



Shahid Bahonar  
University of Kerman



Journal of Development and Capital



Iranian  
Electronic Commerce Association

Print ISSN: 2008-2428

Online ISSN: 2645-3606

## The effect of Mutual Fund Performance on Dynamics of Earnings Management in IPOs

*Nahid Najafi Rad\**

*Donya Ahadian Poor Parvin\*\**

*Maryam Lashkari Zadeh\*\*\**

### Abstract

**Objective:** Earnings management can be motivated by capital market, political, contractual, tax, agency. In the capital market incentives that are considered in this study, in the IPOs, because the possibility of access to information for investors is very limited and the risk of information asymmetry for investors and determine the intrinsic value of relevant stocks is high. Therefore, Managers are probably motivated to earning management in the last period before the offering of shares using optional.

According to the political hypothesis, companies with good performance usually try to manage declining earnings but companies with poor performance, according to the signaling hypothesis tend to manage incremental earnings in IPOs after earning management because cash profits in these companies are low, as cash flows may not be enough to hide the effect of the returned accruals. Therefore, in this study, the effect of mutual fund performance of dynamic earnings management at IPOs and after has been studied.

According to the theoretical foundations and research background, two hypotheses have been proposed and evaluated.

**Hypothesis 1:** Mutual fund performance has a significant effect on dynamic earnings management in IPOs.

Sub-hypotheses:

1. Good performance of mutual funds during the IPOs has a significant effect on dynamic earnings management.
2. Poor performance of mutual funds during the IPOs has a significant effect on dynamic earnings management.

**Hypothesis 2:** Mutual fund performance has a significant effect on dynamic earnings management in the period after the IPOs.

Sub-hypotheses:

1. Good performance of mutual funds in the post-IPOs period has a significant effect on dynamic earnings management.

Journal of Development and Capital, Vol. 6, No.1, Ser. 10, 103-121.

\* M.A. Student of Accounting, West Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Email: n.najafirad2018@gmail.com).

\*\* **Corresponding Author**, Assistant Professor of Accounting, West Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Email : ahadianpour.donya@wtiau.ac.ir).

\*\*\* Assistant Professor in Accounting, West Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Email: lashkarizadeh.ma@wtiau.ac.ir).

**Submitted:** 9 December 2020

**Accepted:** 23 August 2021

**Publisher:** Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

**DOI:** 10.22103/jdc.2021.17440.1133

©The Authors.



## Abstract

---

2. Poor performance of mutual funds in the post-IPOs period has a significant effect on dynamic earnings management.

**Methods:** The statistical population of this study includes all Mutual funds listed on the Tehran Stock Exchange and the statistical sample includes 100 Mutual funds during the years 2009 to 2020, which have been selected by systematic elimination method. In this study, the model of Gledson (2019) was used to estimate the Dynamics of Earnings Management, Modern criteria (Sharp, Trainer, Jensen, Modified Trainer, Modified Jensen) and meta-modern (Sortino, Optimal Potential, M2, Evaluation Ratio) was used to estimate the Mutual Fund Performance. Also, to test the research hypotheses, combined data and multivariate regression using the panel with the fixed effects method based on generalized least squares method have been employed.

**Results:** The results show that the good performance of Mutual funds has a negative effect on dynamic earnings management in the IPOs and after, and the poor performance of mutual funds in the IPOs has no significant effect on earnings management, but It has a positive effect in the after the IPOs.

**Conclusion:** Based on the results obtained, good performance mutual funds use earning management decreasing methods to determine lower intrinsic values in the market, which is consistent with the political cost hypothesis.

On the other hand, mutual funds with poor performance during the IPOs is consistent with the motivation of signaling in the capital market. Under capital market pricing rules, the minimum price is proposed and offered because of future ambiguities about the intrinsic value of the stock offered in the IPOs. However, after the IPOs to achieve in order to compensate for their poor performance and maintain a position in the capital market, they are required to increase earning management, and if they cannot improve their poor performance and sufficient cash flows to Concealment of the effect of accruals returned to the fund. The use of incremental earnings management in subsequent periods of activity will have an adverse effect on the results of their performance. Given that earnings management can affect future cash flows and the relationship between current and future earnings, it is recommended that investors and financial analysts pay sufficient attention to the incentives that affect earnings management because decision-making is based on managed earnings. May not lead to good results; Therefore, according to the results of this study, investors and financial analysts are advised to pay more attention to the performance of investment funds in the IPOs and after, because if they can, by examining the incentives of well-performing funds in the IPOs. This will lead to abnormal profits for the stakeholders. Profits will be incremental, which in the next periods of activity will have an adverse effect on performance results and therefore gain unusual losses for investors.

**Keywords:** *Mutual Fund Performance, Dynamic Profit Management, IPOs.*

**JEL Classification:** G21, R58, G11, M41, C23.

**Paper Type:** *Research Paper.*

**Citation:** Najafi Rad, N., Ahadian Poor Parvin, D., Lashkari Zadeh, M. (2021). The effect of mutual fund performance on dynamics of earnings management in IPOs. *Journal of Development and Capital*, 6(1), 103-121 [In Persian].



انجمن تجارت الکترونیک ایران



## مجله توسعه و سرمایه



دانشگاه شهید باهنر کرمان

شاپا چاپی: ۲۰۰۸-۲۴۲۸ شاپا الکترونیکی: ۲۶۴۵-۳۶۰۶

### تأثیر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود پویا در عرضه اولیه

ناهید نجفی‌راد\*

دنیا احدیان پور پروین\*\*

مریم لشکری‌زاده\*\*\*

#### چکیده

هدف: این پژوهش بررسی تأثیر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود پویا در مرحله عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است.

روش: در این راستا نمونه‌ای شامل ۱۰۰ صندوق سرمایه‌گذاری طی سال‌های ۸۷ تا ۹۸ به روش تحلیل همبستگی مورد بررسی قرار گرفته است. جهت اندازه‌گیری مدیریت سود پویا از مدل گلدسون (۲۰۱۹) و جهت اندازه‌گیری عملکرد صندوق‌ها از معیارهای مدرن (شارپ، ترینر، جنسن، ترینر تعدیل شده، جنسن تعدیل شده) و فرامدرن (سورتینو، پتانسیل مطلوب، M2، نسبت ارزیابی) استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این امر است که عملکرد مطلوب صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری بر مدیریت سود پویا در عرضه اولیه و پس از آن می‌گذارد و عملکرد ضعیف صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مرحله عرضه اولیه تأثیر معناداری بر مدیریت سود ندارد ولی در دوره پس از عرضه اولیه تأثیری مثبت و معنادار دارد.

نتیجه‌گیری: مدیران شرکت‌های با عملکرد مطلوب بر مبنای فرضیه هزینه سیاسی تمایل به مدیریت سود کاهشی در مرحله عرضه اولیه و مدیران شرکت‌های با عملکرد ضعیف بر مبنای فرضیه علامت‌دهی در بازار سرمایه تمایل به مدیریت سود افزایشی در مرحله پس از عرضه اولیه دارند.

واژه‌های کلیدی: عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مدیریت سود پویا، عرضه عمومی اولیه اوراق بهادار (IPO).

طبقه‌بندی JEL: C23, G11, G21, M41, R58.

نوع مقاله: پژوهشی.

مجله توسعه و سرمایه، دوره ششم، شماره ۱، پیاپی ۱۰، صص. ۱۲۱-۱۰۳.

\* دانشجوی کارشناسی ارشد گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (رایانامه: n.najafirad2018@gmail.com).

\*\* نویسنده مسئول، استادیار گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (رایانامه: ahadianpour.donya@wtiau.ac.ir).

\*\*\* استادیار گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (رایانامه: lashkarizadeh.ma@wtiau.ac.ir).

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۶/۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۲/۱۳

ناشر: دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

DOI: 10.22103/jdc.2021.17440.1133

©The Authors.



**استناد:** نجفی‌راد، ناهید؛ احدیان‌پور پروین، دنیا؛ لشکری‌زاده، مریم. (۱۴۰۰). تأثیر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود پویا در عرضه اولیه. *مجله توسعه و سرمایه*، ۶(۱)، ۱۲۱-۱۰۳.

#### مقدمه

یکی از اهداف مهم گزارشگری مالی فراهم کردن اطلاعات لازم برای تصمیم‌گیری اقتصادی استفاده‌کنندگان در خصوص ارزیابی عملکرد و توانایی سودآوری واحد تجاری است. گزارش‌های مالی منابع مهم اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی محسوب می‌شوند که مدیران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان جهت رفع نیازهای اطلاعاتی خود از آنها استفاده می‌کنند. تحلیلگران مالی عموماً سود خالص گزارش شده حسابداری را متفاوت از سود واقعی می‌دانند به این دلیل که احتمال مدیریت سود حسابداری توسط مدیران وجود دارد. مدیریت سود برآیند درجه‌ای از قابلیت انعطاف و اعمال نظری است که مدیران در گزارشگری مالی خود دارند. مدیران ممکن است از این قدرت خود برای مدیریت فرصت طلبانه سود یا انتقال اطلاعات محرمانه درباره عملکرد آتی شرکت استفاده کنند. به عبارتی مدیریت سود یعنی اینکه مدیر بتواند رویه‌ای از حسابداری را انتخاب کند که به هدف خاصی دست یابد. پژوهش‌های پیشین بیانگر این امر است که با توجه به اینکه عرضه اولیه برای شرکت‌ها فرآیندی مخاطره آمیز است معمولاً مدیران در این مرحله مدیریت سود بیشتری می‌کنند (ابراهیمی کردلر و حسینی آذر داریانی، ۱۳۸۵).

در رابطه با تبیین مدیریت سود دو دیدگاه غالب رفتار فرصت طلبانه و مدیریت سود اثربخش وجود دارد. در دیدگاه فرصت طلبانه مدیران جهت دستیابی به اهداف شخصی خود که در اکثر مواقع با منافع سهامداران در تضاد است به مدیریت سود می‌پردازند و با توجه به این که این نوع مدیریت سود افزایشی معمولاً در شرکت‌های با عملکرد ضعیف صورت می‌گیرد در دوره‌های آتی مدیران مجبور به برگرداندن ارقام مدیریت شده خواهند شد و در نتیجه عملکرد آتی منفی تری برای شرکت در نتیجه این اقدامات پیش‌بینی می‌شود (کوهن و زاروین، ۲۰۱۰).

با این حال دیدگاه دیگر مدیریت سود بر مبنای تئوری علامت دهی و رفتار اثربخش است و بیان می‌کند که مدیریت سود تنها با هدف افزایش بهبود وضعیت شرکت صورت می‌گیرد.

اصولاً انگیزه‌های مدیریت سود می‌تواند به دلایل بازار سرمایه، سیاسی، قراردادی، مالیاتی، نمایندگی باشد (کردستانی و آشتاب، ۱۳۸۸). در انگیزه‌های بازار سرمایه که مورد توجه این پژوهش است شرکت‌هایی که سهام خود را برای نخستین بار به مردم عرضه می‌کنند، از آنجا که امکان دسترسی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، در زمان اولین عرضه به بورس بسیار محدود است و همچنین نبود اطلاعات کافی در مورد این شرکت‌ها، ریسک عدم تقارن اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران جهت تصمیم‌گیری و تعیین ارزش ذاتی سهام مربوطه افزایش می‌یابد، ممکن است که مدیران در آخرین دوره پیش از عرضه سهام با استفاده از ارقام تعهدی اختیاری، سود را مدیریت کنند تا بتوانند سهام را به ارزش مدیریت شده عرضه نمایند. در حالی که یکی از مهمترین عوامل در تصمیم‌گیری صحیح سرمایه‌گذاران ارائه اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم در مورد سرمایه‌گذاری یا عدم سرمایه‌گذاری است که اگر به درستی فراهم نشود اثرات منفی برای فرد یا نهاد تصمیم‌گیرنده خواهد داشت.

با توجه به اینکه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از جمله ابزارهای مالی است که با هدف کاهش ریسک سرمایه‌گذاران، بهره‌گیری از صرفه‌جویی به مقیاس و افزایش فرهنگ سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران مبتدی در بازارهای مالی جهت رشد و توسعه اقتصادی کشور ابداع شده است. (قاضی فرد و همکاران، ۱۳۹۱)، به دلیل احتمال افزایش مدیریت سود ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران در صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نمونه آماری این پژوهش از بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری انتخاب شده است و با توجه به اینکه معمولاً شرکت‌های با عملکرد مطلوب سعی در مدیریت سود کاهشی و شرکت‌های با عملکرد ضعیف تمایل به مدیریت سود افزایشی دارند. (بزاززاده و دهقان، ۱۳۹۰) و در صندوق‌های با عملکرد ضعیف، مدیریت سود افزایشی در زمان عرضه اولیه در سال‌های بعد منجر به کاهش سود صندوق خواهد شد، زیرا احتمالاً جریان‌های نقدی جهت مخفی‌سازی تأثیر اقلام تعهدی برگردانده شده، کافی نیست (ابراهیمی کردلر و حسنی آذر داریانی، ۱۳۸۵). بنابراین در این پژوهش به مطالعه اثر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود پویا در زمان عرضه اولیه سهام و پس از آن پرداخته شده است و فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تبیین شده است:

فرضیه اصلی اول: عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود پویا در عرضه اولیه تأثیر معناداری دارد.

فرضیه‌های فرعی

۱. عملکرد مطلوب صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره عرضه اولیه بر مدیریت سود پویا تأثیر معناداری دارد.

۲. عملکرد ضعیف صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره عرضه اولیه بر مدیریت سود پویا تأثیر معناداری دارد.

فرضیه اصلی دوم: عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود پویا در دوره پس از عرضه اولیه تأثیر معناداری دارد.

فرضیه‌های فرعی

۱. عملکرد مطلوب صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره پس از عرضه اولیه بر مدیریت سود پویا تأثیر معناداری دارد.

۲. عملکرد ضعیف صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره پس از عرضه اولیه بر مدیریت سود پویا تأثیر معناداری دارد. انتظار بر آن است که نتایج این پژوهش موجب گسترش مبانی نظری مرتبط با سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری شود و در تحلیل بنیادی صندوق‌ها در زمان عرضه اولیه و تحلیل بهتر ارزش ذاتی صندوق‌های با عملکرد مطلوب و ضعیف اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و عاملان بازار سرمایه قرار دهد و بنابراین اطمینان سرمایه‌گذاران را به بازار سرمایه افزایش داده و تامین مالی صندوق‌های سرمایه‌گذاری را بهبود دهد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

گزارش‌های مالی منابع مهم اطلاعاتی، برای تصمیم‌گیری‌های اقتصادی مدیران، اعتبار دهندگان و سایر استفاده‌کنندگان است. بر مبنای تئوری نمایندگی با توجه به متفاوت بودن افق زمانی مدیران و سرمایه‌گذاران و وجود تضاد منافع بین آنها و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی شده از جدایی مدیریت از مالکیت، ممکن است مدیران به دلایل سودجویانه یا اثربخش به مدیریت سود بپردازند.

مدیریت سود اقدامی آگاهانه جهت استفاده از رویه‌های حسابداری در جهت افزایش یا کاهش سود گزارش شده به استفاده کنندگان برون سازمانی است. مدیریت سود می‌تواند جریان‌های نقدی آتی و رابطه بین سودهای جاری و آتی را تحت تأثیر قرار دهد لذا لازم است که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی به انگیزه‌های اثرگذار بر مدیریت سود توجه کافی را بنمایند، زیرا اگر تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بر مبنای سودهای مدیریت شده اتخاذ بنمایند ممکن است منجر به تصمیمات صحیحی نشود.

سیستم حسابداری تعهدی رویدادهای مالی را در زمان ایجاد و بدون توجه به زمان دریافت یا پرداخت وجه نقد مربوط، شناسایی می‌کند، بنابراین مدیران در رابطه با اقلام حسابداری دارای اختیار می‌باشند زیرا در سیستم حسابداری تعهدی به دلیل وجود روش‌های مختلف اندازه‌گیری و ثبت رویدادهای اقتصادی و تأثیر بر آوردها و روش‌های تخصیص، اطلاعات مذکور تحت تأثیر رویه‌های حسابداری، قضاوت‌ها و برآوردهای مدیریت قرار می‌گیرد. بنابراین اقلام تعهدی ایجاد شده در سیستم حسابداری تعهدی شاخصی از انتخاب‌های حسابداری شرکت است که تفاوت بین سود ناشی از فعالیت‌های متداول و جریان وجه نقد حاصل از عملیات نیز ناشی از آن است.

اقلام تعهدی را می‌توان به دو قسمت اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری تقسیم کرد. اقلام تعهدی اختیاری اقلامی هستند که مدیریت بر آن کنترل دارد و می‌تواند آنها را به تاخیر اندازد، حذف کند یا ثبت و شناسایی آن را تسریع نماید. از آنجایی که جزء اختیاری اقلام تعهدی، این فرصت را برای مدیریت فراهم می‌آورد تا سود را دستکاری کند، از آن به عنوان شاخص مدیریت سود استفاده می‌شود.

بررسی‌های **مشایخی و همکاران (۱۳۸۴)** پیرامون اقلام تعهدی اختیاری نشان می‌دهد هنگام کاهش وجوه نقد حاصل از عملیات، مدیریت اقدام به افزایش سود از طریق افزایش اقلام تعهدی اختیاری می‌کند. **دی چاو و اسلون (۱۹۹۵)** بیان کردند هر اندازه اقلام تعهدی اختیاری در داخل اقلام تعهدی بیشتر باشد، احتمال مدیریت سود نیز متعاقب با آن افزایش می‌یابد. در حالی که اقلام تعهدی غیراختیاری، به وسیله استانداردهای حسابداری الزامی شده و تحت تأثیر شرایط اقتصادی شرکت هستند و به واسطه مقررات سازمان‌ها و دیگر عوامل خارجی محدود می‌شوند. این اقلام به طور نسبی از دستکاری شدن توسط مدیریت در امان می‌باشند. اقلام تعهدی غیراختیاری در مدل تجاری شرکت‌ها و محیط عملیاتی به وجود می‌آید و مدیریت واحد تجاری در پیدایش آنها دخالتی نداشته و در حین انجام فعالیت‌های تجاری شرکت ایجاد شده است (**کردستانی و آشتاب، ۱۳۸۸**).

یکی از مراحل مخاطره آمیز از عمر صندوق سرمایه‌گذاری مرحله عرضه اولیه شرکت‌ها در بازار سرمایه است، از آنجا که در این مرحله امکان دسترسی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بسیار محدود است و اطلاعات کافی در مورد صندوق سرمایه‌گذاری در این مرحله در دسترس نیست، ریسک عدم تقارن اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران جهت تصمیم‌گیری و تعیین ارزش ذاتی سهام مربوطه افزایش می‌یابد بنابراین ممکن است که مدیران در آخرین دوره پیش از عرضه سهام، سود را از طریق اقلام تعهدی اختیاری مدیریت کنند تا وضعیت اقتصادی شرکت را بر مبنای انگیزه‌های خود مدیریت کنند و بنابراین سهام را به ارزش بیشتری کمتر از ارزش ذاتی عرضه نمایند (**ابراهیمی کردلر و حسنی آذر داریانی، ۱۳۸۵**).



یکی از انگیزه‌های تأثیرگذار بر مدیریت سود عملکرد شرکت است، معمولاً شرکت‌های با عملکرد مطلوب سعی در مدیریت سود کاهشی و شرکت‌های با عملکرد ضعیف تمایل به مدیریت سود افزایشی دارند (بزاززاده و دهقان، ۱۳۹۰). زیرا سرمایه‌گذاران شرکت‌های با سود کم نوسان تر و هموارتر را ترجیح می‌دهند. با این حال مدیرانی که مدیریت سود افزایشی انجام داده‌اند در دوره‌های بعد مجبور به برگرداندن ارقام تعهدی و در نتیجه کاهش سود خواهند داشت، زیرا احتمالاً جریان‌های نقدی جهت مخفی سازی تأثیر ارقام تعهدی برگردانده شده، کافی نیست (ابراهیمی کردلر و حسنی، ۱۳۸۵).

بنابراین اگر استفاده‌کنندگان برون سازمانی بتوانند با بررسی انگیزه‌های صندوق‌های با عملکرد مطلوب این صندوق‌ها را در مرحله عرضه اولیه به درستی شناسایی شوند میتوانند منجر به کسب سود غیرعادی برای سرمایه‌گذاران شوند، همچنین اگر صندوق‌های با عملکرد ضعیف را نیز به درستی شناسایی نکنند. این صندوق‌ها پس از عرضه اولیه جهت مخفی سازی عملکرد نامطلوب خود مجبور به مدیریت سود افزایشی خواهند بود که این امر در دوره‌های بعدی فعالیت تأثیری نامطلوب بر نتایج عملکرد و بنابراین کسب زیان غیر عادی برای سرمایه‌گذاران خواهد شد.

#### پیشینه پژوهش‌های داخلی

بستانی (۱۳۹۸) به بررسی «تأثیر تنوع بخشی بر مدیریت سود» پرداخت. یافته‌ها نشان می‌دهد که تنوع تجاری و تنوع جغرافیایی به تنهایی تأثیر معناداری بر مدیریت سود ندارند اما ترکیبی از این دو، این پدیده را کاهش می‌دهد.

اسماعیلی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی «پیش‌بینی عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام با استفاده از مدل‌های نزدیکترین همسایگی و ماشین بردار پشتیبان» پرداختند. در نتیجه در بین مدل‌ها، مدل نزدیکترین همسایگی و ماشین بردار پشتیبان از دقت و کارایی بالایی در پیش‌بینی عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه برخوردار است.

ایمانی برندق و هاشمی (۱۳۹۷) به بررسی «تأثیر عوامل سیاسی بر مدیریت سود» پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش حاکی است که مدیریت سود انجام شده در دوره‌های مختلف سیاسی تفاوت معناداری با هم داشته است و مدیریت سود در ایران می‌تواند از عوامل مختلف تأثیر پذیرد.

دولو و مسلمی (۱۳۹۶) به بررسی «بازارهای سرد و داغ عرضه‌های عمومی سهام» پرداختند. نتایج حاصله مؤید آن است که شرکت‌های عرضه شده در بازارهای داغ، ریسک بالاتر و عملکرد پایین‌تری دارد. همچنین واریانس مقطعی بازده غیرعادی بلند مدت اینگونه شرکت‌ها، پایین تر است. مضافاً اینکه نتایج حاصل از پژوهش نسبت به تعریف بازار داغ حساس است.

احمدی و درسه (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر دست‌کاری فعالیت‌های واقعی و مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که متغیر هزینه تولید غیرعادی تأثیر معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام ندارد.

خداپرستی و همکاران (۱۳۹۳) طی پژوهشی به بررسی «بازده کوتاه مدت و بلند مدت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی عوامل مؤثر بر آن» در سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که متوسط بازده کوتاه مدت شرکت‌های واگذار شده دولتی در این دوره برابر با ۵/۱۹٪ (تعدیل شده با بازده

بازار) و برای شرکت‌های خصوصی فقط ۸ درصد بوده است. یافته‌های تحقیق همچنین پیش‌بینی نظریه‌های مبتنی بر عدم تقارن اطلاعات را در بازار سرمایه ایران مورد تأیید قرار می‌دهد.

**ثقفی و همکاران (۱۳۹۳)** در تحقیق به بررسی «رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط عدم اطمینان محیطی» پرداختند. آنها برای اندازه‌گیری مدیریت سود ارقام تعهدی از الگوی **دیجو<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲)** و الگوی **کوتاری و همکاران (۲۰۰۵)** استفاده کردند. نتایج تحقیق آنها حاکی از آن است متغیرهای مدیریت سود و عدم اطمینان محیطی با عدم تقارن اطلاعاتی یک رابطه معنادار داشته و منجر به افزایش آن می‌شوند. همچنین به این نتیجه رسیدند که عدم اطمینان محیطی منجر به تضعیف رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود.

**دامی (۱۳۹۱)** طی پژوهشی به بررسی «تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران» پرداخت نمونه آماری تحقیق او طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ بود و نتایج تحقیق وی با استفاده از تحلیل رگرسیون نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد.

**قائمی (۱۳۸۵)** طی پژوهشی به بررسی بازده غیر عادی سهام پرداخته و به این نتیجه رسید که بین متغیر شرایط بازار و شرکت‌های مشابه با بازده غیر عادی سهام رابطه وجود دارد.

**ابراهیمی کردلر و حسنی آذر داریانی (۱۳۸۵)** پژوهشی با عنوان «بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داده و به این نتیجه رسیده‌اند که میانگین ارقام تعهدی جاری اختیاری در سال قبل از عرضه اولیه و طی سال عرضه اولیه نسبت به سال‌های بعد از آن بیشتر است. این وضع بیانگر تأیید وجود مدیریت سود در سال قبل از عرضه اولیه و طی سال عرضه اولیه در شرکت‌های مورد بررسی است.

**عبده تبریزی و دموری (۱۳۸۲)** طی پژوهشی به بررسی بازده بلندمدت پرداخته و به این نتیجه رسیدند که وجود بازده کوتاه مدت بیشتر سهام شرکت‌های جدید ورود به بازار نسبت به شاخص بازار و بازده بلند مدت کمتر نسبت به شاخص بازار بوده است.

#### پیشینه پژوهش‌های خارجی

**گلدسون و همکاران (۲۰۱۹)** به بررسی مدیریت سود پویا در عرضه اولیه و نقش سرمایه مخاطره‌آمیز پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که مدیریت سود پویا در شرکت‌های عرضه اولیه تحت حمایت سرمایه خطرپذیر و بدون حمایت سرمایه خطرپذیر تفاوت مثبت معناداری دارد.

**جیانگ<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۸)** به بررسی رابطه مدیریت سود واقعی بر عملکرد عملیاتی آتی پرداختند. بازه زمانی تحقیق شامل سال‌های ۲۰۰۱ الی ۲۰۱۵ است که ۲۰ کشور مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین بازگشت کاهش اختیاری در مخارج فروش، عمومی و اداری با کاهش عملکرد آتی رابطه معناداری وجود ندارد، اما بین بازگشت کاهش اختیاری در مخارج فروش، عمومی و اداری و میزان محدودیت شرکت در مدیریت سود ارقام تعهدی رابطه معناداری وجود دارد.



محمد الحداد<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر مدیریت سود واقعی و تعهدی و بازده عملکرد سهام در شرکت‌های دارای عرضه اولیه پرداختند. نتایج مطالعات آنها نشان داده که شرکت‌های دارای عرضه اولیه در دوره مالی قبل از عرضه اولیه از مدیریت سود واقعی و تعهدی استفاده می‌کنند. همچنین سازمان حسابرسی باعث محدود شدن مدیریت سود در شرکت‌های دارای عرضه اولیه می‌شود.

وانگ سون وای<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) به بررسی «اثر خارجی نظارت بر ارقام تعهدی بر اساس مدیریت سود واقعی، شواهدی از سرمایه‌گذاری حمایت عرضه اولیه عمومی» پرداخت نتایج نشان می‌دهد که متغیر هزینه تولید غیرعادی تأثیر معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام ندارد.

کوتاری<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تأثیر مدیریت سود واقعی و تعهدی و عملکرد بلند مدت شرکت‌های با عرضه عمومی اولیه پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که بازده سهام شرکت‌هایی که در سال عرضه عمومی اولیه ارقام تعهدی و فعالیت‌های واقعی را در سطح بالایی مدیریت می‌کنند، به شدت کاهش می‌یابد.

سو و بانگاسا<sup>۸</sup> (۲۰۱۱) طی پژوهشی به «بررسی اثر شهرت متعهد پذیره نویسی بر بازده‌های اولیه و عملکرد بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه» پرداختند. نتایج طی تحقیق حاکی از آن بود که شهرت متعهد پذیره نویسی بر بازده‌های اولیه تعدیل شده با بازده بازار اثر اندکی دارد، در حالیکه این متغیر بر عملکرد بلند مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه به طور قابل ملاحظه‌ای اثر مثبت و معناداری دارد.

گالوی<sup>۹</sup> و دیگران (۲۰۱۱) طی پژوهشی به بررسی «رابطه تقارن اطلاعات و قیمت‌گذاری کمتر از حد» پرداختند و به این نتیجه رسیدند که هر چقدر میزان عدم تقارن اطلاعاتی پذیره نویسان بیشتر باشد، قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه بیشتر است.

زالوکی<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۰۴) طی پژوهشی به بررسی «بازده بلند مدت و عرضه اولیه» پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بازده بلند مدت در صنایع مختلف و در تابلو اصلی و فرعی عرضه اولیه تفاوت معنادار است.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر بعد زمانی طولی و از نظر نتیجه اجرا پژوهشی کاربردی محسوب می‌شود، همچنین از نظر هدف پژوهش تحلیلی-همبستگی است.

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند که در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی سال‌های ۸۷ الی ۹۸ فعال هستند. در این پژوهش نمونه آماری با استفاده از روش حذف سیستماتیک (غریبال‌گری) و بر مبنای شرایط زیر انتخاب شده است:

۱. صندوق سرمایه‌گذاری در سال‌های ۸۷ تا ۹۸ در بورس اوراق بهادار عرضه اولیه شده باشد.
۲. سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.
۳. صندوق سرمایه‌گذاری طی سال مالی مورد مطالعه وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشد.
۴. اطلاعات مورد نیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.
۵. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با درآمد ثابت جزو نمونه آماری نیستند.

## جدول ۱. تعیین حجم نمونه آماری پژوهش

تعداد	شرح
۲۰۷	تعداد کل صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس
۸۳	تعداد صندوق‌های با درآمد ثابت
۱۹	تعداد صندوق‌هایی که بعد از سال ۹۷ در بورس پذیرفته شده اند
۵	عدم دسترسی به اطلاعات

منبع: یافته‌های پژوهش

با در نظر گرفتن این معیارها در نهایت از بین کلیه صندوق‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعداد حجم نمونه ۱۰۰ صندوق سرمایه‌گذاری است.

## روش جمع آوری منابع و اطلاعات

اطلاعات و داده‌های مورد نیاز تحقیق از روش کتابخانه‌ای، با استفاده از نرم‌افزار ره آورد نوین و با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مطالعه صورت‌های مالی اساسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بدست آمده است. در این باره علاوه بر مطالعه صورت‌های مالی اساسی، اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی از سایت اطلاعاتی بورس مورد استفاده قرار گرفته است. پس از جمع‌آوری اطلاعات مربوطه از نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل جهت طبقه‌بندی اطلاعات و محاسبه متغیرها استفاده گردید و در نهایت اطلاعات حاصل با نرم‌افزار E-views و SPSS مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

## متغیرها و مدل

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون، به شرح زیر در دو مقطع عرضه اولیه و پس از عرضه اولیه استفاده شده است:

$$EM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NP_{i,t} + \beta_2 PP_{i,t} + \beta_3 Auditor_i + \beta_4 ROA + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

EM: مدیریت سود پویا

NP: عملکرد ضعیف

PP: عملکرد مطلوب

Auditor<sub>i</sub>: رتبه موسسه حسابرسی

Size: اندازه صندوق سرمایه‌گذاری

ROA: بازده دارایی‌ها

متغیر وابسته: مدیریت سود پویا (Earning Management)

برای محاسبه EM در این پژوهش، از مدل گلدسون (۲۰۱۹) به شرح معادله (۲) استفاده شده است. در این مدل برای محاسبه EM از روش تجزیه تحلیل ارقام تعهدی استفاده شده است. ارقام تعهدی به اقلامی گفته می‌شود که موجب به تعویق افتادن ثبت درآمدها و هزینه‌ها می‌شوند. در واقع ارقام تعهدی تفاوت بین سود و وجوه نقد حاصل از عملیات است که به منظور بررسی دقیق‌تر می‌تواند به دوبخش اختیاری و غیر اختیاری تفکیک گردد. اجزای اختیاری ارقام تعهدی آن بخشی از ارقام تعهدی است که مدیریت می‌تواند کنترل‌هایی روی آنها اعمال کند و اجزای غیر اختیاری ارقام تعهدی

آن بخشی از ارقام تعهدی است که مدیریت نمی تواند کنترل هایی روی آنها اعمال نماید. هرچه ارقام تعهدی جاری غیر اختیاری نسبت به اختیاری بیشتر باشد احتمال مدیریت سود کمتر خواهد بود و کیفیت سود و پایداری سود بیشتر خواهد شد.

$$EM_{i,t} = \frac{CAcc_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - NDCA_{i,t} \quad (2)$$

در آن  $EM_{i,t}$  مدیریت سود پویا

$CAcc_{i,t}$  ارقام تعهدی

$TA_{i,t-1}$  دارایی های کل صندوق

$NDCA_{i,t}$  ارقام تعهدی جاری غیر اختیاری است (گلدسون، ۲۰۱۹)

در پژوهش حاضر مشابه پژوهش های دی چاو و همکاران (۱۹۹۵) و ابراهیمی کردلر و حسنی آذر داریانی (۱۳۸۵) از مدل جونز تعدیل شده برای محاسبه ارقام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری استفاده شده است (ثقفی و بهارمقدم، ۱۳۸۷). در مدل جونز تعدیل شده ابتدا کل ارقام تعهدی به شرح زیر محاسبه می گردد:

$$CAcc_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta CASH_{i,t} + \Delta STD_{i,t} - DEP_{i,t}) \quad (3)$$

$CAcc_{i,t}$ : کل ارقام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta CA_{i,t}$ : تغییر در دارایی های جاری شرکت  $i$  بین سال مالی  $t$  و  $t-1$

$\Delta CL_{i,t}$ : تغییر در بدهی های جاری شرکت  $i$  بین سال مالی  $t$  و  $t-1$

$\Delta CASH_{i,t}$ : تغییر در وجه نقد شرکت  $i$  بین سال مالی  $t$  و  $t-1$

$\Delta STD_{i,t}$ : تغییر در بدهی های بلندمدت شرکت  $i$  بین سال مالی  $t$  و  $t-1$

$DEP_{i,t}$ : هزینه استهلاک شرکت  $i$  در سال  $t$

پس از محاسبه کل ارقام تعهدی، ارقام تعهدی غیر اختیاری نیز از طریق فرمول زیر برآورد می شوند:

$$\frac{CAcc_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \alpha_3 \left( \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (4)$$

$CAcc_{i,t}$ : کل ارقام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta REV_{i,t}$ : تغییر در درآمد فروش شرکت  $i$  بین سال مالی  $t$  و  $t-1$

$\Delta REC_{i,t}$ : تغییر در حساب های دریافتی شرکت  $i$  بین سال مالی  $t$  و  $t-1$

$PPE_{i,t}$ : ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در سال  $t$

$A_{i,t-1}$ : کل ارزش دفتری دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$\epsilon_{i,t}$ : اثرات نامشخص عوامل تصادفی

$\alpha_3, \alpha_2, \alpha_1$ : عوامل برآورده شده شرکت  $i$

پس از محاسبه عوامل  $\alpha_1$  و  $\alpha_2$  و  $\alpha_3$  طبق فرمول ذیل ارقام تعهدی غیر اختیاری، به شرح زیر تعیین می شوند:

$$NDA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (5)$$

$NDA_{i,t}$ : ارقام تعهدی غیر اختیاری شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta REV_{i,t}$ : تغییر در درآمد فروش شرکت  $i$  بین سال مالی  $t$  و  $t-1$

$\Delta REC_{i,t}$ : تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت  $i$  بین سال مالی  $t$  و  $t-1$

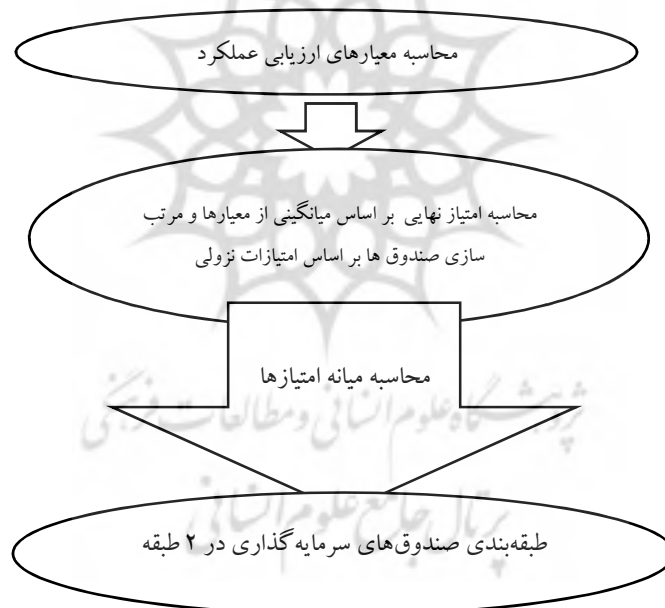
$PPE_{i,t}$ : ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت  $i$  در سال  $t$

$A_{i,t-1}$ : کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$

**متغیر مستقل:** عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری

در این پژوهش عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری بر مبنای ۹ معیار شامل معیارهای مدرن و فرامدرن محاسبه شده است. معیارهای مدرن (شارپ، ترینر، جنسن، ترینر تعدیل شده، جنسن تعدیل شده) و فرامدرن (سورتینو، پتانسیل مطلوب، M2، نسبت ارزیابی) اندازه‌گیری شده است (مهربان‌پور و صفایی، ۱۳۹۶).

پس از محاسبه هر یک از معیارهای مزبور، امتیاز نهایی هر یک از صندوق‌های سرمایه‌گذاری میانگینی از امتیازهای کسب شده در معیارها است، سپس در هر یک از مقاطع عرضه اولیه و پس از عرضه اولیه نمونه مربوطه با استفاده از میانه به دو بخش عملکرد مطلوب و عملکرد ضعیف تقسیم شده است.



نمودار ۱. خلاصه فرایند رتبه بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در عرضه اولیه و پس از عرضه اولیه

معیارهای محاسبه عملکرد صندوق به شرح زیر می‌باشند:

#### معیار شارپ

معیار شارپ به نسبت پاداش به تغییرپذیری معروف است. این نسبت که در معادله (۶) نمایش داده شده است بر پایه تئوری بازار سرمایه استوار است.

$$RVAR = \frac{TR_p - R_f}{SD_p} = \frac{ExcessReturn}{Risk} \quad (6)$$

که در آن  $TR_p$  متوسط بازدهی کل سبد سهام در یک دوره زمانی،  $R_f$  متوسط نرخ بازدهی بدون ریسک طی دوره مورد بررسی،  $SD_p$  انحراف معیار بازدهی های هفتگی سبد سهام طی دوره مورد بررسی و  $ExcessReturn$  بازده اضافی است. نسبت شارپ بازده مازاد سبد سهام را به ازاء هر یک واحد ریسک اندازه گیری می کند و هرچه این نسبت بیشتر باشد، عملکرد سبد سهام به همان اندازه بهتر خواهد بود (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۸).

#### معیار ترینو

پروفسور ترینر در اواسط دهه ۱۹۶۰ معیار مشابهی را به نام نسبت پاداش به نوسان پذیری و به صورت معادله (۷) مطرح کرد.

$$RVOR = \frac{TR_p - R_f}{\beta_p} \quad (7)$$

که در آن  $TR_p$  متوسط بازدهی کل سبد سهام در یک دوره زمانی،  $R_f$  متوسط نرخ بازدهی بدون ریسک طی دوره مورد بررسی،  $\beta_p$  شاخص ریسک سیستماتیک سبد سهام بوده و بیان کننده این مطلب است که در ازای یک واحد از ریسک سیستماتیک چه مقدار از بازده عاید سرمایه گذار می شود (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۸).

#### معیار جنسن

این شاخص عبارت است از تفاوت بین نرخ بازده مورد انتظار پرتفوی و آنچه انتظار می رود که در صورت قرار گرفتن پرتفوی بر روی خط بازار سهم به دست آید. برای شاخص جنسن، معادله به صورت معادله (۸) است.

$$\alpha_p = E(R_i) - \{R_f + \beta_p [E(R_i) - R_m]\} \quad (8)$$

که در آن  $R_m$  بازدهی بازار،  $\beta_p$  شاخص ریسک سیستماتیک سبد سهام،  $E(R_i)$  متوسط نرخ بازده مورد انتظار کل سبد سهام و  $R_f$  نرخ بازده بدون ریسک طی دوره مورد بررسی است.

#### معیار سورتینو

اگر در ارزیابی عملکرد به جای انحراف معیار، از معیار ریسک نامطلوب استفاده شود، شاخص سورتینو حاصل می شود. در واقع اگر  $x$  را متغیر بازدهی پرتفوی و تابع  $f(x)$  را تابع چگالی احتمال این متغیر و از طرفی  $\mu$  میانگین و  $r$  حداقل نرخ بازدهی قابل قبول باشد، آنگاه شاخص سورتینو را میتوان به صورت معادله ۹ نشان داد.

$$SOR = \frac{(\mu - r)}{\sigma} \quad (9)$$

که در آن  $\sigma$  نیم انحراف معیار بازدهی های زیر نرخ هدف است و بر اساس معادله ۱۰ محاسبه می شود.

$$\sigma^2 = \int_{-\infty}^r (r - x)^2 f(x) dx \quad (10)$$

در این پژوهش برای محاسبه ریسک نامطلوب از معادله ۱۱ استفاده شده است.

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{j=1}^n (\text{Max}\{0, R_f - R_{ij}\})^3} \quad (11)$$

در معیار سورتینو متوسط بازده با ریسک نامطلوب تعدیل می شود. این ریسک بر بازدهایی تمرکز می کند که در فراتر رفتن از بازده بدون ریسک ناموفق بوده اند.

برای ارزیابی بازدهی صندوق‌های سرمایه‌گذاری و این مسأله که نماگری وجود داشته باشد که بیانگر عملکرد صندوق‌ها به طور کلی باشد، شاخص IMNEX طراحی شده است. این شاخص به صورت وزنی طراحی شده و شاخص تعدیلات مختلف نیز در آن پیش‌بینی شده است. فرمول محاسبه این شاخص به صورت معادله ۱۲ است:

$$IMNEX_t = \frac{\sum_{i=1}^n NAV_{i,t} * NU_{i,t}}{C_t} * Base\ value \quad (12)$$

که در آن  $n$  برابر تعداد صندوق‌ها،  $NAV_{i,t}$  ارزش خالص هر واحد از صندوق  $i$  در زمان  $t$ ،  $NU_{i,t}$  تعداد واحدهای صندوق  $i$  در زمان  $t$ ،  $C_t$  عدد پایه در زمان  $t$  است.  $Base\ value$  فعلاً برابر ۱۰۰۰ در نظر گرفته شده است.

#### شاخص پتانسیل مطلوب

$$UPR = \frac{\sum_{T=1}^T t + \frac{1}{T} (R - MAR)}{\left[ \sum_{T=1}^T t - \frac{1}{T} (R - MAR)^2 \right]^{1/2}} \quad (13)$$

در رابطه فوق  $UPR$  بیانگر شاخص پتانسیل مطلوب،  $T$  تعداد دوره،  $R$  نرخ بازدهی،  $MAR$  حداقل نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذار است که معادل نرخ بازده بدون ریسک در نظر گرفته شده است. صورت کسر نشان دهنده پتانسیل مطلوب یا بازده مورد انتظار اضافی نسبت به  $MAR$  است، که آن را پتانسیل موفقیت نیز می‌نامند. مخرج کسر ریسک نامطلوب یا ریسک و اماندگی از هدف را نشان می‌دهد.

#### متغیر تعدیلگر

منظور از عرضه اولیه این است که سهام برای اولین بار در تاریخ مشخص در بازار ثانویه عرضه می‌گردد، دوره بعد از عرضه اولیه نیز یعنی مدت ۶ ماه از عرضه اولیه گذشته باشد و اولین صورت مالی ارائه شود.

#### متغیرهای کنترلی

##### جدول ۲. متغیرهای کنترلی و نحوه محاسبه آن

نام متغیر	نحوه محاسبه
اندازه صندوق سرمایه‌گذاری	$SIZE = LN(NAV)$
کیفیت حسابرسی	در ایران یکی از رتبه‌بندی‌های مرسوم که طی سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته است رتبه‌بندی انجام شده توسط جامعه حسابداران رسمی است که به صورت سالانه ارائه می‌گردد و یک رتبه‌بندی هم از سوی سازمان بورس اوراق بهادار است. ما در این پژوهش از رتبه‌بندی جامعه حسابداران رسمی استفاده نمودیم. اگر موسسه حسابرسی جزو رتبه الف باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر.
بازده دارایی‌ها (ROA)	سود خالص تقسیم بر مجموع دارایی‌ها (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۸)

#### یافته‌های پژوهش

نتایج برازش مدل رگرسیون آزمون فرضیه اصلی اول مبنی بر تأثیر معنادار عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود پویا در دوره عرضه اولیه در جدول ۲ ارائه گردیده است.

$$EM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PP_{i,t} + \beta_2 NP_{i,t} + \beta_3 Auditor_i + \beta_4 ROA + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$



جدول ۳. نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون برای دوره عرضه اولیه

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معناداری
عملکرد مطلوب	$\beta_1$	-۰/۷۵۱	-۴/۱۵۱	۰/۰۳۳
عملکرد ضعیف	$\beta_2$	-۰/۵۴۷	-۸/۴۶۴	۰/۱۲۴
حسابرس	$\beta_3$	-۰/۸۳۴	-۲/۵۸۸	۰/۰۴۳
بازده دارایی	$\beta_4$	-۰/۸۶۵	-۵/۰۷۳	۰/۰۰۰
اندازه	$\beta_5$	۱/۲۱۱	۳/۱۵۸	۰/۰۱۸
ضریب تعیین	۰/۵۸۹	آماره F	۱۲/۴۳۶	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۱۶	معناداری (P-Value)	۰/۰۰۰	
		آماره دوربین واتسون	۱/۸۵۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آنها، نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فوق برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در جدول ۲ ارائه شده است. مقدار آماره F (۱۲/۴۳۶) حاکی از معناداری مدل رگرسیون است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۵۸/۹ درصد و ۵۱/۶ درصد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۵۱/۶ درصد از تغییرات مدیریت سود پویا صندوق‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل تبیین می‌شوند.

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول برازش رگرسیون برای دوره عرضه اولیه، ضریب  $\beta_1$  یا عملکرد مطلوب در دوره عرضه اولیه -۰/۷۵۱ است و مقدار آماره t برای آن برابر با -۴/۱۵۱ است سطح معناداری آماره t مربوط به  $\beta_1$  ۰/۰۳۳ بوده و کوچکتر از ۰/۰۵ است پس معنادار است و بنابراین فرضیه فرعی اول مبنی بر تأثیر معنادار عملکرد مطلوب صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره عرضه اولیه بر مدیریت سود پویا تأثیر رد نمی‌شود و عملکرد مطلوب در دوره عرضه اولیه بر مدیریت سود تأثیری معکوس و معنادار دارد.

ضریب  $\beta_2$  یا عملکرد ضعیف در دوره عرضه اولیه (۰/۵۴۷) منفی است و مقدار آماره t برای آن برابر با -۸/۴۶۴ است سطح معناداری آماره t نیز ۰/۱۲۴ بوده و بزرگتر از ۰/۰۵ است. بنابراین فرضیه فرعی دوم مبنی بر تأثیر عملکرد ضعیف بر مدیریت سود پویا در دوره عرضه اولیه تایید نمی‌شود.

ضریب  $\beta_3$  یا متغیر حسابرس سطح معناداری با ضریب -۰/۸۳۴ برابر با ۰/۰۴۳ است، که این مقدار کمتر از سطح معناداری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۰۵) است، همچنین قدر مطلق آماره t مربوط به این متغیر (۲/۵۸۸) بزرگتر از آماره t بدست آمده از جدول با همان درجه آزادی است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪، ضریب بدست آمده برای متغیر فوق در مدل رگرسیونی فوق معنادار و علامت آن منفی است که نشان می‌دهد بین متغیر کنترلی حسابرس و متغیر وابسته مدیریت سود پویا در دوره عرضه اولیه رابطه معکوس معناداری وجود دارد. سطح معناداری  $\beta_4$  یا متغیر بازده دارایی با ضریب -۰/۸۶۵ برابر ۰/۰۰۰، در مدل معنادار و منفی است. همچنین سطح معناداری  $\beta_5$  یا متغیر اندازه شرکت با ضریب ۱/۲۱۱ برابر ۰/۰۱۸، مثبت و معنادار است.

نتایج برازش مدل رگرسیون آزمون فرضیه اصلی دوم مبنی بر تأثیر معنادار عملکرد صندوق سرمایه‌گذاری بر مدیریت سود پویا در دوره پس از عرضه اولیه در جدول ۳ ارائه گردیده است.

جدول ۴. نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون برای دوره پس از عرضه اولیه

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معناداری
عملکرد مطلوب	$\beta_1$	-۰/۵۰۷	-۳/۱۳۶	۰/۰۳۶
عملکرد ضعیف	$\beta_2$	۰/۲۹۴	۴/۸۷۷	۰/۰۱۲
حسابرس	$\beta_3$	-۰/۴۳۶	-۴/۵۷۳	۰/۰۳۴
بازده دارایی	$\beta_4$	-۰/۵۶۴	-۶/۱۵۲	۰/۰۰۰
اندازه	$\beta_5$	۱/۰۱۵	۴/۷۳۱	۰/۰۱۳
ضریب تعیین	۰/۴۷۸	آماره F		۱۰/۳۵۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳۵	معناداری (P-Value)		۰/۰۰۰
		آماره دوربین واتسون		۱/۹

منبع: یافته‌های پژوهش

مقدار آماره F ۱۰/۳۵۱ نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب ۰/۴۸۷ درصد و ۰/۴۳۵ درصد هستند. بر اساس نتایج ارائه شده در جدول برازش رگرسیون برای دوره پس از عرضه اولیه، ضریب  $\beta_1$  جهت بررسی تأثیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد مطلوب بر مدیریت سود پویا -۰/۵۰۷ است و مقدار آماره t برای آن برابر با -۳/۱۳۶ است. سطح معناداری آماره t ۰/۰۳۶ بوده و کوچکتر از ۰/۰۵ است بنابراین عملکرد مطلوب صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره پس از عرضه اولیه بر مدیریت سود پویا تأثیر منفی و معناداری دارد.

ضریب  $\beta_2$  یا عملکرد ضعیف در دوره عرضه اولیه (۰/۲۹۴) مثبت است و مقدار آماره t برای آن برابر با ۴/۸۷۷ است. سطح معناداری آماره t مربوط به  $\beta_2$  ۰/۱۲۴ بوده و بزرگتر از ۰/۰۵ است. بنابراین عملکرد ضعیف بر مدیریت سود پویا در دوره پس از عرضه اولیه تأثیر معناداری ندارد. ضریب  $\beta_3$  یا متغیر حسابرسی سطح معناداری با ضریب -۰/۴۳۶ برابر با ۰/۰۳۴ است، که این مقدار کمتر از سطح معناداری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۰/۰۵) است؛ همچنین آماره t مربوط به این متغیر (-۴/۵۷۳) است. بنابراین در سطح اطمینان ۰/۰۵، بین متغیر کنترلی حسابرس و متغیر وابسته مدیریت سود پویا در دوره عرضه اولیه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. سطح معناداری  $\beta_4$  یا متغیر بازده دارایی با ضریب -۰/۵۶۴ برابر ۰/۰ است، در مدل معنادار و منفی است. همچنین سطح معناداری  $\beta_5$  یا متغیر اندازه شرکت نیز با ضریب ۱/۰۱۵ برابر ۰/۰۱۳، مثبت و معنادار است.

### بحث و نتیجه گیری

با توجه به این امر که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از جمله ابزارهای مالی است که با هدف کاهش ریسک سرمایه‌گذاران، بهره‌گیری از صرفه جویی به مقیاس و افزایش فرهنگ سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران مبتدی در بازارهای مالی جهت رشد و توسعه اقتصادی کشور ابداع شده‌اند و نقشی بااهمیت در ایجاد و بهبود اطمینان سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه دارند، در این پژوهش به بررسی و تعیین میزان تأثیر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر

مدیریت سود در مرحله عرضه اولیه و پس از آن با استفاده از نمونه ای از ۱۰۰ صندوق سرمایه گذاری پرداخته شده است.

نتایج به دست آمده بر مبنای تصریح مدل برای فرضیه های این پژوهش بیانگر این امر است که صندوق های سرمایه گذاری با عملکرد مطلوب در مرحله عرضه اولیه و پس از آن به مدیریت سود کاهشی و صندوق های سرمایه گذاری با عملکرد ضعیف در دوره پس از عرضه اولیه به مدیریت سود افزایشی می پردازند، بنابراین فرضیه های اصلی این پژوهش مبنی بر اینکه مدیران صندوق های سرمایه گذاری با عملکرد متفاوت تصمیمات مدیریت سود متفاوتی اتخاذ می کنند تایید شده است و این نتایج مطابق با پژوهش های منصورفر و قادری (۱۳۹۶)؛ چانی و همکاران (۲۰۱۲)؛ حجازی و اوجی (۱۳۹۱)؛ گلدسون (۲۰۱۹)؛ محمد الحداد و همکاران (۲۰۱۳)؛ بکر و همکاران (۱۹۹۸) است.

صندوق های سرمایه گذاری با عملکرد مطلوب از روش های حسابداری استفاده می کنند که سود را به صورت کاهشی جهت تعیین ارزش های ذاتی پایین تر در بازار مدیریت نمایند که این رفتار با فرضیه هزینه سیاسی مطابقت دارد زیرا فرض بر اینست که اگر اشخاص طرف قرارداد شرکت، بدانند که سود حسابداری نشان دهنده تملک انحصاری مالک نسبت به سود است، در آن صورت این آگاهی برای صندوق سرمایه گذاری گران تمام می شود (مدرس و عسگری، ۱۳۸۸) است.

از طرفی صندوق های سرمایه گذاری با عملکرد ضعیف مطابق نتایج این پژوهش در دوره عرضه اولیه مدیریت سود نمی کنند که این رفتار با انگیزه علامت دهی در بازار سرمایه مطابقت دارد، به عبارتی صندوق های سرمایه گذاری برای دستیابی به منابع کمیاب سرمایه دارای ریسک با هم در رقابت هستند در مرحله عرضه اولیه با توجه به قوانین قیمت گذاری بازار سرمایه، حداقل قیمت به دلیل وجود ابهامات آتی در خصوص ارزش ذاتی سهم عرضه شده در مرحله عرضه اولیه پیشنهاد و عرضه می شود بنابراین صندوق های سرمایه گذاری با عملکرد ضعیف نیز این انگیزه را پیدا می کنند که برای حفظ اعتبار در بازار سرمایه و ارائه علامت صداقت به بازار مدیریت سود نکنند با اینحال پس از عرضه اولیه برای دستیابی به منظور جبران عملکرد ضعیف خود و حفظ رتبه در بازار سرمایه ملزم به مدیریت سود افزایشی می شوند با اینحال اگر نتوانند عملکرد ضعیف خود را بهبود دهند و جریان های نقدی کافی جهت مخفی سازی تأثیر اقلام تعهدی بر گردانده شده برای صندوق ایجاد نمایند استفاده از مدیریت سود افزایشی در دوره های بعدی فعالیت تأثیری نامطلوب بر نتایج عملکرد آنها خواهد داشت (گلدسون، ۲۰۱۹).

با توجه به این امر که مدیریت سود می تواند جریان های نقدی آتی و رابطه بین سودهای جاری و آتی را تحت تأثیر قرار دهد پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی به انگیزه های اثر گذار بر مدیریت سود توجه کافی را بنمایند زیرا تصمیم گیری بر مبنای سودهای مدیریت شده ممکن است منجر به نتایج مناسبی نشود؛ بنابراین با توجه به نتایج این پژوهش به سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی پیشنهاد می شود به عملکرد صندوق های سرمایه گذاری در مرحله عرضه اولیه و پس از آن توجه بیشتری بنمایند، زیرا اگر بتوانند با بررسی انگیزه های صندوق های با عملکرد مطلوب این صندوق ها را در مرحله عرضه اولیه به درستی شناسایی کنند این امر منجر به کسب سود غیرعادی برای ذینفعان خواهد شد. همچنین اگر صندوق های با عملکرد ضعیف را نیز به درستی شناسایی نکنند، این صندوق ها پس از عرضه اولیه اگر

قادر به بهبود عملکرد خود نشوند، جهت مخفی سازی عملکرد نامطلوب خود مجبور به مدیریت سود افزایشی خواهند بود که این امر در دوره‌های بعدی فعالیت تأثیری نامطلوب بر نتایج عملکرد و بنابراین کسب زیان غیر عادی برای سرمایه‌گذاران خواهد شد.

### یادداشت‌ها

- |                                |                              |                          |
|--------------------------------|------------------------------|--------------------------|
| 1. Kohn and Zarvin             | 2. Dechow                    | 3. Gledson               |
| 4. Jeeyang                     | 5. Alhaddad, Crache and Kasi | 6. Wangsonvay            |
| 7. Kotari                      | 8. Soo and Bangasa           | 9. Glavi                 |
| 10. Zaloci, Cambel, Goda, Kari | 11. Hasinha Loislin          | 12. Cantrapaltovantong   |
| 13. Hacsberg                   | 14. Dehorn                   | 15. Barto, Gal and Tesoy |
| 16. Yoon and Miller            | 17. Djorj and Panel          | 18. Heily                |

### منابع

- ابراهیمی کردلر، علی؛ حسنی آذر داریانی، الهام. (۱۳۸۵). بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۴۲، ۶۰-۴۱.
- احمدی، محمدرضا؛ درسه، صابر. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر دست کاری فعالیت‌های واقعی و مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۶(۳)، ۱۸۴-۱۵۳.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ تهرانی، رضا؛ شیرازیان، زهرا. (۱۳۸۴). عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس سه شاخص ترین، جنسن و شارپ با اندازه (ارزش بازاری) و نقدشوندگی آنها. *تحقیقات مالی*، ۷(۱۹)، ۲۴-۳.
- اسماعیلی، زهرا؛ عباسی، ابراهیم؛ فلاح، میرفیض. (۱۳۹۷). پیش‌بینی عملکرد کوتاه‌مدت عرضه عمومی اولیه سهام با استفاده از مدل‌های نزدیک‌ترین همسایگی و ماشین بردار پشتیبان. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۲۱، ۲۷-۹.
- ایمانی برندق، محمد؛ هاشمی، طاهر. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر عوامل سیاسی بر مدیریت سود. *دانش حسابرسی*، ۱۸(۷۱)، ۹۰-۷۷.
- بزاززاده، حمیدرضا؛ دهقان، منصور. (۱۳۹۰). وجه نقد حاصل از عملیات و مدیریت سود: آزمون مدل K-S. *مجله حسابداری مدیریت*، ۴(۹)، ۳۹-۲۳.
- بستانی، حسین. (۱۳۹۸). تأثیر راهبرد تنوع بخشی بر مدیریت سود. *دانش حسابداری مالی*، ۶(۲)، ۲۳۴-۲۱۵.
- تقفی، علی؛ بهار مقدم، مهدی. (۱۳۸۷). محرک‌های مؤثر بر مدیریت سود. *مجله توسعه و سرمایه*، ۱(۲)، ۱۲۵-۱۰۳.
- تقفی، علی؛ مرادی جز، محسن؛ سهرابی، حسینعلی. (۱۳۹۳). رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرایط نااطمینانی محیطی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۷(۱۷)، ۲۷-۷.
- حجازی، رضوان؛ اوجی، محمد. (۱۳۹۱). چشم‌اندازی به تئوری حسابداری اثباتی، *پژوهش حسابداری*، ۱(۴)، ۹۶-۶۹.
- خداپرستی، صابر؛ زمانیان، غلامرضا؛ سنگینان، علی. (۱۳۹۳). عوامل مؤثر بر بازده کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام عرضه شده در عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۳(۱۱)، ۲۰۰-۱۷۹.
- خدایی وله‌زاقرد، محمد؛ فولادوندنیا، الهام. (۱۳۸۹). ارزیابی عملکرد مدیریت پرتفوی با تاکید بر چارچوب ریسک نامطلوب در شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۳(۱)، ۹۰-۶۷.
- دامی، احمد. (۱۳۹۱). تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشکده علوم اقتصادی، وزارت علوم، تحقیقات و فناوری.
- دولو، مریم؛ مسلمی، الهام. (۱۳۹۶). بازارهای سرد و داغ عرضه‌های عمومی اولیه سهام (IPO). *بورس اوراق بهادار*، ۱۰(۳۹)، ۴۷-۲۳.
- سعیدی، علی؛ مقدسیان، ایمان. (۱۳۸۹). ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری سهام در ایران. *بورس اوراق بهادار*، ۱(۹)، ۲۴-۵.
- عبده تبریزی، حسین؛ دموری، داریوش. (۱۳۸۲). شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلندمدت سهام جدیداً پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۵(۱۵)، ۵۰-۲۳.

- عرب‌مازار یزدی، محمد؛ مشایخ، شهناز. (۱۳۸۴). بررسی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس تهران در دوره ۱۳۸۰-۱۳۷۴. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲(۴)، ۶۰-۴۱.
- قاضی‌فرد، امیرمهدی؛ جمشیدی، حمید؛ پورمصطفی خشکرودی، مهدی. (۱۳۹۱). اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از مدل تلفیقی QFD و AHP در محیط فازی. *کاوش‌های مدیریت بازرگانی*، ۴(۸)، ۲۹-۱.
- قائمی، محمدحسین. (۱۳۸۵). بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های عادی جدیدالورود به بورس تهران. *مطالعه تحقیقاتی دانشگاه بین‌المللی امام خمینی*. کردستانی، دکتر غلامرضا؛ آشتاب، علی. (۱۳۸۸). پیش‌بینی مدیریت سود بر مبنای تعدیل سود هر سهم. *مجله توسعه و سرمایه*، ۲(۲)، ۱۵۸-۱۴۱.
- مدرس، احمد؛ عسگری، محمدرضا. (۱۳۸۸). شناسایی عوامل مؤثر بر بازده غیرعادی بلندمدت سهام عرضه عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. *بورس اوراق بهادار*، ۲(۵)، ۱۰۳-۷۷.
- مشایخی، بیتا؛ مهرانی، ساسان؛ مهرانی، کاوه؛ کرمی، غلامرضا. (۱۳۸۴). نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲(۴)، ۷۴-۶۱.
- منصورفر، غلامرضا؛ قادری، بهمن؛ دانشیار، فاطمه. (۱۳۹۶). فرضیه سیاسی و کیفیت گزارشگری مالی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۴(۵۳)، ۱۴۲-۱۱۳.
- مهرانی، ساسان؛ گنجی، حمیدرضا؛ تحریری، آرش؛ عسگری، محمدرضا. (۱۳۸۸). ارزیابی رتبه بندی شرکت‌ها بر اساس اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری و مقایسه آن با رتبه‌بندی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله توسعه و سرمایه*، ۲(۱)، ۳۲-۷.
- مهربان‌پور، محمدرضا؛ صفایی، محمد؛ صمیمی‌نژاد، رویا؛ نوحی، رضا. (۱۳۹۶). رتبه‌بندی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران بر اساس معیارهای ریسک مطلوب و نامطلوب. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۶(۲۴)، ۲۳۰-۲۱۵.

## References

- Arab Mazar Yazdi, Mohammad; Shaykhs, Shahnaz. (2006). A study of the performance of investment companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 1996-2000. *Accounting and Auditing Reviews*, 12(4), 41-60 [In Persian].
- Abde Tabrizi, H., Damori, D. (2003). Identifying the factors affecting the long-term return of newly admitted stocks on the Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 5(15), 23-50 [In Persian].
- Ahmadi, M.R., Dorseh, S. (2016). Investigating the effect of manipulation of real activities and earnings management based on accruals on the risk of future stock price falls in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Empirical Accounting Research*, 6(3), 184-153 [In Persian].
- Bazazzadeh, H.R., Dehghan, M. (2011). Cash from operations and profit management: Model test K-S. *Journal of Management Accounting*, 4(9), 23-39 [In Persian].
- Becker, C.L. DeFond, M.L., Jiambalvo, J., Subramanyam, K.R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.
- Bostani, H. (2019). The effect of diversification strategy on profit management. *Knowledge of Financial Accounting*, 6(2), 215-234 [In Persian].
- Cohen, D., Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19.
- Chang, C.H., Lin, J.J., Lin, J.H., Chiang, M.C., (2010). Domestic open-end equity mutual fund .performance evaluation using extended TOPSIS method with different distance approaches. *Expert systems with Applications*, 37, 4642-4649.
- Ebrahimi Kordler, A., Hassani Azar Dariani, E. (2006). Investigating earnings management at the time of initial public offering of shares in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, 42, 60-41 [In Persian].
- Dami, A. (2012). The effect of information asymmetry on pricing below the initial public offerings on the Tehran Stock Exchange. *Master Thesis*, Faculty of Economics, Ministry of Science, Research and Technology [In Persian].
- Davallu, M., Muslemi, E. (2017). Hot and cold markets IPOs. *Stock Exchange*, 10(39), 23-47 [In Persian].

- Kothari, S.P., Leone, A.J., Wasley, C.E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting & Economics*, 39(1), 163-197.
- Dong, G., Yamaguchi, D., Nagai, M., (2009). A grey-based decision making approach to the supplier selection Problem. *Mathematical and computer modeling*, 46, 573-581.
- Jiang, H., Habib, A., Wang, S. (2018). Real earnings management, institutional environment, and future operating performance: an international study. *The International Journal of Accounting, Elsevier*, 53(1), 33-53.
- Galloway, T.L., Miller, D.R., Arthurs, J.D., Kim, S.K., Cho, S.Y. (2011). Source of information asymmetry and underpricing in initial public offerings. *Babson College Entrepreneurship Research Conference*, Syracuse, NY.
- Alhadab, M., Clacher, I., Keasey, K. (2013). Real and accrual earnings management and IPO failure risk. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2225411>.
- Wongsunwai, W. (2013). The effect of external monitoring on accruals-based and real earnings management: Evidence from venture-backed initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 296-324.
- Su, C., Bangassa, K. (2011). The impact of underwriter reputation on initial returns and long-run performance of IPOs. *Journal of Financial Markets, Institutions & Money*, 21, 760-791.
- Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Imani Brandagh, M., Hashemi, T. (2018). Investigating the effect of political factors on profit management. *Auditing Knowledge*, 18(71), 90-77 [In Persian].
- Ismaili, Z., Abbasi, I., Fallah, M.F. (2018). Predict the short-term performance of the initial public offering of the stock using the nearest neighborhood models and the backup vector machine. *Financial Management Perspectives*, 21, 9-27 [In Persian].
- Islami Bidgoli, Gh., Tehrani, R., Shirazian, Z. (2006). Performance of investment companies based on three indicators: Trainer, Jensen and Sharp with their size (market value) and liquidity. *Financial Research Journal*, 7(1), 3-24 [In Persian].
- Ghaemi, M.H. (2005). Investigating the short-term returns of shares of new companies listed on the Tehran Stock Exchange. Research study of Imam Khomeini International University [In Persian].
- Ghazifard, A.M., Jamshidi, H., Pour Mostafa Khoshkroudi, M. (2012). Prioritization of factors affecting the performance of investment funds using a combined model of QFD and AHP in a fuzzy environment. *Business Management Explorations*, 4(8), 1-29 [In Persian].
- Hejazi, R., O'ji, M. (2012). Perspectives on positive accounting theory. *Accounting Research*, 1(4), 69-96 [In Persian].
- Jeeyang. (2018). How do performance measures perform? Portfolio selection, 33(4), 64-74.
- Khodaei, M., Foladvandnia, E. (2010). Appraisal of portfolio management performance of investment companies listed in TSE within downside risk framework. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 3(1), 67-90 [In Persian].
- Khodaparasti, S., Zamanian, Gh., Sanginian, A. (2014). Factors affecting the short-term and long-term returns of shares offered in initial public offerings on the Tehran Stock Exchange. *Empirical Accounting Research*, 3(11), 179-200 [In Persian].
- Kordestani, Gh., Ashtab, A. (2009). Predicting earnings management based on adjusted EPS. *Journal of Development and Capital*, 2(2), 141-158 [In Persian].
- Kotari (2012). Combining VIKOR with GRA techniques to evaluate service .quality of airports under fuzzy Environment. *Expert systems with applications*, 38, 1304-1312.
- Kuo, Y., Yang, T., Huang, G., (2008). The use of grey relational analysis in solving multiple attribute decision Making problems. *Computers & industrial engineering*, 55, 80-93.
- Mansourfar, G., Qaderi, B., Daneshyar, F. (2017). Political Hypotheses (Political Costs) and Financial Reporting Quality: Empirical Evidence from Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 14(53), 113-142 [In Persian].



- Mashayekhi, B., Mehrani, S., Mehrani, K., Karami, Gh. (2006). The role of discretionary accruals in earnings management of listed companies in Tehran Stock Exchange (TSE). *Accounting and Auditing Review*, 12(4), 61-74 [In Persian].
- Chaney, P.K., Faccio, M., Parsley, D.C. (2012). The quality of accounting information in politically connected firm. *Working Paper*, Vanderbilt University.
- Mehrabanpour, M.R., Safaei, M., Samimi nejad, R., Nouhi, R. (2017). Ranking of investment funds in Iran based on favorable and unfavorable risk criteria. *Investment Knowledge*, 6(24), 215-230 [In Persian].
- Mehrani, S., Ganji, H., Tahriri, A., Asgari, M. (2009). Evaluation of firm ranking based on accounting and non accounting data and comparing it with firm ranking in Tehran Stock Exchange. *Journal of Development and Capital*, 2(1), 7-32 [In Persian].
- Modarres, A., Askari, M.R. (2008). Identifying the factors affecting the abnormal long-term return on initial public offering shares on the Tehran Stock Exchange. *Stock Exchange*, 2(5), 77-103 [In Persian].
- Pendaraki, K., Zopounidis, C., Doumpos, M., (2015). On the construction of mutual fund portfolios: A multicriteria methodology and an application to the Greek market of equity mutual funds. *Operational research*, 163, 462-481.
- Reilly, F., Norton, E., (2016). *Investments* (7th ed.), south western Ohio, Thomson Antonio Goledson de Carballo (2019) *The Dynamics of Earnings Management in IPOs and the Role of Venture Capital*.
- Saeedi, Ali; Moghadasian, I. (2010). Evaluating the performance of stock investment funds in Iran. *Stock Exchange Quarterly*, 1 (9), 5-24 [In Persian].
- Saghafi, A., Bahar Moghaddam, Ph.D, M. (2008). Incentives Affecting Earnings Management. *Journal of Development and Capital*, 1(2), 103-125 [In Persian].
- Saghafi, A., Moradi Jaz, M., Sohrabi, H.A. (2014). The relationship between earnings management and information asymmetry in conditions of environmental uncertainty. *Journal of Accounting Knowledge*, 17, 7-27 [In Persian].
- Soo&bangasa. (2011). Portfolio optimization of equity mutual funds with fuzzy return rates and risks, expert Systems with applications, 36, 3720-3727.
- Wieck, M., Ehr Gott, M., Fedal, G., Figueira. J.R., (2011). Multiple criteria decision making for engineering. *Omega*, 36, 337-339.