی برای شرکت‌ها در زمان عرضه عمومی اولیه سهام در بر دارد (برای مثال آوارز و گونزالز، ۲۰۱۴) طی تحقیقی بیان داشتند که عرضه‌کنندگان اولیه سهام ممکن است از کیفیت سود شرکت‌هایشان به‌عنوان یک علامت خوب برای جذب سرمایه‌گذاران استفاده نمایند. (فاستر، ۲۰۱۲) دریافتند که اگر ساختار مالکیت مطلوب، ساختار مالکیت بزرگ‌تر (مالکیت نهادی) باشد، دست‌کاری قیمت پیشنهادی، راهی جهت ارسال علامت است، ممکن است ناشران برای به دست آوردن ساختار مالکیت مطلوب و با استفاده از مدیریت سود متهورانه اقدام به گمراه نمودن سرمایه‌گذاران نهادی نمایند، (فریدسون و آوارز، ۲۰۱۵). عرضه‌های عمومی اولیه سهام توسط شرکت‌هایی صورت می‌پذیرد که بازار، شناخت کمی از مدیریت و مالکیت آنها دارد. در مورد این شرکت‌ها،

<sup>1</sup> Aljifri , K

<sup>2</sup> Ferret

<sup>3</sup> Kirschenheiter , M., & Melumad

<sup>4</sup> Alvarez And Gonzalez

<sup>5</sup> Foster

<sup>6</sup> Fridson , M., & Alvarez

اطلاعات عمومی کمتری در زمان عرضه اولیه سهام، در دسترس سرمایه‌گذاران بیرونی نسبت به سایر شرکت‌های بورسی قرار دارد. در مقابل، عرضه‌کنندگان اولیه، اطلاعات داخلی بیشتری در مورد شرکت دارند. بدین ترتیب بین ناشران در زمان عرضه اولیه سهام و سرمایه‌گذاران بالقوه بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. سرمایه‌گذاران بیرونی به‌سختی به افشاهای ناشران، زمان عرضه عمومی اولیه سهام اطمینان می‌نمایند، انگیزه ناشران از دست‌کاری سود گزارش شده در زمان عرضه اولیه سهام ممکن است بابت افزایش سود و یا کسب ساختار مالکیت مطلوب، پس از عرضه اولیه سهام باشد (باقرزاده، نیکبخت و نوروش، ۱۳۹۳)

جنبه‌های متعددی از عرضه اولیه سهام سبب بروز انگیزه‌هایی برای شرکت‌ها می‌شود تا سود را به‌طور فرصت‌طلبانه از طریق افزایش ارقام تعهدی در عرضه اولیه سهام مدیریت نمایند. بیش‌نمایی سود، قیمت سهام را افزایش می‌دهد و قیمت بالای سهم، هنگامی مطلوب است که شرکت سهام عادی خود را بفروشد. منابع اطلاعاتی مستقل و قابل‌اتکا محدودی در مورد آنها وجود دارد؛ بنابراین ممکن است برای سرمایه‌گذاران، قضاوت در مورد مناسب بودن ارقام تعهدی شرکت‌هایی که برای اولین بار سهام خود را عرضه در بازار سهام عرضه می‌کنند، به‌منظور ارزیابی عملکرد آتی، امری دشوار باشد. در بررسی‌های انجام‌شده بر روی مدیریت سود، ارقام تعهدی نقش مهمی دارند. ارقام تعهدی سبب ایجاد تفاوت میان سود و جریان وجوه نقد می‌شوند. در نتیجه با فرض اینکه جریان‌های نقدی دست‌کاری نمی‌شوند، تنها راه دست‌کاری سود، افزایش یا کاهش ارقام تعهدی است (باردلی و جودان، ۲۰۱۷).

سرمایه‌گذاران و دیگر ذی‌نفعان شرکت‌های سهامی عام، در زمان ارزیابی شرکت و ارزیابی مدیران آن، بر ارقام صورت‌های مالی تأکید دارند. کیفیت این ارقام از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است و به‌عنوان عاملی مهم و تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شوند (کامیاب تیموری، ۱۳۹۳). این تحقیق به این موضوع خواهد پرداخت که آیا مدیریت سود قبل از عرضه عمومی اولیه بر ساختار مالکیت پس از عرضه عمومی اولیه شرکت‌ها تأثیر خواهد داشت یا خیر. سرمایه‌گذاران و دیگر ذی‌نفعان شرکت‌های سهامی عام با علم به این تأثیر در تصمیمات خود دقت بیشتری به عمل خواهند آورد و در صورت وجود ارتباط میان مدیریت سود قبل از عرضه عمومی اولیه و ساختار مالکیت پس از عرضه عمومی اولیه به دنبال بهبود قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها در زمان عرضه عمومی اولیه خواهند بود. (گراهام و لمب، ۲۰۱۵)

اگرچه در زمان عرضه عمومی اولیه یکی از مبانی مهم قیمت‌گذاری، صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها است و تا حدی تحلیل‌گران بر این صورت‌ها اتکا می‌نمایند، اما به دلیل مزایایی که مالکیت نهادی برای شرکت‌ها در زمان عرضه عمومی اولیه سهام در بر دارد، ممکن است ناشران برای به دست آوردن ساختار مالکیت مطلوب و با استفاده از مدیریت سود متهورانه اقدام به گمراه نمودن سرمایه‌گذاران نهادی نمایند، در تحقیق حاضر ما با بررسی مدیریت سود و ساختار مالکیت، پیش و پس از عرضه عمومی اولیه به دنبال آن هستیم که دریابیم، آیا ناشران در زمان عرضه عمومی

<sup>1</sup> Bradley , & Jordan

<sup>2</sup> Graham , A., & Lamb

اولیه قادر به گمراه نمودن سرمایه‌گذاران نهادی هستند یا خیر. برای دستیابی به این اهداف در این مقاله از برخی ویژگی‌های متداول همچون کیفیت ارقام تعهدی، اهرم مالی، رشد فروش‌ها، جمع دارایی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت و برخی فرضیه‌های مطرح در تئوری حسابداری همچون فرضیه علامت‌دهی و فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی استفاده می‌نماییم. (زاروین، ۲۰۱۵)

عرضه‌های عمومی اولیه سهام توسط شرکت‌هایی صورت می‌پذیرد که بازار شناخت کمی از مدیریت و مالکیت آن‌ها دارد. در مورد این شرکت‌ها، اطلاعات عمومی کمتری در زمان عرضه اولیه سهام، در دسترس سرمایه‌گذاران بیرونی نسبت به سایر شرکت‌های بورسی قرار دارد. در مقابل، عرضه‌کنندگان اولیه، اطلاعات داخلی بیشتری در مورد شرکت دارند. بدین ترتیب بین ناشران در زمان عرضه اولیه سهام و سرمایه‌گذاران بالقوه بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. سرمایه‌گذاران بیرونی به‌سختی به افشاهای ناشران، زمان عرضه عمومی اولیه سهام اطمینان می‌نمایند، انگیزه ناشران از دست‌کاری سود گزارش‌شده در زمان عرضه اولیه سهام ممکن است بابت افزایش سود و یا کسب ساختار مالکیت مطلوب، پس از عرضه اولیه سهام باشد. (ژونگ و همکاران، ۲۰۱۶).

جنبه‌های متعددی از عرضه اولیه سهام سبب بروز انگیزه‌هایی برای شرکت‌ها می‌شود تا سود را به‌طور فرصت‌طلبانه از طریق افزایش ارقام تعهدی در عرضه اولیه سهام مدیریت نمایند. بیش‌نمایی سود، قیمت سهام را افزایش می‌دهد و قیمت بالای سهام، هنگامی مطلوب است که شرکت سهام عادی خود را بفروشد. منابع اطلاعاتی مستقل و قابل‌اتکا محدودی در مورد آنها وجود دارد؛ بنابراین ممکن است برای سرمایه‌گذاران، قضاوت در مورد مناسب بودن ارقام تعهدی شرکت‌هایی که برای اولین بار سهام خود را عرضه در بازار سهام عرضه می‌کنند، به‌منظور ارزیابی عملکرد آتی، امری دشوار باشد. در بررسی‌های انجام‌شده بر روی مدیریت سود، ارقام تعهدی نقش مهمی دارند. ارقام تعهدی سبب ایجاد تفاوت میان سود و جریان وجوه نقد می‌شوند. در نتیجه با فرض اینکه جریان‌های نقدی دست‌کاری نمی‌شوند، تنها راه دست‌کاری سود، افزایش یا کاهش ارقام تعهدی است (کردستانی، ۱۳۹۲).

فرضیه علامت‌دهی: آلن ولچ و همکاران (۱۹۸۹) طی تحقیقی بیان داشتند که عرضه‌کنندگان اولیه سهام ممکن است از کیفیت سود شرکت‌هایشان به‌عنوان یک علامت خوب برای جذب سرمایه‌گذاران استفاده نمایند. گرینبالت و هوانگ (۱۹۸۹) دریافتند که اگر ساختار مالکیت مطلوب، ساختار مالکیت بزرگ‌تر (مالکیت نهادی) باشد، دست‌کاری قیمت پیشنهادی، راهی جهت ارسال علامت است (قائمی، ۱۳۹۳).

فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی: سرمایه‌گذارانی که می‌خواهند در عرضه عمومی اولیه مشارکت نمایند، معمولاً اطلاعات زیادی درباره شرکت موردنظر ندارند. راک (۱۹۸۶)، بتی و ریتر (۱۹۸۶) بیان داشتند که وجود عدم تقارن اطلاعاتی قابل‌ملاحظه میان سرمایه‌گذار درونی و بیرونی، سبب کاهش قیمت برای عرضه‌هایشان می‌شود و بر روی ترغیب سرمایه‌گذاران و جستجوی اطلاعات بیشتر درباره شرکت عرضه‌کننده اثرگذار است (عثمانی، ۱۳۹۴).

<sup>1</sup> Zarowin, P.

<sup>2</sup> Zhong, Guang, He

از طرف دیگر، تحقیقات تجربی کمی به بررسی محرک‌های تبدیل شرکت‌های سهامی خاص به سهامی عام پرداخته است. همچنین در تحقیقات مایرز و ماجلوف (۱۹۸۴)، ملو و پانونز (۱۹۹۸)، آنگ و براو (۲۰۰۳) و چمانور و فولگیری (۱۹۹۹) به این محرک‌ها پرداخته‌اند که در ادامه به چهار مورد آن اشاره می‌نماییم:

- کاهش هزینه سرمایه و افزایش ارزش شرکت
- تأمین مالی و افزایش نقد شوندگی
- تسهیل در انتقال مالکیت
- افزایش شهرت و اعتبار شرکت

فراناندو و همکاران (۲۰۰۴) اظهار داشتند که مالکیت نهادی بعد از عرضه عمومی اولیه به‌طور یکنواخت با انتخاب سطح قیمت در زمان عرضه عمومی اولیه، افزایش می‌یابد و شرکت‌ها در زمان عرضه عمومی اولیه برای کسب مالکیت نهادی مطلوب پس از عرضه عمومی اولیه از قیمت پیشنهادی استفاده می‌کنند. کیم و پارک (۲۰۰۷) بیان نمودند که ناشران تصمیمات حسابداری متهورانه‌ای را برای بالا بردن قیمت‌های پیشنهادی بکار می‌برند، بنابراین، اگر ناشر زمان عرضه عمومی اولیه بخواهد به یک ساختار مالکیت مطلوب بعد از عرضه عمومی اولیه دست یابد، ممکن است برای بالا بردن قیمت پیشنهادی جهت جذب سرمایه‌گذاران نهادی مدیریت سود متهورانه را بکار برد (طالب بیدختی و ایرانی، ۱۳۹۰). همچنین ابراهیمی کردلر و حسنی آذر داریانی (۱۳۸۵) مدیریت سود انجام‌شده قبل و پس از عرضه عمومی اولیه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را گزارش نمودند. علوی طبری و اخلاقی (۱۳۸۹) به بررسی کیفیت سود در عرضه‌های اولیه پرداختند. آنها به‌گونه‌ای متفاوت گزارش نمودند که در سالی که عرضه اولیه انجام می‌شود، کیفیت سود بالاتری وجود دارد.

قرار گرفتن اقتصاد در دوره گذار، وضعیت خاصی را به وجود می‌آورد که ارزشیابی و تعیین قیمت پایه مناسب برای واحدهای اقتصادی را بسیار دشوار می‌سازد. در جریان واگذاری شرکت‌ها، عرضه‌کنندگان یا فروشندگان سهام احتمالاً از دو لحاظ موردانتقاد قرار گیرند: عده‌ای آنها را از لحاظ گران‌فروشی و عده‌ای آنها را از لحاظ ارزان‌فروشی موردانتقاد قرار دهند. برای ارزشیابی سهام دورویکرد کلی وجود دارد: عده‌ای معتقدند که قیمت سهام شرکت معمولاً از قیمت اجزاء دارایی‌های آن از قبیل زمین، ساختمان، تأسیسات و ماشین‌آلات و غیره پس از کسر بدهی به دست می‌آید (رویکرد اول) و عده‌ای دیگر بر این باورند که ارزش سهام یک شرکت برابر ارزش تنزیل شده فعلی درآمدهای نقدی حاصل از آن است که با توجه به عامل ریسک تأمین مالی به‌دست‌آمده باشد (رویکرد دوم). به‌عبارت‌دیگر دارایی‌های یک شرکت موقعی می‌تواند ایجاد ارزش نماید که مدیریت شرکت از آن دارایی‌ها به نحو مطلوب استفاده کند و بازدهی خوبی را عاید سهامدار آن شرکت نماید بنابراین اگر به خاطر عوامل بیرونی یا درونی شرکت، سطح سودآوری در حد پایین و امید بهبود سودآوری نیز ضعیف باشد ارزش سهام آن شرکت در حد بسیار پایینی خواهد بود. تعیین ارزش و قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها بر اساس رویکرد دوم به دلیل متفاوت بودن جریان‌های نقدی در سال‌های مختلف مشکل

می‌باشد. حتی در کشورهایی که بازار سرمایه توسعه یافته دارند و بیش از ۲۰۰ سال است که سهام شرکت‌های آنها مورد ارزیابی و معامله قرار می‌گیرند تعیین ارزش سهام با مشکلات فراوانی همراه است (سیدی، ۱۳۹۲). بنابراین در عرضه عمومی اولیه سهام پیشنهاد قیمت‌گذاری آن نیز باید با دقت انجام شود، اگر قیمت سهام بعد از عرضه اولیه افزایش داشته باشد، این امر موجب استقبال بیشتر مردم از خرید بعدی سهام شرکت‌ها می‌گردد، اما اگر قیمت سهام بعد از عرضه اولیه افزایش نیابد و یا اینکه کاهش یابد، این امر موجب ضرر و زیان مردم می‌گردد و عرضه‌کنندگان و فروشندگان سهام از لحاظ گران‌فروشی سهام موردانتقاد قرار می‌گیرند و برنامه‌های بعدی فروش سهام با شکست مواجه می‌شود.

یکی از بحث‌برانگیزترین موضوعات در متون مالی، بازده بلندمدت منفی غیرعادی در سال‌های بعد از عرضه اولیه است. ریتز شواهد تجربی فراهم می‌آورد که بازده سهام شرکت‌های عرضه اولیه به میزان قابل توجه کمتر از بازده شرکت‌های غیر IPO مشابه در دوره سه‌ساله بعد از عرضه می‌باشد.

توجیه احتمالی این نتیجه که دلیل احتمالی برای عملکرد ضعیف قیمت سهام می‌باشد این است که سرمایه‌گذاران نسبت به پتانسیل سود شرکت‌های منتشرکننده، بیش‌ازاندازه خوش‌بین بودند، بنابراین هنگامی که این انتظارات خوش‌بینانه، در دوره بعد از عرضه اصلاح می‌شوند، عملکرد ضعیف به وقوع می‌پیوندد شواهد موجود در دیگر بازارهای سهام در سراسر دنیا بیانگر عملکرد ضعیف در بلندمدت می‌باشد.

### فرضیات تحقیق:

- قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با مدیریت سود در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد.
- قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با اندازه شرکت در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد.
- قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با اهرم مالی در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد.
- قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با ارزش دفتری به ارزش بازار در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد.
- قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با نرخ نقدینگی در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد.

## متغیرها و مدل تحقیق

در این تحقیق جهت بررسی رابطه قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با مدیریت سود در عرضه عمومی اولیه سهام از مدل ارائه‌شده توسط ژائو و همکاران (۲۰۱۷) استفاده می‌شود. این مدل به صورت زیر می‌باشد:

$$IBP_t = \beta_0 + \beta_1 EM_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در جدول شماره (۱) متغیرهای مدل به همراه اطلاعات هر متغیر به اختصار ارائه شده است:

جدول شماره (۱) متغیرهای مدل به همراه اطلاعات هر متغیر

متغیر	نوع متغیر	اندازه‌گیری متغیر
قیمت پیشنهادی اولیه خرید سرمایه‌گذار	وابسته	IBP
مدیریت سود	مستقل	EM
اندازه شرکت	کنترل	SIZE
اهرم مالی	کنترل	LEV
ارزش دفتری به ارزش بازار	کنترل	BM
نرخ نقدینگی	کنترل	CR

در ادامه تعریف مفهومی و عملیاتی هر متغیر (شیوه محاسبه آن متغیر) ارائه می‌شود

### قیمت پیشنهادی اولیه خرید سرمایه‌گذار<sup>۲</sup> (IBP) (investors' bid prices)

تعریف مفهومی قیمت پیشنهادی خرید: قیمت پیشنهادی اولیه خرید سرمایه‌گذار، پیشنهاد خریدی است که توسط یک سرمایه‌گذار، معامله‌گر یا دلال برای خرید یک اوراق بهادار در یک قیمت مشخص ارائه می‌شود، قیمت پیشنهادی خرید گفته می‌شود. در واقع این قیمت، قیمتی است که خریدار مایل به خرید اوراق است و کمیت خرید را نیز در سفارش خود تصریح می‌کند.

### تعریف عملیاتی قیمت پیشنهادی اولیه خرید سرمایه‌گذار و نحوه محاسبه آن:

در این پژوهش ما از میانگین نقطه میانی پیشنهاد قیمت<sup>۳</sup> (AVG\_BID) برای تعیین قیمت پیشنهادی اولیه خرید سرمایه‌گذار استفاده می‌نماییم که با استفاده از فرمول زیر به دست می‌آید.

$$AVG\_BID_t = (AVERAGE_t - MIDPOINT_t) / AVERAGE_t$$

<sup>1</sup> Shenghao Gao, Qingbin Mengb., Kam C. Chanc, Weixing Wud

<sup>2</sup> Institutional Investors' Bid Prices

<sup>3</sup> Blding-Midpoint



$AVERAGE_t$   
= میانگین موزون قیمت پیشنهادی توسط تمامی سرمایه‌گذاران نهادی

$MIDPOINT_t$   
= نقطه میانی قیمت پیشنهادی توسط پذیره نویس

### مدیریت سود<sup>۱</sup> (EM)

مدیریت سود به مداخله عمومی مدیریت در فرآیند تعیین سود که غالباً در راستای اهداف دلخواه مدیریت می‌باشد، اطلاق می‌گردد به عبارتی مدیریت سود اقدامات آگاهانه‌ای است که توسط مدیریت درباره چگونگی گزارش سود برای رسیدن به اهداف خاص به‌گونه‌ای که منطبق با اصول حسابداری باشد، صورت می‌گیرد (جونز، ۱۹۹۱)<sup>۲</sup>.

### تعریف عملیاتی مدیریت سود (روش اندازه‌گیری مدیریت سود)

در این پژوهش برای اندازه‌گیری مدت سود از مدل ارائه‌شده توسط یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۱) استفاده شده است که مدل به‌صورت زیر می‌باشد:

$$EM_{it} = \beta_1 EM_{it-1} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DEBT_{it} + \beta_4 MCH_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$EM_{it}$   
= شاخص مدیریت سود هر شرکت در هر سال

$DEBT_{it}$   
= نسبت بدهی هر شرکت در هر سال

$ROA_{it}$   
= شاخص سودآوری (دارایی‌ها) هر شرکت در هر سال

$SIZE_{it}$   
= اندازه شرکت

$MCH_{it}$   
= تغییر مدیریت در هر سال

$EM_{it-1}$   
= شاخص مدیریت سود هر شرکت در سال قبل

$\varepsilon_{it}$   
= میزان خطای مدل

<sup>1</sup> Earnings Management

<sup>2</sup> Jones

### اندازه شرکت (SIZE)

شامل لگاریتم طبیعی فروش شرکت می‌باشد

### اهرم مالی (Leverage)

### تعریف مفهومی اهرم مالی

اهرم مالی عبارت است از استفاده از انواع ابزارهای مالی یا بدهی برای افزایش نرخ بازده بالقوه سرمایه‌گذاری. میزان بدهی که برای تأمین مالی دارایی‌های یک شرکت مورداستفاده قرار می‌گیرد. شرکتی که برای تأمین مالی دارایی‌های خود بیشتر از بدهی استفاده کرده باشد، شرکت اهرمی گفته می‌شود. اهرم مالی بیشترین استفاده را در معاملات املاک و مستغلات از طریق استفاده از وام و خرید خانه دارد.

### تعریف عملیاتی و روش محاسبه اهرم مالی

اهرم مالی: کل بدهی‌های شرکت  $i$  تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ . از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\text{بدهی کل} \\ \text{اهرم مالی} = \frac{\text{بدهی کل}}{\text{دارایی کل}}$$

### ارزش بازار به ارزش دفتری

ارزشی است که از تفاوت میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت با نسبت ارزش دفتری بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین می‌باشد به دست می‌آید؛ که عموماً به آن عامل ارزش می‌گویند و با HML نشان داده می‌شود (همان منبع).

$$SML = \frac{S / H + \beta / H}{2} - \frac{S / L + \beta / L}{2}$$

### نرخ نقدینگی (Cash Rate)

کلاسی از معیارهای مالی است که برای تعیین توانایی شرکت در پرداخت تعهدات و بدهی‌های کوتاه‌مدتش مورداستفاده قرار می‌گیرد. عموماً، هر چه مقدار نسبت‌های مالی بالاتر باشد، حاشیه امنیتی که شرکت برای پوشش بدهی‌های کوتاه‌مدتش دارد نیز بزرگ‌تر خواهد بود (حشمتی، ۱۳۹۲)

نرخ نقدینگی در این پژوهش از فرمول زیر به دست می‌آید.

نقدینگی / (مجموع دارایی‌ها - نقدینگی)

## روش تحقیق

تحقیق حاضر، یک تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی همبستگی می‌باشد. همچنین از آنجایی که نتایج این تحقیق می‌تواند به‌طور عملی، مورد استفاده قرار گیرد، یک تحقیق کاربردی می‌باشد. همچنین برای تجزیه تحلیل داده‌ها از ابزار آمار استنباطی استفاده شده است. اطلاعات مالی شرکت‌ها نیز از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای یک دوره ۵ ساله مربوط به سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. برای محاسبه تعداد نمونه از روش غربالگری استفاده می‌شود. تعداد اعضای نمونه شامل ۱۲۲ شرکت است. همچنین از طریق مطالعه کتابخانه‌ای، مبانی نظری و تئوریک تحقیق و همچنین ادبیات تحقیق گردآوری شده و برای یافتن تحقیقات خارجی انجام شده مرتبط با موضوع تحقیق از طریق اینترنت و مجلات و نشریات خارجی اقدام به جستجو شده است. همچنین تحقیقات مرتبط با موضوع از طریق مجلات و مقالات و پایان‌نامه‌های داخلی نیز مورد بررسی قرار گرفته، اطلاعات مالی شرکت‌ها نیز از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای یک دوره ۵ ساله مربوط به سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. در این پژوهش کلیه داده‌ها و اطلاعات آماری مربوط به متغیرهای مورد استفاده، برای ۵ سال جمع‌آوری می‌شود و محاسبات اولیه بر روی این داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Excel انجام گرفته است. برای برآورد مدلی که بتوان بر اساس آن برای کل قلمروی زمانی ۵ ساله، روابط بین متغیرهای وابسته با متغیر مستقل مشخص شود، از داده‌های تابلویی استفاده شده که در آن داده‌های ۵ سال باهم ترکیب می‌شوند (برای برآورد این مدل از نرم‌افزار Eviews استفاده شده است). بنابراین روش تحقیق از نوع همبستگی و روش‌شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی (از طریق استفاده از اطلاعات گذشته) هست. برای تجزیه و تحلیل داده‌های گردآوری شده از روش‌های آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده شد. استفاده از آمار توصیفی با هدف جمع‌آوری تنظیم و ارائه اطلاعات به صورت روشن و یا محاسبه پارامترهای جامعه و در صورت لزوم تعیین روابط موجود بین اطلاعات جمع‌آوری شده صورت گرفته است هدف آمار استنباطی به‌طور کلی انجام یک آزمون معنادار بودن به لحاظ آماری و نیز استنباط‌هایی درباره اطلاعات جمع‌آوری شده از جامعه برای تبیین و تصمیم‌گیری است به این منظور فرضیه‌های تحقیق با آزمون‌های مناسب با استفاده از روش رگرسیون پانل دیتا (Panel Data)، توسط نرم‌افزار Eviews تجزیه و تحلیل می‌شوند. در بخش آمار توصیفی به توصیف متغیرهای مورد استفاده در مدل از نظر شاخص‌های؛ میانگین، میانه، حداکثر، حداقل مقدار و موارد مرتبط به آمار توصیفی پرداخته می‌شود. در بخش آمار استنباطی پس از انجام آزمون‌های مورد نیاز مانند آزمون اف لیمر، آزمون هاسمن و آزمون دوربین واتسون به بررسی فرضیات پژوهش از طریق آزمون مدل پیشنهادی پژوهش پرداخته می‌شود.

## نتایج برآورد مدل نهایی پژوهش و نتیجه فرضیه‌ها

جدول شماره (۲): نتایج برآورد مدل پژوهش

$IBP_t = \beta_0 + \beta_1 EM_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 CR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
P-value	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآورد شده	متغیر
0.0011	3.951789	0.204829	0.809441	C
0.002	-2.684499	0.152811	-0.410221	مدیریت سود
0.007	3.031206	0.1771829	0.537078	اندازه شرکت
0.221	0.174093	0.719568	0.125271	اهرم مالی
0.002	2.513014	0.108459	0.272559	ارزش دفتری به ارزش بازار
۰.۶۹۰ .۰	0.16269	0.46542	0.510204	نرخ نقدینگی
ضریب تعیین تعدیل شده 0.81			ضریب تعیین 0.85	
احتمال آماره F ۰/۰۰۰		آماره F 27.04	آماره دوربین واتسون 2.18	

**نتیجه بررسی فرضیه اول پژوهش:** قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با مدیریت سود در عرضه عمومی

اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد

نتیجه تحلیل داده‌ها در جهت بررسی فرضیه اول پژوهش بیانگر تأثیر معنی‌دار و منفی قیمت پیشنهادی

سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت سود در عرضه عمومی اولیه سهام می‌باشد.

همچنین ضریب تعیین این مدل تقریباً ۰/۴۱- است. این عدد نشان می‌دهد که ۴۱ درصد تغییرات متغیر وابسته،

توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است بنابراین می‌توان عنوان نمود که مدیریت سود بر قیمت پیشنهادی

سرمایه‌گذاران نهادی بر در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه

معناداری دارد

**نتیجه بررسی فرضیه دوم پژوهش:** قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با اندازه شرکت در عرضه عمومی

اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد

نتیجه تحلیل داده‌ها در جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش بیانگر تأثیر معنی‌دار اندازه شرکت بر قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه عمومی اولیه سهام می‌باشد.

همچنین ضریب تعیین این مدل تقریباً ۰/۵۳ است. این عدد نشان می‌دهد که ۵۳ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیر کنترلی مذکور قابل تبیین است بنابراین می‌توان عنوان نمود که اندازه شرکت بر قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد.

**نتیجه بررسی فرضیه سوم پژوهش:** قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با اهرم مالی در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد

نتیجه تحلیل داده‌ها در جهت بررسی فرضیه سوم پژوهش نشان داد اهرم مالی بر قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی بدر عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری ندارد.

**نتیجه بررسی فرضیه چهارم پژوهش:** قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با ارزش دفتری به ارزش بازار در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد

نتیجه تحلیل داده‌ها در جهت بررسی فرضیه چهارم پژوهش بیانگر تأثیر معنی‌دار ارزش دفتری به ارزش بازار بر قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه عمومی اولیه سهام می‌باشد.

همچنین ضریب تعیین این مدل تقریباً ۰/۲۷ است. این عدد نشان می‌دهد که ۲۷ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای کنترلی مذکور قابل تبیین است بنابراین می‌توان عنوان نمود که ارزش دفتری به ارزش بازار بر قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد.

**نتیجه بررسی فرضیه پنجم پژوهش:** قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی با نرخ نقدینگی در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد.

نتیجه تحلیل داده‌ها در جهت بررسی فرضیه پنجم پژوهش نشان داد نرخ نقدینگی بر قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران نهادی در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری ندارد.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادهای کاربردی پژوهش

هر تصمیم‌گیری و عملکردی نیاز به اطلاعات درست و مرتبط با آن موضوع دارد و گزارش‌های مالی، منابع مهم اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به شمار می‌روند که مدیران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان جهت رفع نیازهای اطلاعاتی خود از آن‌ها استفاده می‌کنند. از آنجایی که اطلاعات به صورت یکسان در اختیار استفاده‌کنندگان قرار نمی‌گیرد، بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعات ایجاد می‌شود. عدم تقارن اطلاعات وضعیتی است که مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران، دارای اطلاعات افشاء نشده بیشتری در مورد عملیات و جوانب مختلف شرکت در آینده می‌باشند. همین امر سبب می‌شود که مدیران انگیزه و فرصت مدیریت سود را داشته باشند. روند رو به توسعه بازارهای مالی جهان و عرضه عمومی شرکت‌های جدید در بورس‌های اوراق بهادار، در سال‌های اخیر موجب گردیده است تا موضوع عرضه‌های اولیه از جهات مختلف مورد توجه قرار گیرد. عرضه‌های اولیه سهام، از آن جهت که موجب ورود شرکت‌های جدید و شاید سرمایه‌گذاران جدید به بازار می‌شود، برای بورس‌ها و بازارهای سرمایه مهم است. برای سرمایه‌گذاران نیز معمولاً سود ده بودن خرید در عرضه‌های اولیه موجب جذابیت و اهمیت آن شده است. از آنجاکه عرضه‌های اولیه شرکت‌های جدید، باعث بزرگ شدن بازار و بهبود فرآیند تشکیل سرمایه می‌گردد، این امر لزوم توجه بیشتر بدان را گوشزد می‌کند. معمولاً شرکت‌ها در عرضه اولیه سهام از سرمایه‌گذاران به خاطر عدم توجه به ماهیت موقتی افزایش سود به واسطه اقلام تعهدی سوءاستفاده می‌کنند و سهام را به قیمت بیش از ارزش واقعی معامله می‌کنند که این حالت می‌تواند در مورد سرمایه‌گذاران نهادی نیز شکل بگیرد.

با توجه به این موضوع که مدیران مجبورند که اقلام تعهدی را در دوره‌های بعد برگردانند، احتمال کاهش سود شرکت‌های با عملکرد ضعیف در دوره‌های بعد افزایش می‌یابد. زیرا برای شرکت‌های با عملکرد ضعیف که به مدیریت سود می‌پردازند، احتمالاً جریان‌های نقدی جهت مخفی سازی تأثیر اقلام تعهدی برگرداننده شده کافی نباشد. بنابراین، انتظار می‌رود که کشف مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سبب شود که سرمایه‌گذاران نهادی و یا سرمایه‌گذاران خارجی در برداشت خود از کیفیت آتی سود بازنگری کنند و ارزیابی خود را از این‌گونه شرکت‌ها که به مدیریت سود بر مبنای اقلام تعهدی می‌پردازند، تعدیل کنند. با توجه اهمیت قیمت پیشنهادی سرمایه‌گذاران به خصوص سرمایه‌گذاران نهادی و تأثیری که این قیمت‌گذاری از فرایند مدیریت سود در عرضه عمومی اولیه سهام در شرکت‌ها می‌پذیرد، موارد زیر در جهت حفاظت از آسیب‌های ناشی از مدیریت سود به سرمایه‌گذاران نهادی در فرایند پیشنهاد قیمت توصیه می‌شود:

- انتظار می‌رود به دنبال کاهش اقلام تعهدی جاری اختیاری در سال‌های بعد از عرضه عمومی اولیه سرمایه‌گذاران بلافاصله استنباط خود را از آینده شرکت اصلاح نمایند و در زمینه تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری واکنش مناسبی از خود نشان دهند و در نتیجه بازده که به دست‌کاری سود خود پرداختند، در بلندمدت کاهش یابد. در صورتی که در عمل رابطه منفی بین اقلام تعهدی جاری اختیاری و بازده غیرعادی

- بلندمدت مشاهده نمی‌شود. از این رو پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران نهادی و تحلیلگران از رعایت الزامات افشاءگری به‌موقع و مناسب و دسترسی استفاده‌کنندگان به اطلاعات اطمینان حاصل کنند.
- به‌منظور بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به گزارش‌های مالی شرکت‌ها، به سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی پیشنهاد می‌شود، الزامات گزارشگری مالی و افشا به نحوی تدوین گردد که امکان استفاده مدیریت از ابزارهای گزارشگری مالی برای دست‌کاری ارقام تعهدی، حداقل شود.
- با توجه به مدیریت سود با استفاده از ارقام تعهدی جاری اختیاری، استاندارد نویسان باید در ارتباط با این ارقام تعهدی استانداردهایی را وضع کنند که امکان مدیریت سود با دست‌کاری این ارقام را به مدیران ندهند.
- برای کنترل و نظارت بر عملکرد سهام شرکت‌ها در عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که از ساختارها و مکانیسم‌های نظارتی مناسب استفاده شود زیرا فقدان سیستم‌های نظارتی و مقرراتی کارا و اثربخش در بازار سرمایه ایران امکان سوءاستفاده توسط برخی از مشارکت‌کنندگان را فراهم می‌سازد.
- با توجه به وجود مدیریت سود ارقام تعهدی در زمان عرضه عمومی اولیه، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در فرایندهای تصمیم‌گیری در رابطه با سرمایه‌گذاری خود به ابعاد مختلف کیفیت اطلاعات حسابداری، از جمله مدیریت سود توجه ویژه‌ای داشته باشند.

## منابع

- آقایی، م و نظافت، ا. (۱۳۹۱). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پژوهش‌های حسابداری مالی، سال اول، شماره اول و دوم.
- باقرزاده، نیکبخت و نوروش. (۱۳۹۳). به بررسی بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل مؤثر بر آن در قلمرو زمانی ۱۳۸۸-۱۳۷۶.
- بهبودیان، ج. (۱۳۹۶). «آمار ناپارامتری»، شیراز، انتشارات دانشگاه شیراز، چاپ پنجم، ص ۸۵-۶۴.
- پورحیدری، ا و افلاطونی، ع. (۱۳۹۰). بررسی انگیزه‌های هموارسازی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴، ص ۵۵ تا ۷۰.
- سیدی، س. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط میان مدیریت سود برنامه‌ریزی‌شده با تأکید برافزایش ارقام تعهدی هزینه‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علامه طباطبایی. دانشکده حسابداری و مدیریت.
- طالب بیدختی و ایرانی. (۱۳۹۰). بررسی رابطه میان مدیریت جریان‌های نقدی و هزینه‌های بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- عبده تبریزی، ح. (۱۳۹۰). «شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام جدید شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله تحقیقات مالی، سال پنجم، شماره ۱۵.
- عثمانی، م. (۱۳۹۴). ۱. «شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر آن» رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی.
- قائمی، ه. (۱۳۹۳). «تأثیر هموارسازی سود بر بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۳۳.
- کامیاب تیموری، ف. (۱۳۹۳). بررسی رابطه میان سود اقلام غیرتعهدی شرکت و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- کردستانی، غ. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره.
- مرشدزاده، م. (۱۳۹۳). پایداری سود، شرایط اقتصادی و ارزش محتوایی اطلاعات حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران.



- نیکو مرام، ه. (۱۳۹۱). «کیفیت سود حسابداری و هزینه سرمایه»، دانش مالی و تحلیل حسابداری، تابستان، دوره ۴ شماره ۱۰.
- Aharoni, Y., & Gilboa, N. (2014). Analysis Of The Suppressive Effect Of Tannins On Ruminant Degradation By Compartmental Models. *Anim Feed Sci. Technol* 171: 251-267.
- Aljifri, K. (2014). The Impact Of Corporate Governance Mechanisms On The Performance Of UAE Firms: An Empirical Analysis. *Journal Of Economic & Administrative Sciences*, 23(2), 71-93.
- Alvarez And Gonzalez. (2014). "Long-Term Performance Of The Initial Supply Of Shares In The Spanish Market."
- Belkaoui, A. (2014). *Accounting Theory* (Vol. 5E). London: Thomson Learning.
- Bradley, & Jordan. (2017). In An Article Entitled "Hazardous Investments And Initial Stock Shares."
- Ferret. (2014). Is Predicted, And The Company's Value And Anomalous Stock Returns Of These Companies At The Initial Stage.
- Foster, G. (2012). *Cost Accounting: A Managerial Emphasis*, 12 Edition.
- Fridson, M., & Alvarez, F. (2015). *Financial Statement Analysis – A Practitioner's Guide*, 3Rd Ed. University Edition, New York: John Wiley & Sons.
- Goldreich, D. (2015). "Book Building And Strategic Allocation", *Journal Of Finance*, 56, 2337-2369.
- Graham, A., & Lamb, T. (2015). Malaria-Filaria Coinfection In Mice Makes Malarial Disease More Severe Unless Filarial Infection Achieves Patency. *J. Infect. Dis.* 191: 410–21.
- Kirschenheiter, M., & Melumad, N. (2020). *Earnings Quality And Smoothing*, Draft, June, Working Paper.-56.
- Zarowin, P. (2015). The Incremental Information Content Of Cash Flow Components, *Journal Of Accounting And Economics*, Vol. 13, No. 5, Pp. 25-46.
- Zhong, Guang, He. (2016). "Long-Term Performance Of Initial Supply Of Stocks."