



## بررسی نقش دوگانه سرمایه گذاران نهادی در مدیریت سود و عملکرد پس از عرضه اولیه سهام

دکتر فرزانه نصیرزاده<sup>۱</sup> ©

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

دکتر محمدرضا عباس زاده

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

میروحید پورری

مری گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، ایران

(تاریخ دریافت: ۸ دی ۱۳۹۸؛ تاریخ پذیرش: ۳ شهریور ۱۳۹۹)

این مطالعه به بررسی نقش دوگانه سرمایه گذاران نهادی در مدیریت سود و عملکرد در زمان عرضه اولیه سهام (IPO<sup>۲</sup>) و بعد از آن می پردازد. تحقیقات نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی نقش مهمی را در مدیریت شرکت ها داشته و با جلوگیری از طریق مدیریت سود موجب کاهش مشکلات شرکت ها می شوند. با این حال، سرمایه گذاران نهادی از طریق مدیریت سود انگیزه افزایش ثروت را دارند آنهم زمانی که شرکت در حال عرضه اولیه سهام است. همچنین این پژوهش به بررسی عملکرد شرکت های دارای سهامداران نهادی بعد از عرضه اولیه سهام می پردازد. بررسی فرضیه های پژوهش به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون و با استفاده از اطلاعات ۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس در دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۵ انجام شده است. نتایج نشان می دهد سرمایه گذاران نهادی در زمان عرضه اولیه مدیریت سود را محدود می کنند و در بعد از واگذاری اولیه در مدیریت سود مبتنی بر اقدام تعهدی اختیاری مشارکت دارند. همچنین ارزیابی عملکرد بعد از عرضه اولیه نشان می دهد شرکت هایی که دارای درصد بالایی از سهامداران نهادی می باشند عملکرد بازار سرمایه و عملکرد عملیاتی آنها بعد از واگذاری بهبود یافته است.

**واژه های کلیدی:** سرمایه گذاران نهادی، مدیریت سود، عملکرد بازار سرمایه، عملکرد عملیاتی، عرضه اولیه سهام.

<sup>1</sup> nasirzadeh@um.ac.ir

© (نویسنده مسئول)

مقاله علمی - پژوهشی

<sup>2</sup> Initial Public Offering

## مقدمه

گزارش های مالی، منابع مهم اطلاعاتی برای تصمیم گیری های اقتصادی به شمار می روند که مدیران، سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده کنندگان جهت رفع نیازهای اطلاعاتی خود از آنها استفاده می کنند. از آنجایی که اطلاعات به صورت یکسان در اختیار استفاده کنندگان قرار نمی گیرد، بین مدیران و سرمایه گذاران عدم تقارن اطلاعات ایجاد می شود. عدم تقارن اطلاعات وضعیتی است که مدیران در مقایسه با سرمایه گذاران، دارای اطلاعات افشاء نشده بیشتری در مورد عملیات و جوانب مختلف شرکت در آینده می باشند. همین امر سبب می شود که مدیران انگیزه و فرصت مدیریت سود را داشته باشند [۱].

عرضه های عمومی اولیه سهام توسط شرکت هایی صورت می پذیرد که بازار شناخت کمی از مدیریت و مالکیت آنها دارد. در زمان عرضه اولیه سهام در مورد این شرکت ها، اطلاعات عمومی کمتری در دسترس سرمایه گذاران بیرونی قرار داد. اما عرضه کنندگان اولیه، اطلاعات داخلی بیشتری در مورد شرکت دارند. بدین ترتیب بین ناشران در زمان عرضه اولیه سهام و سرمایه گذاران بالقوه بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد [۳].

ترکیب سهامداران شرکت های مختلف، متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار داد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عموم، همانند صورت های مالی منتشره اتکاء می کنند. این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت ها در اختیار سهامداران حرفه ای قرار دارد که بر خلاف گروه سهامداران نوع اول، اطلاعات داخلی با ارزش درباره چشم اندازهای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه گذاری های بلندمدت شرکت، از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می گیرد. سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه و شرکت های سرمایه گذاری را شامل می شود. عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت ها منجر شود و این امر از فعالیت های نظارتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشات می گیرد [۸].

## بیان مسئله

بر اساس تئوری واحد اقتصادی، سرمایه گذاران نهادی به عنوان یکی از اجزای مهم حاکمیت شرکتی محسوب می شوند. آنها سرمایه گذارانی هستند که به ابزارهای نظارتی موثر دسترسی دارند [۱۴]. شواهد تجربی حاکی از آن است که در بسیاری از کشورها، قانون گذاران، سرمایه گذاران نهادی را به عنوان عامل اصلی ایفای نقش نظارتی انتخاب می کنند. در سال های اخیر بسیاری از کشورها از جمله بریتانیا، استرالیا، کانادا، آلمان، فرانسه، ایتالیا، لوکزامبورگ، مالزی، هلند، آفریقای جنوبی، سوئیس و ترکیه قوانین نظارتی برای تشویق سرمایه گذاران نهادی برای فعال تر شدن مسئولیت های حاکمیتی و مشارکت با شرکت های پرتفوی خود صادر کرده اند [۲۴].

تاریخچه ادبیات مدیریت سود به اسمیت<sup>۱</sup> (۱۹۷۶) بر می گردد. ادبیات مربوط به سرمایه گذاران نهادی به عنوان نظارت کننده شرکت به طور عمده با پوند<sup>۲</sup> (۱۹۸۸) آغاز می شود. در حالی که هر یک از این جریانهای ادبی دارای تاریخچه طولانی با یافته های تجربی غنی هستند، دانشمندان اخیرا آنها را ترکیب نموده و نقش نظارت سرمایه گذاران نهادی را در محدود کردن مدیریت سود بررسی کرده اند [۲۴].

سرمایه گذاران نهادی با توجه به درصد مالکیت سهام بیشتر، انگیزه های زیادی برای نظارت بر عملکرد شرکت ها دارند، زیرا آنها به طور بالقوه از این نظارت بهره مند می شوند و با داشتن قدرت بیشتر در صورت لزوم اقدامات اصلاحی را تسهیل می کنند. نمونه هایی از اقدامات اصلاحی که سهامداران بزرگ می توانند پیگیری کنند شامل حمایت از پیشنهادات سهامداران که به طور مستقیم بر رفتار مدیریت تاثیر می گذارد و رأی دادن علیه پیشنهادهای خاص ارائه شده توسط مدیریت می باشد [۱۳].

واگذاری اولیه یک رویداد مهم برای یک شرکت و سهامداران بنیانگذار آن است. شرکت می تواند از فرصت عرضه اولیه سهام برای افزایش سرمایه و بهبود ساختار سرمایه استفاده کند. هنگامی که سهام شرکت برای اولین بار به عموم واگذار می شود صورت های مالی به دلیل کمبود اطلاعات مربوط به شرکت از اهمیت زیادی برخوردار هستند [۱۲]. شرکت های دارای عرضه اولیه سهام زمینه جذابی برای مدیریت سود افزایش می باشند این به خاطر وجود کمترین خطر دادرسی، به دلیل وجود ابهام زیاد در سودهای قبل از عرضه اولیه و تغییرات شدید در شرکت در طول عرضه اولیه می باشد [۲۷].

شواهد تجربی بالا نشان می دهد سرمایه گذاران نهادی در مدیریت سود شرکت های دارای عرضه اولیه سهام نقش دوگانه بازی می کنند. نقش اول آنها نقش تسهیل کننده مدیریت سود و نقش دوم نقش نظارتی و محدود کننده مدیریت سود می باشد. سرمایه گذاران نهادی در زمان عرضه اولیه سهام به منظور افزایش قیمت سهام و در نهایت افزایش سرمایه خود، نقش تسهیل کننده در مدیریت سود سود ایفا می کنند. سرمایه گذاران نهادی که دارای اطلاعات خصوصی و توانایی های نظارتی هستند ممکن است پس از واگذاری اولیه عملکرد نظارتی خود را با موفقیت انجام دهند. بنابراین طبق استدلال، سرمایه گذاران نقش دوگانه در مدیریت سود شرکت های دارای عرضه اولیه سهام بازی می کنند. این پژوهش به دنبال بررسی احتمال دستکاری ارقام تعهدی توسط سرمایه گذاران نهادی در زمان واگذاری اولیه سهام است. شرکت های دارای عرضه اولیه سهام انگیزه ای برای بهبود عملکرد کوتاه مدت خود دارند، بنابراین، این شرکت ها اگر موقعیت مدیریت سود داشته باشند ممکن است از آن استفاده کنند. علاوه بر این، مدیریت سود در شرکت های دارای عرضه اولیه سهام، قیمت های پیشنهاد شده عرضه اولیه را افزایش خواهد داد. همچنین سهامداران نهادی به دلیل داشتن مزیت اطلاعاتی می توانند بازدهی بالاتری نسبت به سایر سهامداران کسب نمایند. به طور خاص، سرمایه گذاران نهادی که به طور کلی دارنده سهام بلوکی مدیریتی هستند ممکن است انگیزه ای برای مدیریت سود در شرکت های دارای عرضه اولیه داشته باشند [۱۹].

<sup>1</sup> Smith

<sup>2</sup> Pound

از دیدگاه نظارت فعال، مهارتهای مدیریتی برتر و منابع قابل توجهی توسط سرمایه گذاران نهادی در اختیار دارند، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش مشکلات سازمان ها و در نهایت ارزش سهام را افزایش می دهند [۲۱]. مدیران در شرکت های با سرمایه گذاران نهادی بر رفتار فرصت طلبانه کمتر تمرکز داشته و بیشتر بر بهبود عملکرد تمرکز می کنند [۲۲].

#### پیشینه پژوهش و فرضیات تحقیق

سوال پژوهش این است که آیا سهامداران نهادی نقش دوگانه در مدیریت سود و عملکرد در عرضه اولیه سهام ایفا می کنند؟ ال (۲۰۱۹) نقشی را که سرمایه گذاران نهادی بین المللی در کاهش مدیریت سود با استفاده از ابزارهای مختلف حمایتی از سرمایه گذاران در شرکت ها ایفا می کنند، مورد بررسی قرار داده است. یافته های این پژوهش نشان می دهد شرکت های دارای مالکیت نهادی بیشتر، درآمد را به میزان کمتری مدیریت می کنند. نتایج تحقیق هوای چون و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) نشان می دهد بعد از عرضه اولیه سهام، سرمایه گذاران نهادی نقش کاهنده در مدیریت سود ایفا می کنند. این امر به ویژه در مورد شرکتهایی که در کشورهای با حمایت ضعیف از سرمایه گذاران مستقر شده اند صادق است. نتایج تحقیق علیقلی و جلیلیان (۱۳۹۱)، نشان می دهد که در شرکت هایی که سود را بطور موثر مدیریت نمی کنند، سرمایه گذاران نهادی بلندمدت با سطح ارقام تعهدی اختیاری افزایش یافته درآمد مرتبط هستند و در شرکتهایی که سود را بطور موثر مدیریت می کنند بطور منفی با سطح ارقام تعهدی اختیاری افزایش یافته درآمد همساز شده با عملکرد مرتبط هستند. کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی کوتاه مدت و بلندمدت و مدیریت سود فزاینده شرکت ها پرداخته اند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که سهامداران نهادی کوتاه مدت تأثیری مثبت و معنادار و سهامداران نهادی بلندمدت تأثیری منفی و معنادار بر مدیریت سود فزاینده شرکت ها دارند. مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود را مورد بررسی قرار دادند. به طور کلی نتایج این تحقیق بیانگر وجود رابطه منفی معنادار بین سطح مالکیت نهادی و تمرکز آن با مدیریت سود می باشد. با توجه به دیدگاه نظارت فعال سهامداران نهادی فرضیه اول به شرح زیر تدوین شده است.

فرضیه اول: بین سرمایه گذاران نهادی و مدیریت سود بعد از عرضه اولیه سهام رابطه منفی وجود دارد. عرضه اولیه سهام انگیزه و فرصتی برای شرکتهای برای مدیریت سود فراهم می کند. با توجه به اینکه صاحبان اصلی شرکت سهام زیادی در شرکت دارند، افزایش قیمت پیشنهادی باعث افزایش چشمگیر ثروت آنها می شود. فرصت برای مدیریت سود ناشی از عدم شفافیت اطلاعات مالی یک شرکت خصوصی می باشد و این موضوع تشخیص میزان مدیریت سود را برای سرمایه گذاران دشوار می کند [۲۶]. بر اساس نتایج تحقیق پرمیتی و اسمیت<sup>۳</sup> (۲۰۱۹)، شرکت های دارای عرضه اولیه سهام ارقام تعهدی اختیاری

<sup>1</sup> Lel

<sup>2</sup> Huai-Chun

<sup>3</sup> Premti and smith

قابل توجهی قبل از عرضه اولیه سهام دارند و این نشان دهنده تمایل آنها برای مدیریت سود قبل از عرضه اولیه می باشد. نتایج تحقیق هوای چون و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) نشان می دهد در زمان عرضه اولیه سهام، سرمایه گذاران نهادی نقش تسهیل کننده در مدیریت سود ایفا می کنند. الیاسیانی و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی نقش سهامداران نهادی در مدیریت سود شرکت های سرمایه گذاری بانکی پرداخته اند. نتایج نشان می دهد که کاهش مدیریت سود در شرکت ها ارتباط منفی با مالکیت سهامداران نهادی کنترل کننده در شرکت های بزرگتر و ریسکی تر دارد. سهامداران نهادی غیر کنترل کننده عدم ارتباط یا در بعضی موارد ارتباط ضعیف و گاه ارتباط مثبت با کاهش مدیریت سود دارند. گائو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) واکنش سرمایه گذاران به خصوص سرمایه گذاران نهادی بر مدیریت سود قبل از واگذاری اولیه سهام را مورد بررسی قرار داده اند. بر اساس نتایج، مدیریت سود با استفاده از اقلام تعهدی ارتباط بیشتری نسبت به مدیریت سود واقعی با قیمت پیشنهادی سرمایه گذاران نهادی دارد، در حالی که قیمت پیشنهادی سرمایه گذاران خرد ارتباط منفی با مدیریت سود با استفاده از اقلام تعهدی و ارتباط مثبت با مدیریت سود واقعی دارد. خدماتی پور و همکاران (۱۳۹۷) تاثیر مالکیت سهامداران نهادی بر مدیریت سود را مورد بررسی قرار داده اند. در این پژوهش برای کشف مدیریت سود، از قانون بنفورد و در نظر گرفتن چهار رقم اول سمت چپ ارقام سود خالص به عنوان نقاط مبنا استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که می توان از مالکیت سهامداران نهادی به عنوان یک مکانیسم نظارتی برای محدود کردن مدیریت سود استفاده کرد. نتایج بررسی های همایون نیا فیروز جاه و ملکبان کله بستی (۱۳۹۵)، نشان می دهد که اقلام تعهدی چه در شرکت هایی با مالکیت نهادی بالا و چه در شرکتهایی با مالکیت نهادی پایین به طور دقیق قیمت گذاری نمی شوند که این موضوع بیانگر این است که سهامداران نهادی تحت تاثیر مدیریت سود قرار گرفته اند و قادر به قیمت گذاری درست و دقیق نمی باشند. طالب نیا و و تفتیان (۱۳۸۸) رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و هیات مدیره با مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده اند. نتایج نشان می دهد که افزایش درصد مالیکت سرمایه گذاران نهادی، درصد مالیکت اعضای هیات مدیره و اعضای غیر موظف هیات مدیره می تواند باعث کاهش مدیریت سود شود. بنابراین با توجه به مطالعات قبلی و دیدگاه سودآوری کوتاه مدت فرضیه دوم تحقیق به شرح زیر تدوین می گردد.

فرضیه دوم: بین سرمایه گذاران نهادی و مدیریت سود در طول فصل عرضه اولیه سهام رابطه مثبت وجود دارد.

با توجه به دیدگاه های متفاوت در خصوص سهامداران نهادی آیا حضور این سرمایه گذاران در ساختار مالکیت شرکت های دارای عرضه اولیه در موقعیت های مختلف عملکرد متفاوتی خواهند داشت؟ . نتایج

<sup>1</sup> Huai-Chun

<sup>2</sup> Elyasiani et al.

<sup>3</sup> Gao et al.

تحقیق میشل و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) در باره نقش سرمایه گذاران نهادی در عملکرد شرکت های دارای عرضه اولیه سهام نشان می دهد عملکرد عملیاتی شرکت ها پس از عرضه اولیه سهام با سرمایه گذاران نهادی مرتبط است، اما این رابطه در سال سوم پس از عرضه اولیه سهام فروکش می کند. به طور کلی یافته ها نشان می دهد مالکیت نهادی یک شاخص معتبر از عملکرد عملیاتی شرکت در سال های اولیه پس از عرضه اولیه سهام می باشد. نتایج حاصل از بررسی های دایک و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در ۴۱ کشور نشان دهنده نقش مثبت سرمایه گذاران نهادی در عملکرد زیست محیطی و اجتماعی شرکت ها دارد. اندرسون و هوانگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) در تحقیقی سرمایه گذاری سهامداران نهادی در شرکت های دارای عرضه اولیه و شرکت هایی که بعد از عرضه اولیه، ادغام یا تحصیل می شوند را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می دهد عمده تفاوت بازده سهام شرکت های با سرمایه گذاران نهادی بیشتر ناشی از سرمایه گذاری سهامداران نهادی در شرکت هایی که بعد از عرضه اولیه ادغام یا تحصیل می شوند، می باشد. بازده بالای شرکت های دارای سهامداران نهادی بیشتر نشان دهنده مشارکت فعال سهامداران نهادی در شناسایی و کنترل شرکت های مشارکت کننده در فعالیت ادغام و تحصیل می باشند نتایج تحقیق موتا و اوچیدا<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) که در شرکت های ژاپنی انجام شده است، نشان می دهد که احتمال بهبود آتی در رتبه بندی محیط زیستی شرکت با وجود سرمایه گذاران نهادی افزایش پیدا می کند. به خصوص برای سهامداران نهادی داخلی که در اصول مورد حمایت سازمان ملل برای سرمایه گذاری مسئولانه (PRI)<sup>۵</sup> ثبت نام کرده اند این نتایج مشهود است. نقش سرمایه گذاران نهادی در را مورد بررسی قرار داده اند. نتایج تحقیق مرادی و رستمی (۱۳۹۱) در زمینه ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه، نشان می دهد که مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی رابطه مثبتی با عملکرد مالی شرکت ها (بازده دارایی ها و Q توبین) پس از انتشار اولیه دارند. مدرس و همکاران (۱۳۸۸) اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده اند. یافته های این تحقیق نشان داد با وجود آنکه میزان مالکیت نهادی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بسیار زیاد است، ولی هیچگونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. در حالیکه بر اساس نتایج بدست آمده از تحقیقات در سایر کشورها این رابطه مثبت و یا حتی منفی نیز بوده است. بر اساس سوابق مربوط و نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی، فرضیه سوم تحقیق به شرح زیر تدوین می گردد.

فرضیه سوم: بین سرمایه گذاران نهادی و عملکرد شرکت بعد از عرضه اولیه سهام رابطه مثبت وجود دارد.

<sup>1</sup> Michel et al.

<sup>2</sup> Dyck et al.

<sup>3</sup> Anderson and Huang

<sup>4</sup> Motta and Uchida

<sup>5</sup> Principles for Responsible Investment

## روش تحقیق

این پژوهش از نوع پژوهش های پس رویدادی و از نظر هدف از نوع پژوهش های کاربردی است. برای بررسی موضوع پژوهش از روش تخمین رگرسیون استفاده شده است. داده های تحقیق از نرم افزار ره آورد نوین، سایت بورس اوراق بهادار تهران استخراج و دریافت شده است. قلمرو زمانی تحقیق از سال ۱۳۸۰ تا سال ۱۳۹۵ است و قلمرو مکانی تحقیق نیز شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران است. به منظور دستیابی به نمونه ای همگن و یکنواخت از شرکت ها و همچنین جلوگیری از تحریف نتایج، شرکت هایی که دارای ویژگی های زیر باشند به عنوان نمونه انتخاب شده اند:

۱. جزو بانک ها و موسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، هلدینگ و لیزینگ) نباشند که افشاهای مالی و ساختار اصول راهبری شرکت متفاوتی دارند.
۲. اطلاعات فصلی حسابداری شرکت ها که برگرفته از صورت های مالی آنها است، برای دوره مورد نظر موجود باشد.

بعد از بکارگیری محدودیت ها ۵۰ شرکت شامل ۱۳ شرکت پذیرفته شده در بورس و ۳۷ شرکت پذیرفته شده در فرابورس به عنوان نمونه انتخاب شد.

## مدل ها و متغیرهای تحقیق

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش به صورت زیر تعریف شده اند.

## ۱- مدیریت سود:

در پژوهش حاضر از نسخه تعدیل شده مدل جونز که توسط کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) برای برآورد میزان اقلام تعهدی اختیاری توسعه داده شده، به عنوان معیار مدیریت سود استفاده می شود. طبق این مدل کل اقلام تعهدی به شرح زیر محاسبه می گردد:

$$(۱) \quad \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = a_{it} \frac{1}{A_{it-1}} + a_1 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + a_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + a_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$TA_{it}$ : جمع اقلام تعهدی در فصل  $t$

$A_{it-1}$ : جمع دارائی ها در فصل  $t-1$

$\Delta REV_{it}$ : تغییر در درآمد در فصل  $t$

$PPE_{it}$ : خالص تجهیزات و ماشین آلات در فصل  $t$

$ROA_{it}$ : بازده دارائی ها (جمع دارائی ها در ابتدای دوره / سود قبل از اقلام غیر مترقبه در فصل  $t$ )

پس از محاسبه کل اقلام تعهدی، پارامترهای  $\hat{a}_1, \hat{a}_2, \hat{a}_3$  به منظور تعیین اقلام تعهدی غیراختیاری، از طریق فرمول زیر برآورد می شوند:

(۲)

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{it-1}} - \left( \hat{a}_0 \frac{1}{A_{it-1}} + \hat{a}_1 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \hat{a}_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \hat{a}_3 ROA_{it} \right)$$

$DA_{it}$ : اقلام تعهدی اختیاری در فصل  $t$

## ۲- عملکرد:

برای ارزیابی عملکرد شرکت ها بعد از واگذاری اولیه سهام از دو معیار بازده سهام مبتنی بر بازار (بازده غیرعادی سهام) و عملکرد عملیاتی مبتنی بر حسابداری (بازده دارائی ها) استفاده شده است. (۱)  $ROA^1$ : بازده دارائی ها (جمع دارائی ها در ابتدای فصل  $t$  / سود قبل از اقلام غیر مترقبه در فصل  $t$ )

(۲)  $AR^2$ : بازده غیر عادی سهام در فصل  $t$

به منظور محاسبه بازده غیرعادی سهام شرکت از مدل تعدیل شده بازار استفاده شده است. در این مدل فرض شده است، بازده بازار نتیجه فرآیند مورد انتظار بازده سهام شرکت ها در هر دوره زمانی به شمار می رود. بنابراین تفاضل بازده واقعی شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$  با بازده بازار در همان دوره نشانگر بازده غیر عادی شرکت  $i$  در دوره  $t$  است.

(۳)

$$AR_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

$$r_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} - P_{io}}{P_{io}}$$

$$r_{im} = \frac{I_{it} - I_{io}}{I_{io}}$$

$AR_{it}$ : بازده غیر عادی سهام  $i$  در فصل  $t$

$r_{it}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در فصل  $t$

$r_{mt}$ : بازده بازار سهام در فصل  $t$

$P_{it}$ : قیمت سهام در انتهای فصل  $t$

$D_{it}$ : سود سهام پرداختی توسط شرکت  $i$  در فصل  $t$

$P_{io}$ : قیمت سهام در ابتدای فصل  $t$

$I_{it}$ : شاخص کل بورس در انتهای فصل  $t$

$I_{io}$ : شاخص کل بورس در ابتدای فصل  $t$

مدل های مورد استفاده برای آزمون فرضیه های پژوهش به شرح زیر می باشد:

اگر سهامداران نهادی به دنبال شرکت های بزرگ با حاکمیت شرکتی قوی و شرکت های دارای سهام با رشد بالا باشند در این حالت برای بررسی ارتباط سهامداران نهادی با مدیریت سود شرکت ها با استفاده از مدل حداقل مربعات یک مرحله ای دچار مشکل درون زایی متغیرهای توضیحی خواهیم شد (خان و

<sup>1</sup> Return on Assets

<sup>2</sup> Abnormal Return



همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶؛ وو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). بنابراین برای رفع این مشکل از مدل حداقل مربعات دو مرحله ای برای ارزیابی نقش دوگانه سهامداران نهادی در عرضه اولیه سهام (آزمون فرضیه اول و دوم) استفاده شده است: در مدل اول ارتباط بین سهامداران نهادی با میانگین سهامداران نهادی صنعت و ویژگی های شرکت مورد بررسی قرار گرفته و مقادیر برآورد شده برای سهامداران نهادی که نشان دهنده ارزش سرمایه گذاران نهادی بعد از در نظر گرفتن ویژگی های شرکت و صنعت می باشد در مدل دوم به کار گرفته شده است. (۴)

$$IO_{it} = \beta_0 + \beta_1 IOInd_{it} + \beta_3 LogSIZE_{it} + \beta_4 DEBT_{it} + \beta_5 BM_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 BIGN_{it} + YearFE + IndFE + \varepsilon_{it}$$

$IO_{it}$ : سرمایه گذاران نهادی شرکت در فصل  $t$  (نسبت سرمایه گذاران نهادی به جمع سرمایه گذاران)  
 $IOInd_{it}$ : میانگین سرمایه گذاران نهادی صنعت (نسبت جمع سرمایه گذاران نهادی شرکت ها به تعداد شرکت ها)

$LogSIZE_{it}$ : لگاریتم طبیعی جمع دارائی های شرکت

$DEBT_{it}$ : نسبت جمع بدهی ها به جمع دارائی ها

$BM_{it}$ : نسبت ارزش دفتری به بازار سهام شرکت

$BIGN_{it}$ : کیفیت حسابرسی (اگر شرکت توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شده باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می شود)

برای فرضیه دوم بر اساس بتای دو، سه، و چهار که به ترتیب ضرایب متغیر سرمایه گذاران نهادی در فصل اول و دوم و سوم بعد از واگذاری اولیه سهام می باشند، نتیجه گیری می شود.

در مدل زیر بعد از بدست آوردن ارزش سرمایه گذاران نهادی در مدل ۱، نقش دوگانه سرمایه گذاران نهادی در مدیریت سود مورد آزمون قرار می گیرد.

$$DAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 IO_{hat}_{it} + \beta_2 IO_{hat}_{it} \times D1 + \beta_3 IO_{hat}_{it} \times D2 + \beta_4 IO_{hat}_{it} \times D3 + \beta_5 D1 + \beta_6 D2 + \beta_7 D3 + \sum \chi_{firm} ControlVariables + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$DAD_{it}$ : متغیر ساختگی (اگر افلام تعهدی اختیاری مثبت باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر در نظر گرفته می شود)

$IO_{hat}_{it}$ : مقادیر برآورد شده در معادله چهارم که نشان دهنده ارزش سرمایه گذاران نهادی می باشد.  
 $D1, D2, D3$ : متغیرهای ساختگی (مساوی یک می باشد اگر فصل های ۱، ۲ و ۳ بعد از IPO باشد در غیر اینصورت مساوی صفر می باشد)

<sup>1</sup> Khan et al.

<sup>2</sup> Vo

**Control Variables**: متغیرهای کنترلی شامل: نسبت ارزش دفتری به بازار، نسبت بدهی ها، لگاریتم فروش (درآمد)

برای فرضیه اول بر اساس بتای یک که ضریب متغیر سرمایه گذاران نهادی در زمان عرضه اولیه سهام می باشد نتیجه گیری می شود.

برای آزمون فرضیه سوم تحقیق از مدل های زیر استفاده شده است:

$$AR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DAD_{it} + \beta_3 IO\_hat_{it} + \beta_4 IO\_hat_{it} \times D1 + \beta_5 IO\_hat_{it} \times D2 + \beta_6 IO\_hat_{it} \times D3 + \beta_7 D1 + \beta_8 D2 + \beta_9 D3 + \varepsilon_{it} \quad (۶)$$

$AR_{it+1}$ : بازده غیر عادی در فصل  $t+1$

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DAD_{it} + \beta_3 IO\_hat_{it} + \beta_4 IO\_hat_{it} \times D1 + \beta_5 IO\_hat_{it} \times D2 + \beta_6 IO\_hat_{it} \times D3 + \beta_7 D1 + \beta_8 D2 + \beta_9 D3 + \sum \chi_{firm} ControlVariables + \varepsilon_{it} \quad (۷)$$

نتایج پژوهش

آمار توصیفی

میانگین و میانه متغیر اقلام تعهدی اختیاری به ترتیب ۰/۴۳۵ و ۰/۴۲۹ می باشد و این نشان می دهد که بیش از نصف شرکت های نمونه اقلام تعهدی اختیاری مثبت دارند. عملکرد از جنبه بازده دارایی ها منفی و از جنبه بازده غیر عادی سهام مثبت می باشد و میانگین آنها به ترتیب ۰/۰۲۲- و ۰/۳۷۹ می باشد. در شرکت های نمونه تقریباً ۷۱ درصد از سهام در دست سهامداران به وسیله سهامداران نهادی خریداری شده است. میانگین متغیر سرمایه گذاران نهادی بعد از کنترل های مشکلات درون زایی ۰/۷۳۵ می باشد. میانگین نسبت بدهی ۰/۶۱۱ و نسبت دفتری به بازار ۱/۲۰۵ می باشد. حدود ۲۰ درصد از شرکت ها توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شده اند.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی
تغییر در درآمد $\Delta REV$	۰/۴۲۰	۰	۲۵/۴۲۳	-۰/۹۹۱	۲/۴۳۶	۸/۴۰۵
بازده غیر عادی AR	۰/۳۷۹	۰/۰۱۰	۲۳/۹۸	-۱/۱۲۸	۲/۱۸۹	۹/۴۳۳
نسبت ارزش دفتری به بازار BM	۱/۲۰۵	۰/۴۶۲	۴۴/۸	-۰/۰۰۵	۳/۹۴۳	۱۰/۱۲۷
اقلام تعهدی اختیاری DA	۰/۴۳۵	۰/۴۲۹	۹/۲۸	-۱/۴۴۴	۱/۰۷۶	۵/۲۲۹
سرمایه گذاران نهادی IO	۰/۷۱	۰/۸۴	۱	۰	۰/۲۹۳	-۱/۱۲۶

ارزش برآوردی سرمایه گذاران نهادی	IO-hat	۰/۷۳۵	۰/۷۴	۰/۸۸	۰/۵۲۳	۰/۰۶	-۰/۲۰۳
میانگین سرمایه گذاران نهادی صنعت	IO-Ind	۰/۷۲۵	۰/۸۴	۰/۹۹	۰/۱۸	۰/۲۱	-۱
لگاریتم فروش	Log-Sales	۵/۳۰۷	۵/۴	۶/۹۲۳	۰/۹۰۳	۱/۱۱۵	-۱/۰۶۵
لگاریتم جمع داراییها	Log-Size	۱۴/۴۰۷	۱۴/۳۱۵	۱۸/۱۱۵	۹/۶۵۹	۱/۸۰۷	-۰/۰۳
بازده داراییها	ROA	-۰/۰۲۲	۰/۰۲۳	۰/۲۳۷	-۲/۵۳۹	۰/۳۴	-۵/۹۳۸
نسبت بدهی ها	TD/TA	۰/۶۱۱	۰/۶۱۹	۱/۷۰۶	۰/۰۱۴	۰/۲۳۶	۰/۳۸۴

آزمون فرضیه های تحقیق

برای آزمون مدیریت سود در شرکت ها در زمان عرضه اولیه و بعد از عرضه اولیه، مدل شماره ۵ و برای ارزیابی عملکرد شرکت ها بعد از عرضه اولیه، مدل ۶ و ۷ مورد آزمون قرار گرفت. قبل از برازش مدل ها، ابتدا فروض کلاسیک رگرسیون برای هر سه مدل بررسی و مورد تایید قرار گرفت و نهایتا نتایج آزمون های آماری مدل های ۵، ۶ و ۷ به ترتیب در جدول شماره ۲، ۳ و ۴ ارائه شد.

جدول ۲. نتایج آزمون مدل ۵ - فرضیه اول و دوم

معنی داری کل مدل Anova		دوربین واتسون	R <sup>2</sup>
آماره F	مقدار p-	۱/۸۷	۰/۲۴
۲۱۷/۱۱۰	۰/۰۰۰		
معنی داری هر یک از متغیرها		ضریب β	متغیر های مستقل
آماره t	مقدار p-		
۳/۵۸۱	۰/۰۰۰	۰/۴۱۳	C
-۲/۶۴۹	۰/۰۰۸	-۰/۴۲۴	IO-hat
-۴/۳۱۷	۰/۰۰۰	-۰/۹۲۴	IO-hat*D1
۳/۵۵۸	۰/۰۰۰	۰/۷۸۱	IO-hat*D2
۴/۶۸	۰/۰۰۰	۰/۹۸۳	IO-hat*D3
۴/۶۳۵	۰/۰۰۰	۰/۷۳۹	D1

-۳/۵۲۳	۰/۰۰۰	-۰/۵۷۶	<b>D2</b>
-۳/۸۴۲	۰/۰۰۰	-۰/۵۹۸	<b>D3</b>
۱۰/۱۷۱	۰/۰۰۰	۰/۰۱۶	<b>BM</b>
-۳/۵۸۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۷۶	<b>TA/TD</b>
۸/۵۱۴	۰/۰۰۰	۰/۰۴۵	<b>LOG_SALES</b>
۳/۵۶۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	<b>REV</b>
۴۵/۱۳۷	۰/۰۰۰	۰/۴۵۲	<b>AR(1)</b>

جدول ۲ نتایج آزمون ارتباط بین سرمایه گذاران نهادی و مدیریت سود را نشان می دهد. متغیرهای ساختگی فصلی (**D1, D2, D3**) نشان دهنده فصل های بعد از فصل واگذاری اولیه می باشند. نمونه شامل چهار فصل می باشد، بنابراین **D1, D2, D3** نشان دهنده تفاوت بین فصل واگذاری اولیه و فصل ۱، ۲ و ۳ بعد از آن می باشد. متغیر **IO-hat** ارتباط منفی و معنی دار با اقلام تعهدی اختیاری دارد. ضرایب متغیر **D1** مثبت و **D2** و **D3** منفی می باشد، بنابراین در فصل اول بعد از واگذاری اولیه سهام اقلام تعهدی اختیاری افزایش داشته و در فصل دوم و سوم بعد از واگذاری اقلام تعهدی اختیاری کاهش داشته است. ضریب متغیر ترکیبی **IO-hat** و **D1** منفی و معنی دار بوده و ضریب متغیرهای ترکیبی **D2** و **D3** مثبت می باشد. نتایج نشان می دهد شرکت هایی که دارای درصد بالایی از سرمایه گذاران نهادی هستند در زمان عرضه اولیه نقش کاهنده ایفا می کنند بنابراین فرضیه دوم تحقیق رد می شود. همچنین سرمایه گذاران نهادی در فصل اول بعد از عرضه اولیه نقش کاهنده در مدیریت سود ایفا می کنند و در فصل دوم و سوم بعد از عرضه اولیه نقش تسهیل کننده در مدیریت سود ایفا نموده و باعث افزایش اقلام تعهدی اختیاری می شوند. بنابراین برای اولین فصل بعد از عرضه اولیه، فرضیه اول تایید و برای فصل های دوم و سوم بعد از عرضه اولیه فرضیه اول رد می شود.

براساس ادبیات پژوهش فرض شده است که سرمایه گذاران نهادی در زمان عرضه اولیه سهام با مدیریت سود و به تبع آن افزایش قیمت سهام انگیزه افزایش ثروت را دارند. اما در فصل های اول و دوم و سوم بعد از واگذاری اولیه سهام با افزایش نقش نظارتی خود با مدیریت سود مقابله نموده و باعث کاهش مدیریت سود می شوند. بنابراین در پژوهش حاضر به نقش دوگانه سرمایه گذاران نهادی پرداخته است. نتایج حاصل از بررسی نقش دوگانه سرمایه گذاران نهادی در زمان عرضه اولیه نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی دارای نقش دوگانه می باشند اما نقش آنها درست مقابل نقش فرض شده در ادبیات پژوهش می باشد به این صورت که سرمایه گذاران نهادی در زمان عرضه اولیه و فصل اول بعد از آن باعث کاهش مدیریت سود (ارتباط منفی و معنی دار بین سرمایه گذاران نهادی و اقلام تعهدی اختیاری وجود دارد) در حالی که در فصل دوم و سوم بعد از عرضه اولیه باعث افزایش مدیریت سود می شوند (ارتباط مثبت و معنی دار بین سرمایه گذاران نهادی و اقلام تعهدی اختیاری وجود دارد).

جدول ۳. نتایج آزمون مدل ۶ - فرضیه سوم

معنی داری کل مدل Anova		دوربین واتسون	R <sup>2</sup>
آماره F	مقدار p-	۲/۰۷	۰/۰۹
۱۰۲/۶۳۴	۰/۰۰۰		
معنی داری هر یک از متغیرها		ضریب $\beta$	متغیرهای مستقل
آماره t	مقدار p-		
۱۸/۹۳۵	۰/۰۰۰	۱۰/۰۶۲	C
-۵/۶۴۴	۰/۰۰۰	-۰/۲۵	DAD
-۱۶/۷۴۴	۰/۰۰۰	-۱۲/۱۷۹	IO-hat
۱۹/۴۲۳	۰/۰۰۰	۱۹/۸۹۳	IO-hat*D1
۱۲/۴۲۲	۰/۰۰۰	۱۲/۷	IO-hat*D2
۱۳/۴۶۱	۰/۰۰۰	۱۲/۹۲۴	IO-hat*D3
-۲۰/۲۳۱	۰/۰۰۰	-۱۵/۱۵۲	D1
-۱۳/۷۴	۰/۰۰۰	-۱۰/۳۰۵	D2
-۱۴/۹۶۵	۰/۰۰۰	-۱۰/۴۸۳	D3

جدول ۳ نتایج آزمون حاصل از نقش سرمایه گذاران نهادی در عملکرد سهام بعد از واگذاری اولیه به منظور اعتبارسنجی بکارگیری ابزارهای نظارتی و اعمال فشار توسط سرمایه گذاران نهادی برای بهبود بازده سهام بعد از واگذاری اولیه را نشان می دهد. متغیر IO-hat دارای ضریب منفی معنی دار (۱۲/۱۷۹-) و متغیرهای IO-hat\*D1، IO-hat\*D2، IO-hat\*D3 دارای ضرایب مثبت معنی دار (۱۹/۸۹۳، ۱۲/۷ و ۱۲/۹۲۴) می باشند. یافته ها نشان می دهد که در فصل های اول، دوم و سوم بعد از واگذاری اولیه سهام، سرمایه گذاران نهادی ارتباط مثبت معنی داری با بازده غیر عادی سهام دارد، در حالی که سرمایه گذاران نهادی در زمان عرضه اولیه ارتباط منفی معنی داری با بازده غیر عادی سهام دارد. ضرایب متغیرهای D1، D2 و D3 نشان می دهد که بازده غیر عادی سهام در فصل های اول، دوم و سوم بعد از واگذاری اولیه منفی بوده است. بنابراین طبق یافته ها سرمایه گذاران نهادی عملکرد شرکت از جنبه بازار سرمایه را بهبود داده و باعث افزایش بازده سهام در فصل های بعد از واگذاری اولیه سهام شده اند.

جدول ۴. نتایج آزمون مدل ۷ - فرضیه سوم

معنی داری کل مدل Anova		دوربین واتسون	R <sup>2</sup>
------------------------	--	---------------	----------------

آماره F	مقدار p-	۱/۷۳	۰/۰۴
۳۰/۲۳۲	۰/۰۰۰		
معنی داری هر یک از متغیرها		ضریب $\beta$	متغیرهای مستقل
آماره t	مقدار p-		
۲/۷۳۵	۰/۰۰۶	۰/۲۳۳	C
-۱۱/۹۲۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۹	DAD
-۳/۴۸۷	۰/۰۰۰	-۰/۴۱۲	IO-hat
۴/۰۵۶	۰/۳۶۳	۰/۶۴۸	IO-hat*D1
۰/۹۰۹	۰/۰۰۰	۰/۱۴۳	IO-hat*D2
۵/۵۸۲	۰/۰۰۰	۰/۸۹۶	IO-hat*D3
-۴/۶۹۷	۰/۰۰۰	-۰/۵۶	D1
-۱/۳۲۶	۰/۱۸۵	-۰/۱۵۶	D2
-۵/۶۷۹	۰/۰۰۰	-۰/۶۷۵	D3
-۰/۲۵۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	BM
-۱/۲۲۹	۰/۸۰۰	-۰/۰۱۲	TA/TD
۸/۳۷۴	۰/۲۱۹	۰/۰۳۳	LOG_SALES

جدول ۴ نتایج آزمون حاصل از نقش سرمایه گذاران نهادی در عملکرد عملیاتی شرکت بعد از واگذاری اولیه به منظور اعتبارسنجی بکارگیری ابزارهای نظارتی و اعمال فشار توسط سرمایه گذاران نهادی برای بهبود بازده دارائی ها بعد از واگذاری اولیه را نشان می دهد. متغیر DAD ارتباط منفی معنی داری با بازده دارائی ها دارد. ضریب متغیرهای IO-hat\_D1 (۰/۶۴۸)، IO-hat\_D1 (۰/۱۴۳) و IO-hat\_D1 (۰/۸۹۶) مثبت و معنی دارد بوده و نشان می دهد که ارتباط مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و بازده دارائی ها بعد از واگذاری اولیه سهام دارد. ضرایب منفی متغیرهای D1، D2 و D3 نشان دهنده عملکرد عملیاتی ضعیف شرکت بعد از واگذاری اولیه می باشد. در کل نتایج نشان می دهد که شرکت هایی که دارای درصد بالایی از سرمایه گذاران نهادی هستند بعد از واگذاری اولیه سهام باعث بهبود عملکرد عملیاتی شرکت می شوند و این نتایج با نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی بعد از واگذاری اولیه مطابقت دارد.

نتایج ارائه شده در جدول ۳ و ۴ فرضیه سوم تحقیق را تایید می کنند و نشان می دهند که سرمایه گذاران نهادی عملکرد شرکت از جنبه عملکرد سهام که با بازده غیر عادی سهام اندازه گیری شده و از جنبه عملکرد عملیاتی که با بازده دارائی ها اندازه گیری شده، بهبود می بخشند.

### نتیجه گیری

این پژوهش ارتباط سرمایه گذاران نهادی با مدیریت سود شرکت های دارای عرضه اولیه سهام را بررسی می کند. مدیران شرکت های عرضه کننده سهام، انگیزه های قوی برای افزایش درآمد گزارش شده به منظور افزایش سرمایه در زمان عرضه عمومی اولیه دارند. سرمایه گذاران نهادی، دارندگان بلوک سهام شرکت های IPO ممکن است تمایل به مدیریت سود افزاینده در زمان عرضه اولیه داشته باشند. سرمایه گذاران نهادی که دارای اطلاعات خصوصی و توانایی های نظارتی هستند ممکن است پس از واگذاری اولیه عملکرد نظارت خود را با موفقیت انجام دهند. بنابراین، آنها ممکن است نقش دوگانه ای داشته باشند که در آن مدیریت سود را در طی واگذاری اولیه تشویق می کنند و پس از آن، مدیریت سود را کاهش می دهند. همچنین این مطالعه شواهدی برای نتایج عملیات و عملکرد سهام برای شرکت های دارای عرضه اولیه با مالکیت نهادی بالا در طی و پس از عرضه اولیه ارائه می دهد. تجزیه و تحلیل رگرسیون نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی نظارت مؤثر بر شرکت های وابسته خود را در دوره واگذاری اولیه سهام اعمال نموده و باعث کاهش مدیریت سود می شوند. با این حال، هنگامی که واگذاری اولیه تمام شد، متوجه می شویم که سرمایه گذاران نهادی بعد از واگذاری اولیه باعث تسهیل در مدیریت سود می شوند. همچنین نتایج نشان دهنده بهبود عملکرد بازار سرمایه بوده و عملکرد عملیاتی شرکت توسط سرمایه گذاران نهادی بعد از واگذاری اولیه سهام بهبود یافته که این بهبود با نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی بعد از واگذاری مطابقت دارد.

### فهرست منابع

۱. ابراهیمی کردلر، علی و حسنی آذر داریانی، الهام، (۱۳۸۵)، "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، ۱۳ (۳)، ۳-۲۳.
۲. خدای پور، احمد، حسنی نسب، حجت و اشتریان، افشین، (۱۳۹۷)، "تاثیر محافظه کاری حسابداری و مالکیت سهامداران نهادی بر مدیریت سود با استفاده از قانون بنفورد"، **پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی**، ۱۰ (۳۹)، ۱-۲۷.
۳. شفیع پور، سید مجتبی و جلالی علی آبادی، فرزانه، (۱۳۹۴)، "عرضه عمومی اولیه: مدیریت سود و ساختار مالکیت"، **پژوهش های تجربی حسابداری**، شماره ۱۶، ۱۷-۳۲.
۴. طالب نیا، قدرت ا... و تفتیان، اکرم، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و هیات مدیره با مدیریت سود"، **پژوهش های مدیریت**، شماره ۸۳، ۸۷-۹۸.

۵. علیقلی، منصوره و جلیلیان، عادل، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه میان سرمایه گذاران نهادی بلندمدت/ موقت و مدیریت موثر سود"، **فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت**، ۱ (۴)، ۲۷-۴۲.
۶. کاشانی پور، محمد، احمدپور، احمد و باقر پور، محمد، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین سهامداران نهادی کوتاه مدت و بلندمدت و مدیریت سود فزاینده شرکتها"، **مجله دانش حسابداری**، ۱ (۳)، ۷-۲۹.
۷. مدرس، احمد، حسینی، سید مجتبی و رئیسی، زهره، (۱۳۸۸)، "بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پژوهشنامه اقتصادی**، شماره ۵، ۲۲۳-۲۵۰.
۸. مرادزاده فرد، مهدی، ناظمی اردکانی، مهدی، غلامی، رضا و فرزانی، حجت اله، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، ۱۶ (۵۵)، ۸۵-۹۸.
۹. مرادی، مهدی و رستمی، امین، (۱۳۹۱)، "ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه: شواهدی از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **دو فصلنامه اقتصاد پولی، مالی**، ۱۹ (۴)، ۱-۲۲.
۱۰. همایون نیا فیروز جاه، مجتبی و ملکیان کله بست، اسفندیار، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۸ (۳۱)، ۲۲-۴۵.
11. Anderson, Ch. W. and Huang, J., (2017), "Institutional investment in IPOs and post-IPO M&A activity", **Journal of Empirical Finance**, 41, 1-18.
12. Brau, J. C., and Fawcett, S. E., (2006), "Initial public offerings: An analysis of theory and practice", **Journal of Finance**, 61, 399-436.
13. Chung, R., Firth, M. and Kim, J.B., (2002), "Institutional monitoring and opportunistic earnings management", **Journal of Corporate Finance**, 8, 29-48.
14. Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H., (2007), "The impact of institutional ownership on corporate operating performance", **Journal of Banking & Finance**, 31, 1771-1794.
15. Dyck, A., Lins, K.V., Roth, L. and Wangner, H.F., (2019), "Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence", **Journal of Financial Economics**, 131 (3), 693-714.
16. Elyasiani, E., Wen, Y. and Zhang, R., (2017), "Institutional Ownership and Earnings Management by Bank Holding Companies", **Journal of Financial Research**, 40 (2), 147-178.



17. Gao, Sh., Meng, Q., Chan, K. C. and Wu W., (2017), "Earnings management before IPOs: Are institutional investors misled?", **Journal of Empirical Finance**, 42, 90-108.
18. Khan, M., Srinivasan, S. & Tan, L., (2016), "Institutional ownership and corporate tax avoidance: New evidence", **The Accounting Review**, 92 (2), 101-122.
19. Koh, P.S., (2007), "Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters", **Journal of Accounting and Public Policy**, 26, 267–299.
20. Lel, U., (2019), "The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries", **Journal of International Business Studies**, 50(6), 895-922.
21. Lin, Y. R., & Fu, X. M., (2017), "Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China", **International Review of Economics & Finance**, 49, 17–57.
22. Lo, H-Ch., Wu, R-Sh. and Kweh, Q. L., (2017). "Do institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance", **International Review of Financial Analysis**, 52, 62–76.
23. Michel, A., Oded, J. and Shaked, I., (2019), "Institutional investors and firm performance: Evidence from IPOs", **North American Journal of Economics & Finance**, doi: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101099>.
24. Miller, S., Moussawi, R., Wang, B. and Yang, T., (2018), "Institutional Investors and Bank Governance: Evidence from Earnings Management", **Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3100101>**.
25. Motta E. M. and Uchida, K., (2018), "Institutional investors, corporate social responsibility, and stock price performance", **Journal of the Japanese and International Economies**, 47, 91-102.
26. Premit, A. and Smith G., (2020), "Earnings management in the pre-IPO process: Biases and predictors", **Research in International Business and Finance**, Volume 52, Article 101120.
27. Premti, A., (2013), "Earnings Management Prior to Initial Public Offerings and Its Effect on Firm Performance: International Evidence", **International Journal of Financial Research**, 4 (3), 10-24.
28. Vo, X. V., (2016), "Does institutional ownership increase stock return volatility? Evidence from Vietnam", **International Review of Financial Analysis**, 45, 54–61.



## **Investigating the Dual Role of Institutional Investors in Earnings Management and Performance after Initial Public Offering**

**Farzaneh Nassirzadeh (PhD) <sup>1</sup>©**

Associate Professor of Accounting, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran

**Mohammad Reza Abbaszadeh (PhD)**

Associate Professor of Accounting, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran

**Mir Vahid Pourrabbi**

Instructor, Department of Accounting, Payame Noor University, Iran

(Received: December 29, 2019.; Accepted: August 24, 2020)

This study examines the dual role of institutional investors in Earnings management and performance at the time of IPO and afterwards. Research shows that institutional investors play an important role in corporate governance and by reducing earnings management they reduce corporate problems. However, institutional investors, through profit management, have the incentive to increase wealth when company engage in IPO. This research also examines the performance of companies with institutional shareholders after the IPO. The research hypotheses were analyzed by regression analysis using the data of 50 companies listed in Tehran Stock Exchange during 2001-2016. The results show that institutional investors restrict earnings management at the time of IPO and participate in Earnings management based on discretionary accruals after IPO. Also, post-IPO performance evaluation shows that companies with a high percentage of institutional shareholders have improved their capital market performance and operating performance after IPO.

**Keywords:** Institutional Investors, Earnings Management, Capital Market Performance, Operating Performance, initial public offering.

---

<sup>1</sup> nasirzadeh@um.ac.ir © (Corresponding Author)