

تأثیر مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌گذاری مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام

اسفندیار دشمن‌زیاری*

مریم اکبری‌فرد**

چکیده

هدف این تحقیق بررسی تأثیر مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌گذاری مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام است. قلمرو مکانی این تحقیق کلیه شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ بوده است. در این تحقیق، سیاست‌گذاری مالی (شیوه تقسیم سود و شیوه تأمین مالی) متغیر مستقل و مدیریت سود متغیر وابسته و سرمایه‌گذاران نهادی متغیر تعدیل‌گر در نظر گرفته شد. بر اساس روش نمونه‌گیری هدفمند تعداد ۱۴ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. نتایج تحقیق نشان داد ضریب برآوردی متغیر شیوه تقسیم سود بر مدیریت سود شرکت برابر با ۰/۲۹۴ است که نشان می‌دهد بین متغیر شیوه تقسیم سود و مدیریت سود رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد؛ یعنی با افزایش سود تقسیمی، مدیریت سود افزایش می‌یابد. مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه تأمین مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیر دارد. ضریب برآوردی متغیر هم‌افزایی سرمایه‌گذاران نهادی شیوه تأمین مالی بر مدیریت سود برابر با ۱/۶۶۶- است که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مثبت بین شیوه تأمین مالی و مدیریت سود را خنثی می‌کنند.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی، سیاست‌گذاری مالی، مدیریت سود، عرضه عمومی اولیه سهام

* استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

Doshmanziari@gmail.com

** دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اسلامشهر، تهران، ایران

Makbari.fard@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۹۸/۵/۲۸

تاریخ دریافت: ۹۸/۱/۱۶

فصلنامه راهبرد، سال بیست‌وهشتم، شماره نودودو، پاییز ۱۳۹۸، صص ۱۶۹-۱۵۱

مقدمه

به تازگی موضوع راهبری شرکتی در سطح بین‌المللی نیز توجه زیادی را به خود جلب کرده است (گا،^۱ ۲۰۱۷: ۲۵). به ویژه پس از رسوایی‌های مالی شرکت‌های معتبر و شناخته‌شده‌ای مثل انرون و ورلدکام در سال ۲۰۰۲، تاکنون تحقیقات زیادی در زمینه حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی انجام شده است (روهاید،^۲ ۲۰۱۱: ۶۶). بسیاری از محققان، ورشکستگی این شرکت‌های بزرگ را ناشی از ضعف حاکمیت شرکتی در آنها می‌دانند. با وقوع این رویدادها کیفیت صورت‌های مالی مورد تردید قرار گرفت. روداک و همکاران^۳ (۲۰۱۶) اعتقاد دارند که سیستم‌های سازوکار حاکمیت شرکتی مناسب منجر به تقویت و مهارت مدیران و کمیته حسابرسی شده و نظارت مؤثر بر فعالیت‌های مدیران اجرایی را عملی نموده و در نهایت این امر منجر به بهبود کیفیت صورت‌های مالی از طریق محدود ساختن فرصت‌های مدیریت سود می‌شود (یگانه و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۱).

در پی رسوایی‌های مالی اخیر، اطمینان و اعتماد سرمایه‌گذاران به سیستم گزارشگری مالی تضعیف شده و کیفیت سود به عنوان یک عامل مهم در تعیین اعتبار و قابلیت اعتماد ارقام گزارش شده، پدیدار گشت. سود حسابداری مبتنی بر ارقام تعهدی از نظر بسیاری از کاربران اطلاعات صورت‌های مالی، ابزاری برای سنجش عملکرد شرکت‌ها محسوب می‌شود (کیوو و همکاران، ۲۰۱۱: ۴۶).

تفکیک مالکیت از مدیریت از مهم‌ترین ویژگی شرکت‌های سهامی است. بر

1. Ga

2. Ruhaida

3. Rudak et al

این اساس برای مدیران امکان دسترسی انحصاری به بخشی از اطلاعات و نیز تهیه و ارائه اطلاعاتی همچون اطلاعات مالی به وجود آمده است. این ویژگی و نیز ویژگی‌های حسابداری تعهدی به خاطر وجود معوقات (باقیمانده تفاوت سود نقدی و سود تعهدی) و انگیزه‌هایی همچون پاداش، هموارسازی سود و مقررات‌گریزی، این امکان و انگیزه را برای مدیران به وجود می‌آورد تا در جهت منافع خود و در تضاد با منافع سایر گروه‌ها اطلاعات را دستکاری کنند یا به اصطلاح دست به اعمال مدیریت سود بزنند. نکته اصلی این است که روش‌های متعددی برای مدیریت سود وجود دارد و مدیر برای مدیریت سود خالص گزارش شده در چارچوب استانداردهای حسابداری آزادی عمل وسیعی دارد (حساس یگانه و یزدانیان، ۱۳۹۳: ۲۴).

اصطلاح عرضه عمومی اولیه عبارت است از این که یک شرکت برای نخستین بار در دوران فعالیتش اقدام به عرضه سهام به عموم می‌نماید و از حالت خصوصی به حالت سهامی عام تبدیل شود. یکی از مسائلی که در این زمینه مطرح است، ناهنجاری‌های مربوط به عرضه عمومی اولیه سهام می‌باشد که به دلیل اهمیت آن، موضوع پژوهش‌های بسیاری واقع شده است. تحقیقات نشان می‌دهد که یکی از این ناهنجاری هنگام عرضه عمومی اولیه سهام، مدیریت سود توسط مدیران است تا از این طریق بتوانند به سودهای پیش‌بینی شده خود که بیش از واقع ارزیابی شده‌اند، دست یابند و سهام شرکت را به قیمتی بالاتر از ارزش واقعی آن به فروش برسانند. بنابراین شناسایی سازوکارهایی که بتواند در کاهش مدیریت سود و تضاد منافع موجود بین ذینفعان اثربخش باشد، بسیار حائز اهمیت است. این امر منجر به ایجاد بحث‌های متعددی شده است که سرمایه‌گذاران نهادی از اصلی‌ترین آنهاست (کورمیر و همکاران، ۲۰۱۲: ۱۰).

سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بر بخش درخور توجهی از سهام شرکت‌ها، دارای نفوذ قابل ملاحظه‌ای بر آنها هستند؛ ضمن آنکه محرک‌هایی برای نظارت بر رویه‌های شرکت‌ها (شامل رویه‌های حسابداری) دارند. رویه‌های

حسابداری محافظه‌کارانه، مدیران را از رفتار فرصت‌طلبانه و خوش‌بینی بیش از حد در ارائه سود باز داشته، سبب گزارش سودهای قابل‌اتکاتری می‌شود. با توجه به این موضوع که سرمایه‌گذاران نهادی مشابه هم نیستند و تاثیر متفاوتی بر رویه‌های حسابداری شرکت‌ها دارند، با طبقه‌بندی سرمایه‌گذاران نهادی به فعال و منفعل، ارتباط انواع مختلف مالکیت نهادی و مدیریت سود نیز مورد بررسی قرار گرفته است. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند فرصت‌های مدیریت سود را کاهش و در نتیجه کیفیت سود را افزایش دهند. سازوکارهای حاکمیت شرکتی به مرور زمان به وجود می‌آیند. هدف از این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌گذاری مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیرگذار است؟

۱. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

سهامداران نهادی در کشور ما از مهم‌ترین سهامداران کنترل‌کننده هستند. مدیران منصوب سهامداران نهادی، نفوذ قابل‌توجهی بر هیئت مدیره دارند. بنابراین سهامداران نهادی که عضو هیئت مدیره نیز هستند، می‌توانند به عنوان بخشی از فرایند تصمیم‌گیری داخلی، بر شرکت کنترل داشته باشند. این مدیران به عنوان نمایندگان سهامداران اصلی بر مدیریت نظارت می‌کنند و اطمینان می‌دهند که شرکت در جهت منافع بهینه خود هدایت می‌شود. در حالی که مطالعات اخیر نشان می‌دهد سهامداران نهادی در سراسر دنیا در حال گسترش هستند، هنوز به اندازه کافی در مورد تأثیر نفوذ سهامداران نهادی در هیئت مدیره و کمیته حسابرسی به عنوان مدیر تحقیق نشده است (خانی و همکاران، ۱۳۹۴: ۶۶). با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی در تخصیص سرمایه شرکت‌ها و نقش آنها در اداره شرکت، به دست آوردن درک درستی از اینکه حضور آنها در هیئت مدیره چه تأثیری بر کیفیت سود خواهد گذاشت و همچنین یافتن سازوکارهایی که بتواند مانعی برای مدیریت سود در زمان عرضه عمومی اولیه سهام شود و از سرمایه‌گذاران حمایت کند، ضروری به نظر می‌رسد.

جامی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی رابطه برخی از سازوکارهای

حاکمیت شرکتی به عنوان شاخص‌های تأثیرگذار بر سیاست‌های مالی و اقتصادی و سیاست‌های تقسیم سود پرداختند. نتایج این تحقیق مبین این موضوع است که افزایش نسبت مالکیت نهادی موجب افزایش نسبت سود تقسیمی می‌شود. همچنین استقلال هیئت مدیره (نسبت اعضای غیرموظف) سبب کاهش سود سهام پرداختی می‌گردد. همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که افزایش سود پرداختی شرکت‌های بورسی در شرایط دوگانگی مدیرعامل و رئیس / نایب‌رئیس هیئت مدیره و نیز در صورت افزایش اندازه هیئت مدیره بوده که این نتایج از نظر آماری، از معنی‌داری لازم برخوردار نیست.

نوروزی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر پرداختند. به منظور اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از معیار شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده شده است. در این راستا، نمونه‌ای متشکل از ۷۲ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و با استفاده از مدل رگرسیونی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. در حالت کلی در سطح اطمینان ۹۵٪ نتایج نشان می‌دهد که بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

رضایی و محمدزاده (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها و بحران مالی پرداختند. برای ارزیابی حاکمیت شرکتی شرکت‌های تحت بررسی، از چهار بعد افشا و شفافیت، ترکیب هیئت مدیره، حق رأی سهامداران، ساختار مالکیت و کنترل استفاده شده است. نمونه مورد بررسی شامل ۱۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. شاخص Q توبین، بازده کل دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام برای سنجش عملکرد و همچنین، شاخص رتبه Z برای سنجش بحران مالی استفاده شد. برای بررسی رابطه بین متغیرها از مدل رگرسیون

خطی چندمتغیره استفاده شده است. نتایج به دست آمده دلالت بر این دارد که کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر معنی‌داری بر بازده کل دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان و ارزش شرکت دارد. همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر معنی‌داری بر بحران مالی ندارد.

جلایی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی اثر شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی بر محدود کردن مدیریت سود با استفاده از معاملات غیرمعمول با اشخاص وابسته در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان داد حاکمیت شرکتی بر معاملات غیرمعمول با اشخاص وابسته تأثیر معناداری دارد. این نتیجه نشان‌دهنده اهمیت توجه به حاکمیت شرکتی و تلاش در جهت بهبود آن و کمک به بهبود مدیریت سود می‌باشد. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان داد حاکمیت شرکتی بر معاملات غیرمعمول با اشخاص وابسته تأثیر معناداری دارد. این نتیجه نشان‌دهنده اهمیت توجه به حاکمیت شرکتی و تلاش در جهت بهبود آن و کمک به بهبود مدیریت سود است.

افلاطونی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر مدیریت سود بر عملکرد مدل‌های ارزش‌گذاری مبتنی بر سود حسابداری پرداخت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در شرکت‌های مشکوک به مدیریت سود، عملکرد مدل سود باقیمانده به صورت معناداری کمتر از مدل جریان وجوه نقد تنزیل شده است.

شفیع‌پور و جلالی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی عوامل موثر بر ارزش‌گذاری و رفتار سرمایه‌گذاران در زمان عرضه عمومی اولیه سهام پرداختند. یکی از این عوامل اثر گذار، اقلام تعهدی اختیاری است. برای ارزیابی اثر «مدیریت سود قبل از عرضه عمومی اولیه» بر «ساختار مالکیت شرکت‌ها پس از عرضه عمومی اولیه» از ویژگی‌هایی نظیر کیفیت اقلام تعهدی، جمع دارایی‌ها، رشد فروش‌ها و اهرم مالی آن استفاده می‌شود. برای این منظور داده‌های مربوط به ۱۰۱ شرکت که بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۹ عرضه اولیه داشتند، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که اقلام تعهدی اختیاری قبل از عرضه اولیه توانایی توضیح‌دهندگی

ساختار مالکیت شکل گرفته پس از عرضه را دارد، اما معکوس آن برقرار نیست. به عبارت دیگر دلیلی برای رد رابطه مستقیم میان اقلام تعهدی اختیاری قبل از عرضه با ساختار مالکیت یافت نشد. از این رو از آنجا که با افزایش مدیریت سود قبل از عرضه، درصد مالکیت نهادی افزایش یافته است، می‌توان نتیجه گرفت که عوامل مهم دیگری به غیر از اقلام تعهدی اختیاری در تصمیمات سرمایه‌گذاران نهادی موثر است.

لیو (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و مدیریت سود پرداخت. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین سهامداران نهادی و مدیریت سود رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

کیم و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی هزینه نمایندگی بدهی پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین سهامداران نهادی هزینه نمایندگی بدهی رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

لو و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت سود شرکت‌های عرضه عمومی اولیه سهام پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت سود شرکت‌های عرضه عمومی اولیه سهام تأثیرگذار است.

گنزالز و گارسیا مکا^۱ (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر شاخص افشای حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بازارهای آمریکای لاتین پرداختند. هدف از این پژوهش بررسی رابطه بین شاخص افشای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود می‌باشد. برای اندازه‌گیری مدیریت سود در این پژوهش از اقلام تعهدی احتیاطی استفاده شده است. همچنین در این تحقیق از نمونه شرکت‌های غیر مالی آمریکای لاتین طی دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین مالکیت داخلی و اقلام تعهدی احتیاطی رابطه غیرخطی وجود دارد و همچنین بهبود در اثربخشی شاخص افشای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش مدیریت سود خواهد شد.

کارمیر و همکاران^۱ (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر شاخص افشای حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در شرکت‌های عرضه عمومی اولیه سهام پرداختند. تحقیقات پیشین ارائه دادند که مدیران باید از مدیریت سود جهت پیش‌بینی داوطلبانه سود استفاده کنند. در این پژوهش به مدیریت سود انجام‌شده در عرضه عمومی اولیه کشور کانادا و مطالعه اینکه کدام شرکت سیستم حاکمیت شرکتی بهتر از مدیریت سود جهت دستیابی به پیش‌بینی سود استفاده می‌کند، پرداخته شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌هایی که از شاخص افشای حاکمیت شرکتی بهتری برخوردارند، کمتر به پیش‌بینی داوطلبانه سود در عرضه عمومی اولیه می‌پردازند.

کومار و همکاران^۲ (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان افشای داوطلبانه و تحریف سرمایه‌گذاری واقعی در شرکت‌های عرضه عمومی اولیه سهام، تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر قیمت‌گذاری کمتر از اندازه شرکت‌های عرضه عمومی اولیه سهام را نیز مورد آزمون قرار دادند. شواهد حاکی از آن است که بین افشای داوطلبانه و قیمت‌گذاری کمتر از حد در شرکت‌های عرضه عمومی اولیه سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین افزایش افشا و کاهش قیمت‌گذاری کمتر از اندازه منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه می‌شود و افزایش قیمت‌گذاری کمتر از اندازه و کاهش افشا منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر از اندازه می‌شود (کومار و همکاران، ۲۰۱۴: ۱).

۲. روش تحقیق

روش تحقیق، توصیفی است که با استفاده از رگرسیون ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته سنجیده می‌شود. این تحقیق از نوع کاربردی است و می‌توان نتیجه آن را به آینده تسری داد و همچنین از نوع تحقیقات پس‌رویدادی به حساب می‌آید. صورت‌های مالی شرکت‌ها شامل ترازنامه، صورت سود و زیان، صورت جریان وجوه نقد و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی در پایان هر

1. Cormier et al

2. Kumar et al

سال مالی (۲۹ اسفند ماه) به عنوان ابزار تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های بین ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. به دلیل محدوددن جامعه آماری تحقیق، از روش نمونه‌گیری هدفمند استفاده شد که تعداد ۱۴ شرکت دارای عرضه اولیه سهام در بازه زمانی تحقیق انتخاب گردید.

فرضیه اصلی: مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌گذاری مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام، تأثیرگذار است.

فرضیه ۱-۱: مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه تقسیم سود سهام بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام، تأثیر دارد.

فرضیه ۱-۲: مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه تأمین مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام، تأثیر دارد.

مدل تحقیق

$$DAD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IO_{it} + \alpha_2 DP_{it} + \alpha_3 (IO_{it} \times DP_{it}) + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 Leverage_{it} + \alpha_6 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$DAD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IO_{it} + \alpha_2 Finance_{it} + \alpha_3 (IO_{it} \times Finance_{it}) + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 Leverage_{it} + \alpha_6 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل تحقیق به شرح زیر است: نگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

DAD_{it} : مدیریت سود

IO_{it} : سرمایه‌گذاران نهادی

DP_{it} : شیوه تقسیم سود

$Finance_{it}$: تأمین مالی

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت

$Leverage_{it}$: اهرم مالی

MTB_{it} : ارزش بازار به دفتری

ε_{it} : سطح خطا (لو و همکاران، ۲۰۱۷)

تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

مدیریت سود (متغیر وابسته):

در این پژوهش برای اندازه‌گیری مدیریت سود، از مدل تعدیل شده جونز استفاده می‌شود که قادر به حل مسئله پژوهش حاضر است. این مدل به شرح زیر است:

$$\frac{TAC_{it}}{TA_{it-1}} = a_0 \left(\frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \frac{a_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{TA_{it-1}} + a_2 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right) + e_{it}$$

TAC_{it} : جمع اقلام تعهدی (سود قبل از اقلام غیرمترقبه منهای جریان‌های

نقدی عملیاتی) در سال t برای شرکت تحت مطالعه i

TA_{it-1} : جمع دارایی‌ها در سال $t-1$ برای شرکت تحت مطالعه i

ΔREV_{it} : تغییرات درآمد طی سال $t-1$ تا t برای شرکت تحت مطالعه i

ΔREC_{it} : تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتی طی سال‌های $t-1$ تا t برای

شرکت تحت مطالعه i

PPE_{it} : مبلغ ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در سال t برای شرکت

تحت مطالعه i

سپس این ضرایب برآوردی حاصل از رگرسیون‌های شرکت تحت مطالعه برای برآورد میزان اقلام تعهدی مدیریت شده برای هر شرکت نمونه از طریق کسر نمودن اقلام تعهدی مدیریت‌نشده از جمع اقلام تعهدی به شرح زیر به دست می‌آید:

$$TEAM_{it} = \frac{TAC_{it}}{TA_{it-1}} - a_0 \left(\frac{1}{TA_{it-1}} \right) + \frac{a_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})}{TA_{it-1}} + a_2 \left(\frac{PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right)$$

$TEAM_{it}$: اجزای مدیریت‌شده اقلام تعهدی شرکت تحت مطالعه i در سال t که

معادل جمع اقلام تعهدی اختیاری است.

شیوه تقسیم سود (متغیر مستقل):

نسبت سود تقسیمی به حقوق صاحبان سهام

تأمین مالی (متغیر مستقل):

میانگین نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی‌های شرکت

سرمایه‌گذاران نهادی (متغیر تعدیل‌گر):

درصد سهام نگهداری‌شده توسط سهامداران نهادی شرکت‌ها

اندازه شرکت (متغیر کنترلی):

لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت

اهرم مالی (متغیر کنترلی):

نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

ارزش بازار به دفتری (متغیر کنترلی):

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

۳. یافته‌های پژوهش

با توجه به داده‌های این آمار توصیفی، مشاهده می‌گردد که مقدار میانگین متغیر مدیریت سود عدد ۰/۷۲۳، سرمایه‌گذاران نهادی ۰/۶۰۳، شیوه تقسیم سود ۰/۱۱۰، تأمین مالی ۰/۱۲۳، اندازه شرکت ۱۲/۲۲۵، اهرم مالی ۰/۵۷۸ و ارزش بازار به ارزش دفتری ۱/۳۱۸ می‌باشد.

جدول ۱. شاخص‌های مرکزی و پراکنندگی هر یک از متغیرهای تحقیق

نام متغیر	مدیریت سود	سرمایه‌گذاران نهادی	شیوه تقسیم سود	تأمین مالی	اندازه شرکت	اهرم مالی	ارزش بازار به دفتری
میانگین	۰/۷۲۳	۰/۶۱۵	۰/۱۱۰	۰/۱۲۳	۱۲/۵۲۴	۰/۵۷۸	۱/۳۱۸
میانه	۰/۲۹۲	۰/۶۰۳	۰/۱۹۳	۰/۱۵۷	۱۲/۲۲۵	۰/۶۲۹	۱/۶۰۱
حداکثر	۳/۲۴۲	۰/۹۱۶	۰/۳۵۵	۱/۴۲۸	۱۴/۹۰۴	۰/۹۵۵	۵/۹۱۷
حداقل	-۰/۵۴۱	۰/۰۷۶	-۰/۰۴۷	۳/۱۱۷	۱۲/۲۹۵	۰/۱۲۰	-۰/۰۶۰
انحراف معیار	۱/۰۲۸	۰/۲۱۶	۰/۲۶۴	-۰/۵۲۰	۱/۳۶۹	۰/۳۰۳	۱/۲۸۴
چولگی	۱/۲۳۱	-۰/۴۴۷	-۰/۴۹۶	-۱/۶۹۸	۰/۲۶۹	-۰/۲۱۶	۲/۶۲۹
کشیدگی	۳/۵۶۲	۲/۹۱۹	۲/۰۳۱	۹/۴۷۸	۲/۰۲۵	۱/۵۴۴	۹/۹۴۳

آزمون F لیمر

جدول ۲. نتایج آزمون F لیمر فرضیه‌های پژوهش

آزمون	آماره	درجه آزادی	سطح معناداری
F لیمر	۵۶۰۲۲۵۱	(۱۳،۷۹)	۰،۰۰۰۸

*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به نتایج آزمون F لیمر چون احتمال به دست آمده از ۰/۰۵ کوچک‌تر است، فرض H_0 مبنی بر پولینگ بودن داده‌ها رد می‌شود. بنابراین با توجه به آزمون لیمر، داده‌ها پانل می‌باشد.

آزمون هاسمن

بعد از این که مشخص شد ناهمگنی در مقاطع وجود دارد و تفاوت‌های فردی قابل لحاظ کردن است و روش داده‌های ترکیبی برای برآورد مدل پژوهش مناسب است، باید مشخص شود که خطای تخمین، ناشی از تغییر در مقاطع است یا این که در طی زمان رخ داده است. در نحوه در نظر گرفتن چنین خطاهایی با دو اثر ثابت و اثر تصادفی استفاده می‌شود. در آزمون هاسمن، فرضیه صفر آن مبتنی بر تصادفی بودن خطاهای برآوردی است که نتایج آن در جدول زیر انعکاس یافته است.

جدول ۳. نتایج آزمون هاسمن فرضیه‌های پژوهش

آزمون هاسمن	آماره	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
هاسمن	3.461151	9	0.0063	اثرات ثابت (FE)

*سطح خطای ۵ درصد

با توجه به آزمون هاسمن احتمال به دست آمده کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین باید در مدل رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت استفاده شود.

بررسی ناهمسانی واریانس

جدول ۴. نتایج آزمون ناهمسانی آرچ LM مدل تحقیق

آزمون LM	شرح	مقدار آماره	سطح معناداری
LM	آماره F	۰/۶۷۱۵۴۸	۰/۱۶۱۶

با توجه به جدول ۴ آماره F آزمون در سطح ۵ درصد معنادار نیست، بنابراین فرض همسانی واریانس تأیید شده و ناهمسانی واریانس جملات اخلال رد می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول

مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه تقسیم سود سهام بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیر دارد.

جدول ۵. آزمون رگرسیون و معناداری مدل فرضیه اول

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰/۶۵۲	۰/۱۷۴	۳/۷۴۷	۰/۰۲۶۹
سهامداران نهادی	-۰/۰۶۲	۰/۴۳۲	-۴/۷۷۳	۰/۰۰۱۵
شیوه تقسیم سود	۰/۲۹۴	۰/۰۵۱	۵/۷۶۴	۰/۰۱۵۷
سهامداران نهادی* شیوه تقسیم سود	-۰/۳۰۱	۰/۰۷۴	-۴/۰۶۷	۰/۰۳۹۶
اهرم مالی	۰/۳۴۲	۰/۲۴۱	۱/۴۱۹	۰/۰۸۵۱
ارزش بازار به دفتری	-۰/۳۶۳	۰/۳۳۸	-۱/۰۷۳	۰/۱۶۰۲
اندازه شرکت	۱/۸۱۷	۰/۲۲۳	۸/۱۴۷	۰/۰۰۰۳
دوربین - واتسون	۰/۶۰	ضریب تعیین شده	آماره F	سطح معناداری
۲,۱	۰/۶۰	۰/۵۸	۶۲/۳۰۳۲۸	**۰/۰۰۰

*سطح خطای ۵ درصد و **سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جدول ۵، آماره دوربین - واتسون برابر با ۲,۱ می‌باشد و این نشان می‌دهد بین خطاها همبستگی وجود ندارد؛ چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل‌شده این آزمون برابر با ۰/۵۸ است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می‌توانند ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته (مدیریت سود) را پیش‌بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می‌توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب است.

ضریب برآوردی متغیر شیوه تقسیم سود بر مدیریت سود شرکت برابر با ۰/۲۹۴ است که نشان می‌دهد بین متغیر شیوه تقسیم سود و مدیریت سود رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد؛ یعنی با افزایش سود تقسیمی، مدیریت سود افزایش می‌یابد. ضریب برآوردی متغیر هم‌افزایی سرمایه‌گذاران نهادی* شیوه تقسیم سود بر مدیریت سود برابر با ۰/۳۰۱- است که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مثبت بین شیوه تقسیم سود و مدیریت سود را خنثی می‌کنند. تأثیر متغیر اندازه شرکت بر مدیریت سود، مثبت است. متغیرهای اهرم مالی و ارزش بازار به دفتری

به دلیل بزرگتر بودن از سطح خطای ۰,۰۵ بر مدیریت سود تأثیر گذار نمی باشد. به دلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچکتر است، می توان با اطمینان ۹۵ درصد بیان کرد مشارکت سرمایه گذاران نهادی در شیوه تقسیم سود سهام بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیر دارد. بنابراین مدل برآوردی تحقیق به شرح زیر است:

$$DAD_{it} = 0.652 - 2.062IO_{it} + 0.294DP_{it} - 0.301(IO_{it} \times DP_{it}) + 1.817SIZE_{it} + 0.342Leverage_{it} - 0.363MTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

آزمون فرضیه دوم

مشارکت سرمایه گذاران نهادی در شیوه تأمین مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیر دارد.

جدول ۶. آزمون رگرسیون و معناداری مدل فرضیه دوم

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	-۰/۶۴۸	-۰/۱۰۴	۶/۲۳۱	۰/۰۱۲۵
سهامداران نهادی	-۳/۰۴۴	-۰/۴۰۵	-۷/۵۱۲	۰/۰۰۱۷
شیوه تأمین مالی	-۰/۶۰۲	-۰/۱۰۲	۵/۹۰۱	۰/۰۱۲۵
سهامداران نهادی* شیوه تقسیم سود	-۱/۶۶۶	-۰/۳۰۲	-۵/۱۵۶	۰/۰۳۲۶
اهرم مالی	-۰/۳۰۲	-۰/۲۳۸	۱/۲۶۸	۰/۰۸۹۶
ارزش بازار به دفتری	-۰/۵۴۶	-۰/۴۳۹	-۱/۲۸۴	۰/۱۱۲۳
اندازه شرکت	۱/۰۱۷	-۰/۲۲۳	۴/۵۶۱	۰/۰۳۶۵
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۲/۲	۰/۵۶	۰/۵۵	۵۲/۶۰۳۲۹	**۰/۰۰۰

*سطح خطای ۵ درصد و **سطح خطای ۱ درصد

با توجه به جدول ۶، آماره دوربین - واتسون برابر با ۲,۲ می باشد و این نشان می دهد بین خطاها همبستگی وجود ندارد؛ چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۵۵ است که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می توانند ۵۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته (مدیریت سود) را پیش بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب است.

ضریب برآوردی متغیر شیوه تأمین مالی بر مدیریت سود شرکت برابر با ۰/۶۰۲ است که نشان می دهد بین متغیر شیوه تأمین مالی و مدیریت سود رابطه

مثبت و مستقیم وجود دارد؛ یعنی با افزایش تأمین مالی، مدیریت سود افزایش می‌یابد. ضریب برآوردی متغیر هم‌افزایی سرمایه‌گذاران نهادی* شیوه تأمین مالی بر مدیریت سود برابر با ۱/۶۶۶- می‌باشد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مثبت بین شیوه تأمین مالی و مدیریت سود را خنثی می‌کند. تأثیر متغیر اندازه شرکت بر مدیریت سود، مثبت است. متغیرهای اهرم مالی و ارزش بازار به دقتی به دلیل بزرگ‌تر بودن از سطح خطای ۰,۰۵، بر مدیریت سود تأثیرگذار نمی‌باشد. به دلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچک‌تر است، می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد بیان کرد مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه تأمین مالی بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیر دارد. بنابراین مدل برآوردی تحقیق به شرح زیر است:

$$DAD_{it} = 0.648 - 3.044IO_{it} + 0.602Finance_{it} - 1.666(IO_{it} \times Finance_{it}) + 1.017SIZE_{it} + 0.302Leverage_{it} - 0.564MTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

نتیجه‌گیری و بحث

هدف این تحقیق بررسی تأثیر مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌گذاری مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام بوده است. نتیجه آزمون فرضیه تحقیق نشان داد مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه تقسیم سود سهام بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیر دارد. همچنین مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه تأمین مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیر دارد. نتایج تحقیق با نتایج تحقیق ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۲)، احمدی (۱۳۹۴)، شعبان‌دوست و همکاران (۱۳۹۴) رضایی و صابر فرد (۱۳۹۵) هم راستاست. در این راستا؛ ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۲) دریافتند بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی از تحلیل رگرسیون چندمتغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج بررسی نشان داد که بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی شامل جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه غیرعادی تولید و هزینه اختیاری غیرعادی رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد. احمدی (۱۳۹۴) نشان داد که بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی،

رابطه معناداری وجود دارد. شعبان‌دوست و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقات خود نشان دادند که اهرم مالی با مدیریت سود رابطه معناداری وجود دارد. رضایی و صابرفرد (۱۳۹۵) در تحقیقات خود نشان دادند در شرایطی که شرکت‌ها دارای سطح اهرم مالی بالا باشند، تأثیر اهرم مالی بر هر یک از معیارهای مدیریت سود واقعی و همچنین بر برآیند معیارهای آن معکوس و معنادار است. از طرفی در شرکت‌های دارای اهرم مالی پایین، تأثیر اهرم مالی هم بر برآیند معیارهای مدیریت سود واقعی و هم بر هر یک از معیارهای جداگانه آن، به استثنای زمانی که معیار مدیریت سود واقعی جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی بود، نشان از اثری معکوس و معنادار داشت. آن و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر ارتباط بین مدیریت سود و ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد بین مدیریت سود و ساختار سرمایه شرکت‌ها ارتباط منفی و معنادار دارد و وجود سهامداران نهادی منجر به تشدید این ارتباط می‌شود. لین و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری، سهامداران نهادی و مدیریت سود پرداختند. نتایج پژوهش نشان داده است که شرکت‌هایی با سطح محافظه‌کاری بالاتر، از مدیریت سود پایین‌تری برخوردار بودند. همچنین بین سهامداران نهادی و مدیریت سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در نهایت مدیریت سود در شرکت‌هایی با گزارش‌های مالی محافظه‌کارانه و با سطح سهامداران نهادی، از سطح پایین‌تری برخوردار بوده است. یانگ و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر ساختار هیأت مدیره و مالکیت نهادی بر روی مدیریت سود شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌های مورد بررسی مدیریت سود رو به بالا انجام داده‌اند و همچنین رابطه معنی‌داری بین مدیریت سود با هیأت مدیره بیرونی و مالکیت نهادی وجود ندارد. کوه و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و مدیریت سود در شرکت‌های استرالیایی پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که کاهش مالکیت نهادی منجر به افزایش مدیریت سود و افزایش مالکیت نهادی منجر به کاهش مدیریت سود می‌شود. بنابراین به سرمایه‌گذاران، سهامداران و غیره پیشنهاد می‌شود در شرکت‌هایی اقدام

به سرمایه‌گذاری نمایند که به سرمایه‌گذاران نهادی اهمیت می‌دهند؛ زیرا در این دسته از شرکت‌ها، دستکاری سود توسط مدیریت کمتر است. از طرفی سرمایه‌گذاران نهادی نقش نظارتی فعالی بر تصمیمات شرکت در مورد مدیریت سود اعمال می‌کنند. به سهامداران، سرمایه‌گذاران و سایر گروه‌های ذینفع پیشنهاد می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که از سطح مالکان نهادی بالاتری برخوردارند.

محدودیت تحقیق

این تحقیق برای شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام انجام شده است و به همین دلیل تعداد نمونه تحقیق محدود بوده است و بنابراین نتایج تحقیق صرفاً برای این دسته از شرکت‌ها همخوانی دارد و باید در تعمیم نتایج تحقیق به سایر شرکت‌ها احتیاط کرد.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

۱) پیشنهاد می‌شود به بررسی تأثیر مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌گذاری مالی شرکت بر نوسان‌پذیری سود طی عرضه عمومی اولیه سهام پردازند.

۲) پیشنهاد می‌شود به بررسی تأثیر مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌گذاری مالی شرکت بر پایداری سود طی عرضه عمومی اولیه سهام پردازند.

۳) پیشنهاد می‌شود به بررسی تأثیر مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌گذاری مالی شرکت بر هموارسازی سود طی عرضه عمومی اولیه سهام پردازند.

منابع

- آقایی، محمدعلی و چالاک، پری. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی. شماره ۴
- احمدپور، احمد و منتظری، هادی. (۱۳۹۰). بررسی نوع مدیریت سود و تأثیر اندازه‌ی شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر آن. پیشرفت‌های حسابداری. دوره ۳. شماره ۲. صص ۱-۳۵
- ایزدی نیا، ناصر؛ رسائیان، امیر و رضایی رجایی، علی اصغر. (۱۳۹۱). بررسی رابطه هموارسازی سود با ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام. برنامه ریزی و بودجه. دوره ۱۷. شماره ۱۱۸
- بختیاری، آرزو؛ صمدی، عباس و زنگنه، مهدی. (۱۳۹۱). بررسی مدیریت سود در زمان پذیرش و عرضه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین همایش منطقه‌ای رویکردهای نوین حسابداری و حسابرسی.
- حساس یگانه، یحیی و یزدانیان، نرگس. (۱۳۸۶). تأثیر حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود. مطالعات تجربی حسابداری مالی. شماره ۱۷. صص ۱۵۱-۱۷۲
- مشایخی، بیبا و محمدآبادی، مهدی. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۲. صص ۱۷-۳۲
- مهدوی، غلامحسین؛ حسینی، سید مجتبی و رئیسی، زهره. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود پیش‌بینی شده بوسیله مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت. سال ۶. شماره ۶
- مهرانی، کاوه و صفرزاده، محمدحسین. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود. دانش حسابداری. دوره ۲. شماره ۷. صص ۶۹-۹۸
- نیکومرام، هاشم و محمدزاده سالطه، حیدر. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و مدیریت سود. مدیریت بهره‌وری. دوره ۴. شماره ۱۵. صص ۱۸۷-۲۰۹
- Anis, M. (۲۰۰۹). corporate governance and management earnings forecast

quality: evidence from French IPOs. Available at www.ssrn.com

Chi, M. (۲۰۱۳). Corporate governance and earnings management: a survey of literature. The journal of applied business research, vol ۲۹. No ۲

Cormier, D, Lapointe-Antunes, P, & McConomy, B. (۲۰۱۴). Forecasts in IPO prospectuses: the effect of corporate governance on earnings management. Journal of business finance. No ۴۱, pp ۱۲۷-۱۰۰

Emna, C, Trabelsi, S, & Matoussi, H. (۲۰۱۳). Real earnings management and governance attributes in the context of IPO failure risk. Available at www.ssrn.com

Gonzalez, J& Garcia-Meca, E. (۲۰۱۴). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?. Journal of business ethics, vol ۲۱, pp ۴۴۰-۴۱۹

Lo, H, Wu, R, & Do, Q. (۲۰۱۷). Do Institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance. International Review of Financial Analysis

