

بسم الله الرحمن الرحيم



دانشگاه شهید بهشتی

دانشکده مدیریت و حسابداری

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی

عنوان پایان نامه :

مدیریت سود و عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه سهام : شواهدی از

بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما :

آقای دکتر سید جلال صادقی شریف

استاد مشاور :

آقای دکتر شاپور محمدی

نگارش :

سید محمد اکبرالسادات

۱۳۸۹/۷/۲۲

سید محمد اکبرالسادات  
تهران

تابستان ۱۳۸۹

۱۴۲۴۰۶

## چکیده

در این تحقیق به بررسی تاثیر مدیریت سود بر عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه سهام به عموم در بازار سرمایه ایران پرداخته شده است. بدین منظور عرضه های صورت گرفته طی سال های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴ به عنوان نمونه انتخاب گردیده است و بازدهی بلند مدت آنها در یک دوره سه ساله پس از عرضه محاسبه شده است. زمان شروع محاسبه بازدهی بصورت تقویمی بوده و از اولین روز پس از ماه انتشار صورت های مالی سال عرضه می باشد. همچنین میزان ارقام تعهدی اختیاری جاری (DCA) به عنوان شاخص مدیریت سود انتخاب گردیده است. نتایج حاصل از تحقیق نشان می دهد که عرضه اولیه سهام شرکتهایی که هنگام عرضه با استفاده از روش های مدیریت سود، سود خود را متورم نشان می دهند، نسبت به شرکتهایی که سود خود را واقع بینانه نشان می دهند، عملکرد بلند مدت ضعیف تری دارند که نتایج این تحقیق حاکی از عدم تشخیص به موقع کیفیت سود شرکتهای توسط سرمایه گذاران و زود باوری آنها نسبت به ارقام اعلام شده توسط شرکتهاست. نتایج این تحقیق در راستای تحقیقات صورت گرفته در سطح جهان می باشد.

## فهرست مطالب

### ۱- فصل اول : کلیات تحقیق

- ۱-۱) مقدمه ..... ۲
- ۱-۲) عنوان تحقیق ..... ۳
- ۱-۳) تعریف موضوع و بیان مساله تحقیق ..... ۳
- ۱-۴) اهمیت و ضرورت تحقیق ..... ۴
- ۱-۵) اهداف تحقیق ..... ۴
- ۱-۶) فرضیه تحقیق ..... ۵
- ۱-۷) تعریف عملیاتی متغیرها ..... ۵
- ۱-۸) کلیاتی از پیشینه تحقیق ..... ۷
- ۱-۹) قلمرو تحقیق ..... ۹
- ۱-۱۰) نوع تحقیق ..... ۱۰
- ۱-۱۱) ابزار گردآوری داده ها ..... ۱۰
- ۱-۱۲) روش تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها ..... ۱۱

### ۲- فصل دوم : مبانی نظری و پیشینه تحقیق

- ۲-۱) مقدمه ..... ۱۳
- ۲-۲) تعریف مدیریت سود ..... ۱۴
- ۲-۳) انگیزه های مدیریت سود ..... ۱۶
- ۲-۳-۱) انگیزش های بازار سرمایه ..... ۱۶
- ۲-۳-۲) قراردادهای پاداش مدیریت ..... ۱۶

- ۱۷ ..... (۲-۳-۳) قراردادهای وام
- ۱۷ ..... (۲-۳-۴) عرضه اولیه سهام به عموم
- ۱۸ ..... (۲-۴) طبقه بندی مدیریت سود
- ۱۹ ..... (۲-۵) انواع روش های مدیریت سود
- ۲۰ ..... (۲-۶) رویکردهای مدیریت سود
- ۲۱ ..... (۲-۷) اقسام تعهدی و علت به وجود آمدن آن
- ۲۲ ..... (۲-۸) آیا استفاده از اقسام تعهدی در زمان عرضه اولیه سهام به عموم فرصت طلبانه است؟
- ۲۲ ..... (۲-۹) عرضه اولیه عمومی اوراق بهادار
- ۲۳ ..... (۲-۱۰) دلایل عرضه اولیه سهام و ویژگی های آن
- ۲۵ ..... (۲-۱۱) روشهای عرضه اوراق بهادار به عموم
- ۲۶ ..... (۲-۱۱-۱) فرآیند ثبت دفتری
- ۲۸ ..... (۲-۱۱-۲) فرآیند حراج همزمان عرضه اولیه
- ۲۹ ..... (۲-۱۲) کشف قیمت در عرضه های اولیه
- ۳۰ ..... (۲-۱۳) نحوه قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران
- ۳۱ ..... (۲-۱۴) پیشینه تحقیق
- ۳۱ ..... (۲-۱۴-۱) تحقیقات صورت گرفته در زمینه مدیریت سود و عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه در سطح جهان
- ۳۴ ..... (۲-۱۴-۲) تحقیقات در زمینه مدیریت سود و عرضه های اولیه سهام به عموم در ایران

### ۳- فصل سوم : روش تحقیق

- ۴۱ ..... (۱-۳) مقدمه
- ۴۱ ..... (۳-۲) نوع تحقیق
- ۴۲ ..... (۳-۳) فرضیه تحقیق

- ۴۳ ..... (۳-۴) متغیرهای تحقیق
- ۴۶ ..... (۳-۵) روش گردآوری داده ها
- ۴۷ ..... (۳-۶) قلمرو تحقیق
- ۴۷ ..... (۳-۷) نحوه محاسبه اقلام تعهدی
- ۵۱ ..... (۳-۸) نحوه محاسبه بازدهی عرضه های اولیه
- ۵۲ ..... (۳-۹) نحوه محاسبه عملکرد بلندمدت سهام
- ۵۲ ..... (۳-۹-۱) روش اول : مقایسه با شاخص بازار : روش بازده غیرعادی تجمعی
- ۵۴ ..... (۳-۹-۲) روش دوم : مقایسه با شاخص بازار : روش بازده غیرعادی خرید و نگهداری
- ۵۴ ..... (۳-۹-۳) روش سوم : مقایسه با شاخص بازار : روش بازده غیرعادی متوسط ماهانه
- ۵۵ ..... (۳-۹-۴) روش چهارم : روش بازده خرید و نگهداری
- ۵۵ ..... (۳-۹-۵) روش پنجم : مقایسه با شاخص بازار : شاخص متغیر ثروت نسبی
- ۵۶ ..... (۳-۱۰) مدل رگرسیون مقطعی رویداد زمانی
- ۵۷ ..... (۳-۱۱) ارزیابی عملکرد عرضه های اولیه با استفاده از مدل رگرسیونی سه عاملی فاما و فرنچ
- ۶۱ ..... (۳-۱۲) مدل رگرسیون مقطعی روزنیوم
- ۶۲ ..... (۳-۱۳) روش های آماری مورد استفاده و آزمون فرضیه ها
- ۶۳ ..... (۳-۱۴) نمونه تحقیق

#### ۴- فصل چهارم : تجزیه و تحلیل اطلاعات

- ۶۷ ..... (۴-۱) مقدمه
- ۶۷ ..... (۴-۲) آمار توصیفی
- ۶۸ ..... (۴-۳) محاسبه اقلام تعهدی ( شاخص های مدیریت سود )
- ۷۴ ..... (۴-۴) بررسی فرضیه تحقیق

- ۷۵- (۴-۴-۱) روش اول : مقایسه با شاخص بازار؛ روش بازده غیر عادی تجمعی
- ۷۸- (۴-۴-۲) روش دوم : مقایسه با شاخص بازار؛ روش بازده غیر عادی خرید و نگهداری
- ۸۰- (۴-۴-۳) روش سوم : مقایسه با شاخص بازار؛ روش متوسط بازدهی غیر عادی ماهانه
- ۸۳- (۴-۴-۴) روش چهارم : روش بازده خرید و نگهداری
- ۸۶- (۴-۴-۵) روش پنجم : مقایسه با شاخص بازار؛ شاخص متغیر ثروت نسبی
- ۸۸- (۴-۴-۶) مدل رگرسیون مقطعی رویداد زمانی
- ۹۳- (۴-۴-۷) مدل رگرسیون سری زمانی سه عاملی قاما و فرنچ
- ۹۸- (۴-۴-۸) مدل رگرسیون مقطعی روزنبوم
- ۹۹- (۴-۵) تفسیر نتایج

#### ۵- فصل پنجم : نتیجه گیری و پیشنهادات

- ۱۰۲- (۵-۱) مقدمه
- ۱۰۲- (۵-۲) تفسیر نتایج تحقیق
- ۱۰۳- (۵-۳) مقایسه نتایج تحقیق حاضر با نتایج سایر تحقیقات صورت گرفته در سطح ایران و جهان
- ۱۰۷- (۵-۴) پیشنهادات اجرایی
- ۱۰۸- (۵-۵) پیشنهادات برای تحقیقات آتی
- ۱۰۹- ۶- منابع و مأخذ
- ۱۱۴- ۷- پیوست ها

## فهرست جداول

- جدول شماره ۲-۱: خلاصه ای از طبقه بندی مدیریت سود ..... ۱۸
- جدول شماره ۲-۲: خلاصه ای از انواع روش های مدیریت ..... ۲۰
- جدول شماره ۲-۳: نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه های تحقیق ..... ۳۷
- جدول شماره ۳-۱: ترکیبات مختلف شرکتها بر اساس Size و نسبت BV/MV ..... ۵۹
- جدول شماره ۳-۲: حجم عرضه های انجام شده و عرضه های موجود در نمونه ..... ۶۴
- جدول ۴-۱: توزیع فراوانی شرکت های نمونه در دوره زمانی مورد بررسی ..... ۶۷
- جدول ۴-۲: توزیع فراوانی شرکت های نمونه در صنایع مختلف ..... ۶۸
- جدول شماره ۴-۳: برآزش مدل شماره ۴-۱ ..... ۶۹
- جدول ۴-۴: نتایج حاصل از آزمون شماره ۴-۲ ..... ۷۰
- جدول شماره ۴-۵: میانگین DCA شرکت های نمونه در چارک های اول تا چهارم ..... ۷۱
- جدول شماره ۴-۶: نتایج حاصل از آزمون فرض شماره ۴-۳ ..... ۷۲
- جدول شماره ۴-۷: نتایج حاصل از آزمون ۴-۴ ..... ۷۳
- جدول شماره ۴-۸: نتایج حاصل از برآزش مدل ۴-۵ ..... ۷۴
- جدول شماره ۴-۹: بازده غیر عادی تجمعی چارک ها به روش میانگین ساده ..... ۷۵
- جدول شماره ۴-۱۰: نتایج حاصل از آزمون فرض شماره ۴-۶ ..... ۷۶
- جدول شماره ۴-۱۱: بازده غیر عادی تجمعی چارک ها به روش میانگین وزنی ..... ۷۷
- جدول شماره ۴-۱۲: نتایج حاصل از آزمون فرض شماره ۴-۷ ..... ۷۷
- جدول شماره ۴-۱۳: بازده غیر عادی خرید و نگهداری چارک ها به روش میانگین ساده ..... ۷۸
- جدول شماره ۴-۱۴: نتایج حاصل از آزمون فرض شماره ۴-۸ ..... ۷۹

- جدول شماره ۴-۱۵: بازده غیر عادی خرید و نگهداری چارک ها به روش میانگین وزنی ..... ۷۹
- جدول شماره ۴-۱۶: نتایج حاصل از آزمون فرض شماره ۴-۹ ..... ۸۰
- جدول شماره ۴-۱۷: متوسط بازدهی غیر عادی ماهانه چارک ها به روش میانگین ساده ..... ۸۱
- جدول شماره ۴-۱۸: نتایج حاصل از آزمون فرض شماره ۴-۱۰ ..... ۸۲
- جدول شماره ۴-۱۹: متوسط بازدهی غیر عادی ماهانه چارک ها به روش میانگین وزنی ..... ۸۲
- جدول شماره ۴-۲۰: نتایج حاصل از آزمون فرض شماره ۴-۱۱ ..... ۸۳
- جدول شماره ۴-۲۱: بازده خرید و نگهداری چارک ها به روش میانگین ساده ..... ۸۴
- جدول شماره ۴-۲۲: نتایج حاصل از آزمون فرض شماره ۴-۱۲ ..... ۸۴
- جدول شماره ۴-۲۳: بازده خرید و نگهداری چارک ها به روش میانگین وزنی ..... ۸۵
- جدول شماره ۴-۲۴: نتایج حاصل از آزمون فرض شماره ۴-۱۳ ..... ۸۵
- جدول شماره ۴-۲۵: شاخص متغیر ثروت نسبی برای چارک ها به دو روش میانگین ساده و وزنی ..... ۸۶
- جدول شماره ۴-۲۶: عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه در چارک ها به روش میانگین ساده ..... ۸۷
- جدول شماره ۴-۲۷: عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه در چارک ها به روش میانگین وزنی ..... ۸۷
- جدول شماره ۴-۲۸: نتایج حاصل از برازش مدل شماره ۴-۱۴ ..... ۸۹
- جدول شماره ۴-۲۹: نتایج حاصل از حذف متغیرهای بی معنی در مدل شماره ۴-۱۴ ..... ۹۰
- جدول شماره ۴-۳۰: نتایج حاصل از استفاده از متغیرهای AR و MA برای مدل ۴-۱۴ ..... ۹۱
- جدول شماره ۴-۳۱: نتایج حاصل از حذف متغیرهای بدون معنی در جدول ۴-۳۰ ..... ۹۲
- جدول شماره ۴-۳۲: نتایج حاصل از برازش مدل ۴-۱۵ برای پرتفوی بخش ۴-۴-۷ ..... ۹۵
- جدول شماره ۴-۳۲: نتایج حاصل از برازش مدل ۴-۱۵ برای پرتفوی شامل کلیه عرضه ها به روش میانگین ساده ..... ۹۶
- جدول شماره ۴-۳۳: نتایج حاصل از برازش مدل ۴-۱۵ برای پرتفوی شامل کلیه عرضه ها به روش میانگین وزنی ..... ۹۷



- جدول شماره ۲۴-۴: نتایج حاصل از برآزش مدل ۱۶-۴ ..... ۹۸
- جدول شماره ۲۵-۴: نتایج حاصل از برآزش مدل ۱۶-۴ پس از حذف متغیرهای بدون معنی جدول ۲۴-۴ ..... ۹۹
- جدول شماره ۱: شرکتهای موجود در چارک اول تحقیق ..... ۱۱۵
- جدول شماره ۲: شرکتهای موجود در چارک دوم تحقیق ..... ۱۱۶
- جدول شماره ۳: شرکتهای موجود در چارک سوم تحقیق ..... ۱۱۷
- جدول شماره ۴: شرکتهای موجود در چارک چهارم تحقیق ..... ۱۱۸
- جدول شماره ۵: آزمون LM برای مدل برآزش شده در جدول ۲۹-۴ ..... ۱۱۹
- جدول شماره ۶: آزمون LM برای مدل برآزش شده در جدول ۳۱-۴ ..... ۱۱۹
- جدول شماره ۷: نتایج حاصل از برآزش مدل ۱۵-۴ برای پرتفوی (Similar MV, Conservative, Value-) ..... ۱۲۰ (weighted)
- جدول شماره ۸: آزمون LM برای مدل برآزش شده در جدول شماره ۷ بخش پیوست ها ..... ۱۲۰
- جدول شماره ۹: نتایج حاصل از برآزش مدل ۱۵-۴ برای پرتفوی ( , Aggressive , Similar MV) ..... ۱۲۱ (Value-weighted)
- جدول شماره ۱۰: نتایج حاصل از برآزش مدل ۱۵-۴ برای پرتفوی ( , Conservative , Similar BV/MV) ..... ۱۲۱ (Value-weighted)
- جدول شماره ۱۱: آزمون LM برای مدل برآزش شده در جدول شماره ۱۰ بخش پیوست ها ..... ۱۲۲
- جدول شماره ۱۲: نتایج حاصل از برآزش مدل ۱۵-۴ برای پرتفوی ( , Aggressive , Similar BV/MV) ..... ۱۲۲ (Value-weighted)
- جدول شماره ۱۳: نتایج حاصل از برآزش مدل ۱۵-۴ برای پرتفوی ( , Conservative , Similar MV) ..... ۱۲۳ (Equally-weighted)
- جدول شماره ۱۴: آزمون LM برای مدل برآزش شده در جدول شماره ۱۳ بخش پیوست ها ..... ۱۲۳
- جدول شماره ۱۵: نتایج حاصل از برآزش مدل ۱۵-۴ برای پرتفوی ( , Aggressive , Similar MV) ..... ۱۲۴ (Equally-weighted)

جدول شماره ۱۶ : آزمون LM برای مدل برازش شده در جدول شماره ۱۱ بخش پیوست ها ..... ۱۲۴

جدول شماره ۱۷ : نتایج حاصل از برازش مدل ۴-۱۵ برای پرتفوی ( Similar BV/MV,Conservative, )

..... (Equally-weighted) ۱۲۵

جدول شماره ۱۸ : آزمون LM برای مدل برازش شده در جدول شماره ۱۷ بخش پیوست ها ..... ۱۲۵

جدول شماره ۱۹ : نتایج حاصل از برازش مدل ۴-۱۵ برای پرتفوی ( Similar BV/MV,Aggresive, )

..... (Equally-weighted) ۱۲۶

جدول شماره ۲۰ : نتایج حاصل از آزمون LM برای مدل برازش شده جدول شماره ۴-۳۳ ..... ۱۲۶

## فصل اول

### «کلیات تحقیق»

## ۱-۱) 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 آنجائیکه اطلاعات بصورت یکسان در اختیار استفاده‌کنندگان قرار نمی‌گیرد، بین مدیران و سایر استفاده‌کنندگان عدم تقارن اطلاعات ایجاد می‌شود. عدم تقارن اطلاعات وضعیتی است که مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات افشا نشده بیشتری در مورد عملیات و جوانب مختلف شرکت در آینده می‌باشد. همین امر باعث می‌شود که مدیران انگیزه و فرصت مدیریت سود را داشته باشند. شرکتهای IPO<sup>۱</sup> از عدم توجه سرمایه‌گذاران نسبت به ماهیت موقتی افزایش سود به واسطه اقلام تعهدی<sup>۲</sup> سو استفاده می‌کنند و سهام را به قیمت بیش از ارزش واقعی معامله می‌کنند. با توجه به این موضوع که مدیران مجبورند که اقلام تعهدی را در دوره‌های بعد برگردانند، این امر بیانگر احتمال کاهش سود شرکتهای با عملکرد ضعیف در دوره‌های آتی می‌باشد. بنابراین، انتظار می‌رود که کشف مدیریت سود، سبب شود تا سرمایه‌گذاران در برداشت خود از کیفیت سود بازنگری کنند و ارزیابی خود را از عرضه اولیه شرکتهایی که به مدیریت سود بر مبنای اقلام تعهدی می‌پردازند، تعدیل کنند.

با توجه به اینکه مهمترین ملاک تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران جهت انتخاب عرضه‌های اولیه برای سرمایه‌گذاری، سود می‌باشد، و همچنین به دلیل اینکه درصد هر کدام از اجزاء نقدی و تعهدی سود این شرکتها با هم متفاوت می‌باشد، لذا به منظور دستیابی به ابزار دقیق و جدیدی جهت بررسی اطلاعات موجود در صورتهای مالی که منجر به تصمیم‌گیری بهینه سهامداران بالفعل و بالقوه گردد، تحقیق حاضر انجام شده است.

<sup>1</sup> Initial Public Offerings

<sup>2</sup> Accruals

## ۲-۱) عنوان تحقیق

"مدیریت سود و عملکرد بلند مدت عرضه های اولیه سهام : شواهدی از بورس اوراق

بهادار تهران"

## ۳-۱) تعریف موضوع و بیان مسأله تحقیق

در زمان عرضه اولیه سهام به عموم (IPO)، مدیران دارای اطلاعات محرمانه در مورد جریانهای نقدی آتی، فرصتهای سرمایه گذاری و مهارتهای مدیریتی خودشان می باشند. از سوی دیگر، سرمایه گذاران در مورد پیش بینی های مربوط به عرضه های اولیه شرکتها مطمئن نیستند. به دلیل عدم تقارن اطلاعات، شرکتهای IPO ملزم به انتشار اعلامیه پذیره نویسی اوراق بهادار هستند که شامل صورتهای مالی حسابرسی شده چند دوره قبل می باشد. این صورتهای مالی ممکن است به سرمایه گذاران کمک کند تا بتوانند تصمیمات صحیح و مناسب را جهت خرید عرضه اولیه شرکتها اتخاذ نمایند.

آزادی عمل در حسابداری برای مدیران انگیزه هایی را جهت مدیریت سود (EM<sup>3</sup>) در زمان عرضه اولیه سهام به عموم فراهم می کند.

یکی از دلایل ضرورت گزارشگری مالی این است که از طریق آن اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری تعیین می شود. هنگامی که ارقام تعهدی در دوره جاری افزایش می یابند، مدیران شرکتهای IPO می توانند بدون تخطی از قوانین حسابداری، سود را به منظور دستکاری سود دوره جاری از دوره های دیگر قرض بگیرند.

یک ویژگی مهم مدیریت سود بر مبنای ارقام تعهدی، این است که میانگین ارقام تعهدی در طول عمر واحد تجاری برابر صفر می شود. بنابراین، هر گونه ارقام تعهدی بیش از حد معمول

<sup>3</sup> Earning Management

در یک دوره با ارقام تعهدی کمتر از حد معمول در دروره های دیگر باید تهاتر شوند تا مدیران شرکتها نتوانند سود را برای مدت زمان طولانی ، بدون اینکه موضوع کشف شود ، بیش از میزان واقعی گزارش کنند . بنابراین انتظار می رود که شرکتهایی که از آزادی عمل در حسابداری استفاده می کنند ، در صورتهای مالی مربوط به زمان عرضه اولیه سهام خود به عموم به مدیریت سود پردازند . چون این صورتهای مالی بیشترین تاثیر را بر تصمیم گیری سرمایه گذاران خواهد گذاشت .

#### ۴-۱) اهمیت و ضرورت تحقیق

مدیران همواره درباره جریانات نقدی آتی ، فرصتهای سرمایه گذاری و مهارتهای مدیریتی خود اطلاعات محرمانه دارند . از سوی دیگر ، سرمایه گذاران درباره آینده شرکتهای عرضه کننده سهام به عموم اطمینان ندارند . بنابراین انتظار می رود که به کمک نتایج حاصل از انجام این تحقیق ، سرمایه گذاران برداشتهای خود را در مورد کیفیت آتی سود مورد بازنگری قرار دهند و ارزیابی خود را از شرکتهای عرضه کننده اولیه سهام به عموم که به مدیریت سود می پردازند ، تعدیل نمایند .

این تحقیق به بررسی این موضوع می پردازد که آیا مدیران در زمان عرضه اولیه سهام به عموم به مدیریت سود می پردازند ؟ و اینکه آیا بین مدیریت سود و عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه سهام به عموم رابطه معناداری وجود دارد ؟

#### ۵-۱) اهداف تحقیق

اهداف اساسی در این تحقیق عبارتند از :

- فراهم آوردن شواهدی تجربی در رابطه با وجود یا عدم وجود ارتباط بین مدیریت سود و عملکرد بلند مدت عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران .

➤ بررسی توانایی ارقام تعهدی اختیاری در پیش بینی عملکرد بلند مدت عرضه های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران .

#### ۱-۶) فرضیه تحقیق

به منظور بررسی رابطه بین مدیریت سود و عملکرد بلند مدت عرضه های اولیه سهام ، فرضیه تحقیق بصورت زیر بیان می شود :

◀ عرضه اولیه شرکتهای دارای ارقام تعهدی اختیاری جاری بالا ، نسبت به عرضه اولیه شرکتهای دارای ارقام تعهدی اختیاری جاری پایین ، بازدهی بلندمدت کم تری دارند .  
تایید فرضیه تحقیق ، مستلزم وجود مدیریت سود در شرکتهای در زمان عرضه و زود باوری سرمایه گذاران نسبت به ارقام سودهای اعلام شده توسط این شرکتهاست که با تایید فرضیه تحقیق ، وجود مدیریت سود و زود باوری سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران تایید می شود .

#### ۱-۷) تعریف عملیاتی متغیرها

متغیرهای تحقیق به شرح ذیل می باشند :

➤ **عرضه اولیه سهام به عموم**<sup>۴</sup>: به عرضه سهام شرکت ها به عموم، برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران اطلاق می شود.

➤ **بازدهی بلندمدت عرضه های اولیه**<sup>۵</sup>: بازدهی سهام عرضه شده در بورس اوراق بهادار از ابتدای اولین ماه پس از انتشار صورتهای مالی سال عرضه ، تا ۳۶ ماه پس از آن .

➤ **بازدهی شاخص بازار**: بازدهی ماهانه شاخص قیمت و بازده نقدی<sup>۶</sup> ، در طول دوره ای که بازدهی بلندمدت عرضه های اولیه محاسبه می شود.

<sup>4</sup> Initial Public offerings

<sup>5</sup> Long-Run Raw Returns

<sup>6</sup> Tedpix

- **عملکرد بلندمدت عرضه های اولیه<sup>۷</sup>**: تفاوت بین میانگین بازدهی بلندمدت عرضه های اولیه و میانگین بازدهی شاخص انتخاب شده در طی همان دوره.
- **مدیریت سود<sup>۸</sup>**: قضاوت مدیران در گزارشگری مالی و شکل دهی معاملات به منظور دستکاری گزارشهای مالی با هدف گمراه کردن برخی افراد ذینفع در رابطه با عملکرد اقتصادی شرکت و یا تاثیر گذاری بر نتایج قراردادی که به ارقام حسابداری گزارش شده بستگی دارند.
- **گزارشگری مالی<sup>۹</sup>**: ارائه اطلاعات مالی در مورد وضعیت مالی، نتایج عملکرد و گردش وجوه نقد واحد تجاری در طی یک دوره حسابداری به اشخاص ذینفع.
- **اقلام تعهدی اختیاری جاری<sup>۱۰</sup>**: اقلام تعهدی جاری از طریق کسر {داراییهای جاری - وجوه نقد} از {بدهیهای جاری - سررسید جاری بدهیهای بلند مدت} تعیین می شوند. اقلام تعهدی جاری به دو بخش اختیاری و غیر اختیاری تفکیک می شوند. از آنجاییکه اقلام تعهدی غیر اختیاری جاری توسط قوانین، نهادها و شرایط اقتصادی محدود می شوند، فقط اقلام تعهدی اختیاری جاری مشمول مدیریت قرار می گیرند.
- **بازدهی مازاد عرضه های اولیه $(R_{ipo}-R_f)$** : بازدهی ماهانه سهام عرضه شده منهای نرخ بهره بدون ریسک ماهانه.
- **بازدهی مازاد بازار $(R_m - R_f)$** : بازدهی ماهانه شاخص بازار منهای نرخ بهره بدون ریسک ماهانه.

<sup>7</sup> After market Performance

<sup>8</sup> Earning management

<sup>9</sup> Financial Reporting

<sup>10</sup> Discretionary Current Accruals (DCA)



➤ تفاوت بازدهی شرکت های بورسی کوچک و بزرگ<sup>۱۱</sup> (SMB) : تفاوت میانگین ماهانه

بازدهی های پرتفوی شرکت های کوچک و بزرگ.

▪ معیار در نظر گرفته شده برای اندازه<sup>۱۲</sup> شرکت، ارزش بازار شرکت<sup>۱۳</sup> (تعداد سهام

ضرب در قیمت بازار سهام) می باشد.

➤ تفاوت بازدهی شرکت های بورسی دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری بالا

و پایین<sup>۱۴</sup> (HML) : تفاوت میانگین ماهانه بازدهی پرتفوی شرکت های با نسبت ارزش

دفتری به ارزش بازار بالا و میانگین ماهانه بازدهی پرتفوی شرکت های با نسبت ارزش

دفتری به ارزش بازار پایین.

▪ نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری<sup>۱۵</sup> عبارت است از نسبت ارزش دفتری حقوق

صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

#### ۸-۱) کلیاتی از پیشینه تحقیق

در بسیاری از تحقیقات صورت گرفته ، استفاده از مدیریت سود در ارتباط با اوراق بهادار عرضه

شده در ایالات متحده را به اثبات رسانده اند . فریدلن<sup>۱۶</sup> (۱۹۹۴) تحقیقی را در رابطه با

مدیریت سود در زمینه عرضه اولیه سهام به عموم بین سالهای ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۴ با استفاده از

مدل تعدیل شده دی آنجلو<sup>۱۷</sup> انجام داده است . او دریافت که شرکت ها درست قبل از تبدیل

<sup>11</sup> Small Minus Big

<sup>12</sup> Size

<sup>13</sup> Market Capitalization

<sup>14</sup> High Minus Low Over

<sup>15</sup> Book Equity /Market Equity

<sup>16</sup> Friedlan, J.M.

<sup>17</sup> DeAngelo

شدن به سهامی عام، سود خود را افزایش می دهند. در مقابل، آهارونی و همکاران<sup>۱۸</sup> (۱۹۹۳) مدیریت سود را در زمینه عرضه اولیه سهام به عموم بین ۲۲۹ شرکت صنعتی آمریکایی در دوره زمانی بین سالهای ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷ بررسی کردند. در این تحقیق از مدل دی آنجلو استفاده کردند و هیچ مدرکی دال بر دستکاری ارقام تعهدی نیافتند. مگنان و کرمیر<sup>۱۹</sup> (۱۹۹۷) نشان دادند که شرکت های در شرف عرضه کانادایی گامهای سنجیده و حساب شده ای در جهت جابجایی ارقام سود گزارش شده در زمان عرضه اولیه سهام به عموم به منظور فریب بازار برداشته اند. تئو، ولچ و وانگ<sup>۲۰</sup> (۱۹۹۸) و تئو، وانگ و رائو<sup>۲۱</sup> (۱۹۹۸) مدیریت سود را در طی سال عرضه و بازده های آتی سهام را مورد بررسی قرار دادند. آنها یک رابطه منفی بین ارقام تعهدی غیر عادی اندازه گیری شده در طی سال عرضه و بازده های سهام در دوره سه ساله پس از عرضه کشف کردند.

در بازار اسپانیا شواهد مناسبی در رابطه با عملکرد بلند مدت عرضه های اولیه سهام شرکتها به عموم بدست نیامده است. از یک سو، آلوارز و گنزالس (۲۰۰۵) در دوره بین سالهای ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۷ نمونه ای متشکل از ۵۶ عرضه اولیه را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند و تایید کردند که وجود بازده های غیر عادی بلندمدت عرضه های صورت گرفته به روش تحقیق بکار گرفته شده بستگی دارد. از سوی دیگر، فارینوس (۲۰۰۱) نمونه ای متشکل از ۱۸ عرضه اولیه سهام به عموم در دوره بین سال های ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۷ را تجزیه و تحلیل کرد و تایید کرد که میانگین بازده غیر عادی ماهانه عرضه اولیه شرکتها در دوره پس از عرضه از لحاظ آماری معنی دار نمی باشد.

<sup>18</sup> Aharony, J.; C.J. Lin & M.P. Loeb

<sup>19</sup> Magnan, M. & D. Cormier

<sup>20</sup> Teoh, S.H., I. Welch & T.J. Wong

<sup>21</sup> Teoh, S.H., T.J. Wong & G.R. Rao

در ایران، تنها تحقیقی که در زمینه ارتباط بین مدیریت سود و عرضه های اولیه صورت گرفته است، تحقیق ابراهیمی کردلر و حسنی آذربایانی با عنوان "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" می باشد که نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که میانگین ارقام تعهدی اختیاری جاری در سال قبل از عرضه و سال عرضه نسبت به سالهای پس از عرضه بیشتر است که این وضعیت بیانگر تایید مدیریت سود در سال قبل از عرضه و سال عرضه می باشد. از دیگر نتایج این تحقیق این است که یک رابطه مثبت بین ارقام تعهدی اختیاری جاری و بازده غیرعادی بلندمدت عرضه های اولیه سهام مشاهده گردید.

#### ۹-۱) قلمرو تحقیق (زمانی، مکانی، موضوعی)

- از لحاظ موضوعی، قلمرو این تحقیق در ارتباط با بررسی رابطه بین مدیریت سود و عملکرد بلند مدت عرضه های اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.
- قلمرو مکانی پژوهش عرضه های اولیه صورت گرفته در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.
- قلمرو زمانی تحقیق شامل شرکت هایی است که سهام آنها از ابتدای سال ۱۳۷۸ تا انتهای سال ۱۳۸۴ برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه شده است. از جهت دیگر با توجه به اینکه می خواهیم بازده بلند مدت عرضه های اولیه را حداقل تا سه سال بعد از زمان عرضه در بورس بدست آوریم داده های آماری مورد نیاز ما، محدوده زمانی ابتدای سال ۱۳۷۸ تا انتهای سال ۱۳۸۸ را در بر می گیرد.

#### ۱۰-۱) نوع تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، مکان و روش تحقیق به صورت زیر می باشد:

الف) این پژوهش از نظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است.

ب) این پژوهش از نظر روش، در زمره تحقیقات پس رویدادی بر اساس داده های مشاهده شده قرار دارد و عناصر و متغیرهای پژوهش و نحوه ارتباط میان آنان را توصیف می کند.

### ۱۱-۱) ابزار گردآوری داده ها

در این تحقیق گردآوری داده ها و اطلاعات در دو مرحله صورت می گیرد:

در مرحله اول، برای جمع آوری و تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه ای شامل بکارگیری کتب، مقالات، مجلات، گزارشات تحقیقی، مدارک و اسناد موجود و اینترنت استفاده شده است.

در مرحله دوم، برای گردآوری داده ها از بانک اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت <http://www.irbourse.com> و نرم افزارهای ره آورد نوین و تدبیرپرداز در بازارهای مالی استفاده شده است. همچنین در گردآوری داده های مورد نیاز از آمارنامه های بانک مرکزی، گزارش های ارائه شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت مرکز پژوهش و مطالعات اسلامی (<http://www.rdis.ir>) نیز استفاده شده است.

ما در این تحقیق تنها عرضه های اولیه سهام عادی را مورد بررسی قرار می دهیم و عرضه های سایر اوراق بهادار نادیده گرفته می شود.

### ۱۲-۱) روش تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

تصمیم گیری در خصوص اطلاعات بدست آمده، مستلزم استفاده از روشها و فنون آماری است تا بتوان از روشهای کمی و سطح اطمینان خاص و استانداردهای پذیرفته شده، در خصوص سوالات و فرضیه های تحقیق، حکمی مبتنی بر مبانی علمی صادر نمود.