



پیش‌بینی سود در عرضه اولیه سهام و پیامدهای آن

آناهیتاسادات دریاباری^۱

ایمان داداشی^۲

کاوه آذین‌فر^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۱۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۰۶

چکیده

هدف: سود پیش‌بینی شده از جمله اطلاعات اثرگذار بر تصمیم خرید سهام در زمان عرضه اولیه عمومی است. از طرفی، افشای پیش‌بینی سود می‌تواند شرکت‌ها را تحت فشار قرار دهد که هدف را برآورده کنند و عدم انجام این کار عواقب شدیدی برای افزایش سرمایه‌های بعدی به دنبال خواهد داشت. هدف این پژوهش بررسی تاثیر پیش‌بینی سود در زمان عرضه اولیه بر عملکرد بلندمدت شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

روش: برای سنجش عملکرد بلندمدت شرکت‌ها از دو روش بازده تعدیل شده سهام شرکت نسبت به بازار و مدل ۳ عاملی فاما و فرنچ استفاده شده است. داده‌های موردنیاز برای پژوهش حاضر، از ۱۰۷ شرکتی که سهام‌شان در دوره زمانی ۱۳۹۶-۱۳۸۱ عرضه عمومی اولیه شده‌اند، استخراج شده و با استفاده از نرم افزار stata مورد تحلیل قرار گرفتند.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش حاکی از عدم وجود تاثیر معنادار پیش‌بینی سود در زمان عرضه اولیه بر عملکرد طولانی مدت شرکت‌ها (در هر دو روش) می‌باشد.

نتیجه‌گیری: پیش‌بینی سود در زمان عرضه اولیه دارای محتوای اطلاعاتی نیست. با توجه به اختلاف بین سودهای واقعی و پیش‌بینی شده، که سود محقق شده ۲۷ درصد سود پیش‌بینی شده بوده و این رقم به بیش از ۸۱ درصد هم رسیده، به نظر می‌رسد بخاطر نبودن مجازات قانونی و عدم توجه به پیامد و هزینه‌های پیش‌بینی نادرست، مدیریت خود را تحت فشار برای محقق کردن سود پیش‌بینی شده نمی‌بیند در نتیجه سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی سود در تصمیم‌گیری‌ها توجهی نشان نمی‌دهند.

واژه‌های کلیدی: پیش‌بینی سود، عرضه عمومی اولیه، عملکرد بلند مدت، بازده تعدیل شده، مدل فاما و فرنچ.

طبقه‌بندی: G17، G11، G1: JEL

۱. گروه حسابداری، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران. daryabari@baboliau.ac.ir

۲. گروه حسابداری، دانشگاه قم، قم، ایران (نویسنده مسئول) I.dadashi@qom.ac.ir

۳. گروه حسابداری، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران. azinfar@baboliau.ac.ir

۱- مقدمه

بر اساس مبانی نظری گزارشگری مالی، هدف نخست گزارشگری مالی کمک به سرمایه‌گذاران در اخذ تصمیم‌های اقتصادی است. لذا دلیل اصلی نیاز به گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعات و تضاد میان مدیران و سرمایه‌گذاران می‌باشد (گیتزمن و ترومبت^۱، ۲۰۰۰). در جامعه امروزی که هر چه بیشتر و بیشتر، اعتبار اطلاعات افشا شده توسط بخش‌های مختلف زیرسوال قرار می‌گیرد مبنایی که بر اساس آن پیش‌بینی‌های سود نیز تهیه می‌شوند، باید معتبر و از مستندات کافی برخوردار باشد. پیش‌بینی سود می‌بایست اطلاعاتی را فراهم کند که منطقی و قابل اتکا باشند، و ضمناً چنانچه تحت رسیدگی قرار گرفت، قابلیت دفاع داشته باشد. پیش‌بینی سود باید مبنایی برای یک پیش‌بینی مالی، برآورد جزئی از وضعیت مالی شرکت در آینده و همچنین نتایج عملیات و تغییرات در وضعیت مالی باشد. از طرفی بررسی انحرافات بین سود پیش‌بینی شده توسط شرکت‌ها با سود واقعی با اهمیت است. اهمیت این موضوع، در میزان اتکا به پیش‌بینی‌های انجام شده توسط شرکت‌ها است. در صورتیکه ارتباط بین این دو قوی باشد، سود پیش‌بینی شده می‌تواند مبنای مناسبی در شتصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری به شمار آید و در صورتی که میزان انحرافات زیاد باشد می‌بایست به دنبال یافتن راه‌حلی برای قابل‌اتکاتر کردن پیش‌بینی سود توسط شرکت‌ها بود (شیواکومار و همکاران، ۲۰۱۱).

یکی از اولین و مهمترین پرسش‌هایی که در بازارهای سهام همواره مطرح بوده است، امکان پیش‌بینی قیمت سهام می‌باشد. سرمایه‌گذاران، سهامداران، مدیران، پژوهشگران و سایر دست‌اندرکاران بازار سهام به دنبال آن هستند تا امکان‌پذیری پیش‌بینی قیمت سهام را آزمون کرده و هر کدام بنا به دیدگاه خاص خود، بهره‌لازم را از این پیش‌بینی ببرند. توجه به بودجه سالانه شرکت و پیش‌بینی تولید، فروش و سود هر سهم آن و کنترل بودجه در گزارش‌های میان‌دوره‌ای و میزان تحقق پیش‌بینی‌ها، در تغییرات قیمت سهام تأثیر به‌سزایی دارد. شاید بتوان مهمترین عامل تأثیرگذار بر قیمت سهام را در پیش‌بینی سود هر سهم جستجو کرد. اغلب اوقات سود هر سهم به عنوان تنها مقیاسی تلقی می‌شود که به بهترین نحو عملکرد یک شرکت در آن تبلور یافته است (خالقی مقدم و آزاد، ۸۳). هدف از این پژوهش بررسی تأثیر پیش‌بینی سود در زمان عرضه اولیه ی شرکت‌ها و بعد از ورود آنها به بورس بر عملکرد بلندمدت عرضه اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران و به طور خاص تر انگیزه ی عرضه اولیه عمومی در پیش‌بینی سود و ارزش چنین اطلاعاتی به سرمایه‌گذاران است. مطالعه ما به ادبیات موجود در پیش‌بینی سود، و عملکرد بلندمدت کمک می‌کند. نتایج، پیامدهای پیش‌بینی سود را روی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران مشخص می‌کند. همچنین برای سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت و بلندمدت مفید می‌باشد و بینشی را در مورد اطلاعات منتقل شده در پیش‌بینی سود در زمان عرضه اولیه سهام ارائه می‌کند و می‌توان در مورد کارایی اطلاعاتی بازار عرضه اولیه در ایران به نتایجی رسید.

1. Gietzmanne & Trombetta
2. Shiva Kumar
3. Initial Public Offerings (ipo)

پیشینه ی پژوهش

عرضه اولیه سهام

دلیل عرضه عمومی سهام آن است که به زعم کارآفرینان قیمت فروش سهام در عرضه عمومی نسبت به فروش اختصاصی بالاتر بوده و کشف ارزش واقعی شرکت در بازار عمومی برای خریداران بالقوه ساده تر است (زینگالس، ۱۹۹۵). به عقیده لوکاس و مکدونالد (۱۹۹۰) شرکت ها در بازارهای راکد عرضه های اولیه را به تعویق انداخته و برای دستیابی به قیمت بالاتر، در بازارهای پررونق اقدام به عرضه عمومی می‌کنند. به نظر میرسد عرضه های عمومی اولیه سهام در دوره هایی رخ میدهد که تعداد عرضه ها بالا و قیمت گذاری اولیه پایین است. عرضه اولیه در بلندمدت به چند دلیل جالب توجه است: نخست از دیدگاه سرمایه گذار، وجود الگوی قیمتی، فرصتی به دست می‌دهد تا استراتژی مطلوب برای مبادله به منظور دستیابی به بهترین بازده تشخیص داده شود. دوم، وجود بازدهی غیرعادی در بلند مدت، کارایی اطلاعاتی بازارهای عرضه اولیه را به چالش می‌کشد. سوم، حجم عرضه اولیه در طول زمان، بی ثباتی های زیادی را نشان می‌دهد. اگر دوره های با حجم بالای مبادلات عرضه اولیه با عملکرد منفی در بلند مدت همراه باشد، این مساله نشان می‌دهد که بنگاه زمان مناسبی را برای عرضه انتخاب کرده است. چهارم، هزینه افزایش سرمایه، برای بنگاهی که وارد بورس می‌شود نه تنها به هزینه مبادلات در فرایند عرضه اولیه بستگی دارد، بلکه با بازده سرمایه گذاران بعد از ورود سهام به بازار هم ارتباط دارد (ریتر، ۱۹۹۱). در ایران، با توجه به افزایش عرضه اولیه در سال های اخیر، به ویژه به دنبال مطرح شدن خصوصی سازی و سیاست های اصل ۴۴، بررسی عملکرد عرضه های اولیه در کوتاه مدت و بلندمدت اهمیت ویژه ای می‌یابد (علوی طبری و همکاران، ۱۳۸۸).

دو وظیفه بسیار مهم یک سیستم مالی، تسهیم ریسک میان سرمایه گذاران و تامین سرمایه مورد نیاز شرکت ها است. فرایند عرضه اولیه به مالکان شرکت اجازه می‌دهد تا با واگذاری قسمتی از سرمایه، ریسک شرکت را نیز با تعداد بیشتری سرمایه گذار تسهیم کنند (پریتسکر، ۲۰۰۶). موضوعی که در رابطه با عرضه اولیه، مورد توافق اکثر محققان است، وجود ناهنجاری هایی در بازار عرضه اولیه سهام، به شرح زیر است:

- ۱) ارزان فروشی عرضه اولیه با بازده غیر عادی مثبت اولیه
- ۲) عملکرد منفی عرضه اولیه در بلند مدت
- ۳) تغییرات چرخه ای در حجم مبادلات عرضه اولیه با پدیده بازار داغ

در دهه گذشته، موضوع عرضه عمومی اولیه بسیار مورد توجه قرار گرفته است. سرمایه گذاران به سود فوق العاده ای که عرضه های اولیه دارند علاقه مند هستند. قیمت اولیه در مقطع ابتدایی بسیار کم است. در نتیجه بازده اولیه ی قابل توجهی را شاهد خواهیم بود. با این حال، پس از عملکرد کوتاه مدت به طور متوسط ضعف نفس گیری در یک دوره طولانی تر وجود خواهد داشت (جی هونگ، ۲۰۱۱).

عرضه اولیه ی سهام شرکت‌ها یکی از گزینه‌های بسیار جذاب برای افراد تازه وارد در بورس به شمار می‌رود. چون سهام‌هایی که در این عرضه به فروش می‌رسند در بیشتر مواقع سودآور هستند و به همین دلیل، طرفداران زیادی دارند. معمولاً در این جور مواقع، سهام شرکت کمی ارزان‌تر از ارزش ذاتی که توسط تحلیل‌گران برآورد شده، عرضه می‌شود تا برای سرمایه گذاران جذابیت بیشتری داشته باشد. این کار باعث افزایش تقاضا برای آن

سهام می‌شود. این جذابیت قیمتی در کنار عواملی که توضیح داده شد، باعث می‌شود تا قیمت سهام شرکت‌ها بعد از عرضه اولیه رشد کند. بعد از مدتی با افزایش قیمت سهام و هم چنین عرضه سهامداران عمده و سرمایه‌گذارانی که در ابتدا سهام را خریداری کرده‌اند کم‌کم تقاضا برای سهام کاهش پیدا می‌کند. در این هنگام می‌گویند که سهام، متعادل شده است. پس از این ماجرا، سرمایه‌گذاران با آن سهام نیز مثل سایر سهام‌های بازار برخورد می‌کنند. از این به بعد رشد و افت قیمت سهام به عملکرد آن شرکت بستگی پیدا می‌کند. حتی اگر آن سهام به شکل هیجانی رشد کرده باشد، باز هم این احتمال وجود دارد که افت زیادی را تجربه کند.

ما با سه پدیده غیر عادی در زمینه ی عرضه ی اولیه ی عمومی سهام در بازار بورس مواجه می‌باشیم:

۱) وجود دوره‌های مشخص تاثیرگذار بر روی میزان عرضه ی اولیه ی سهام و مقدار قیمت‌گذاری کمتر از واقع شرکت‌ها در بازار.

۲) عرضه ی اولیه ی زیر قیمت سهام شرکت‌های تازه وارد که باعث می‌شود بازده کوتاه‌مدت این شرکت‌ها بیشتر از بازده کوتاه مدت باز طی دوره مشابه باشد.

۳) بازده بلند مدت کمتر سهام شرکت‌های تازه وارد نسبت به بازده بلند مدت سهام شرکت‌های مشابه در بازار (لوج، ۱۹۷۳).

با توجه به پیشینه ی پیش بینی سود در این پژوهش به دنبال بررسی این موضوع هستیم که آیا پیش بینی سود در زمان عرضه اولیه سهام تأثیری بر عملکرد آتی شرکت دارد یا خیر. در همین راستا، تأثیر برخی از ویژگی‌های شرکت در زمان ورود به بورس همچون عمر شرکت، توزیع مالکیت و نحوه قیمت‌گذاری سهام، میزان پیش بینی درست شرکت‌ها و ... نیز مدنظر قرار خواهند گرفت.

تصمیم پیش‌بینی سود

بررسی روند تغییرات سهام متداولترین نقطه شروع در زمان خرید سهام می‌باشد. از این رو آگاهی از عوامل موثر بر قیمت سهام بسیار حائز اهمیت می‌باشد. از آنجا که قیمت سهام تحت تأثیر عوامل مختلف تغییر می‌کند و هر کدام از این عوامل به نوعی باعث کاهش یا افزایش قیمت سهام می‌شوند، تحلیل هر یک از عوامل ضروری باشد. تغییرات قیمت سهام شرکت‌ها تحت تأثیر عوامل سیاسی، اقتصادی و غیره است. یکی از عوامل موثر بر روند قیمت سهام یک شرکت، نشانه‌ها و علایمی است به صورت اطلاعات مختلف از داخل شرکت انعکاس می‌یابد و در دسترس سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. از جمله اطلاعات منتشر شده از سوی شرکت‌ها، صورت‌های مالی اساسی و اعلان سود پیش‌بینی شده هر سهم برای سال مالی آینده است. این اطلاعات حسابداری نقش مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در خصوص خرید، فروش و نگهداری سهام دارد (جبارزاده کنگرلویی و عسگری، ۱۳۸۹).

یکی از اطلاعات مهم و اصلی صورت‌های مالی، سود است. طبق بیانیه شماره ۱ مفاهیم حسابداری هیأت استانداردهای حسابداری مالی، استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، از سود استفاده‌های گوناگونی می‌کنند. آن‌ها می‌توانند:

الف- عملکرد مدیریت را ارزیابی کنند.

ب- توان سودآوری شرکت را در طی یک افق طولانی مدت ارزیابی کنند.

ج- سودهای آتی را پیش‌بینی کنند.

د- مخاطرات سرمایه‌گذاری در شرکت یا اعتباردهی به آن را برآورد کنند (علم‌الهدی، ۱۳۹۳)
اطلاعات ارائه شده ی شرکت، از جمله اطلاعات مربوط به سود، مبتنی بر رویدادهای گذشته است. حال آنکه استفاده کنندگان صورت های مالی، نیازمند اطلاعاتی درباره ی آینده ی شرکت هستند در واقع پیش بینی سود به وسیله مدیریت، اطلاعاتی در مورد آینده ی شرکت فراهم می کند (حقیقت و معتمد، ۱۳۹۰).

بسیاری از سرمایه گذاران برای تصمیم گیری در زمینه سرمایه گذاری به عملکرد سود متکی هستند. شرکت ها سود آتی خود را در امیدنامه پیش بینی می کنند. از آنجا که قیمت سهام، به عملیات آتی مورد انتظار شرکت بستگی دارد، پیش بینی های انجام شده توسط مدیران با تحلیل گران برای سرمایه گذاران اهمیت زیادی دارد (اگروال، ۲۰۰۷). عدم تقارن اطلاعاتی سهامداران بالقوه (آتی) در مورد چشم انداز سرمایه گذاری شرکت موجب می گردد آنها احساس کنند در صورت سرمایه گذاری، وقوع زیان محتمل تر است (فرمان آرا، ۱۳۹۷). مدیران پیش‌بینی سود را به خاطر کاهش عدم تقارن اطلاعات ارائه می کنند (ورچیا، ۲۰۰۱).

بوزانیک و همکاران (۲۰۱۸) واکنش های قیمت سهام را به پیش بینی سود مدیران بررسی کردند و نشان دادند که واکنش قیمت بازار سهام به طور متوسط در هفته افشای پیش بینی وجود دارد. محققان همچنین بر رویه فراهم سازی پیش بینی های سود مدیران انتقاد دارند. آنها شواهدی را از استفاده فرصت طلبانه از پیش بینی های سود مدیران، از جمله افشای پیش بینی ها برای مدیریت انتظارات تحلیلگران ارائه کردند.

پیش بینی ها می توانند به عنوان اطلاعات معتبر توسط شرکت کنندگان در بازار دریافت شوند. شرکت هایی که تاریخچه سود دارند ممکن است پیش بینی در زمان عرضه ی اولیه را آسان تر کنند، در حالی که شرکت ها با تاریخچه ی سود کمتر، به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر در ارتباط با چنین شرکت هایی، می توانند از پیش بینی سود بهره مند شوند (هرتنت، ۲۰۱۰). در برخی کشورها در زمان عرضه ی اولیه شرکت ها ملزم به ارائه ی پیش بینی سود نیستند و افشای چنین اطلاعاتی داوطلبانه است. اگرچه چنین اطلاعات داوطلبانه ای به سرمایه گذاران در تصمیم گیری آگاهانه برای سرمایه گذاری کمک میکند. افشای پیش بینی سود در دفترچه راهنمای عرضه اولیه می تواند به عنوان یک وعده از طرف مدیریت شرکت به سرمایه گذاران بالقوه تفسیر شود. به طور معمول، شرکت های بزرگ برای سرمایه گذاران و بازار شناخته شده هستند؛ از این رو انگیزه برای پیش بینی ضعیف است. در برخی کشورها پیش بینی سود توسط دو گروه مدیران و تحلیلگران مالی انجام می شود. تحلیل گران مهارت های مختلفی را ابراز می کنند که ممکن است از تجربه، حجم کار یا دامنه ی تغییرات ریسک حاصل شده باشد. از سوی دیگر خصوصیات شرکت نیز صحت پیش بینی سود تحلیلگران را تحریک می کند مثل اندازه شرکت، صنعت یا کشوری که شرکت در آن فعالیت می کند یا محیط نظم دهنده آن. بعلاوه عملکرد مدیریت ممکن است صحت پیش بینی را به طور مستقیم یا غیرمستقیم تحت تاثیر قرار دهد (ارنست برگر^۱ و همکاران، ۲۰۰۸).

1. Ernst Berger
2. Kays
3. Baron & Burton

پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهند که پیش‌بینی‌های مدیریت، قیمت سهام، نقدینگی بازار سهام و پیش‌بینی تحلیلگران را تحت تأثیر قرار می‌دهد (خالقی مقدم، ۱۳۷۷). به نظر می‌رسد که سود پیش‌بینی شده می‌تواند اطلاعات خصوصی مفیدی را برای سرمایه‌گذاران افشا نماید و بر قیمت بازار سهام شرکت اثرگذار باشد و اگر با خطا همراه نباشد می‌تواند به بهبود تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان از گزارش‌های حسابداری منجر شود (کوهن و همکاران، ۲۰۱۸).

پیش‌بینی سود و عملکرد بلند مدت

اهمیت شناخت و تحلیل عوامل موثر بر عملکرد شرکت‌ها از آن جایی بیشتر خودنمایی می‌کند که به این نکته مهم توجه کنیم که اکثر مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس مانند سایر مدیران برای هدایت شرکت‌های خود علاوه بر هدایت عوامل داخلی (استفاده از نقاط قوت و بهبود یا رفع نقاط ضعف) می‌بایستی بتوانند عوامل محیطی خود را (تهدیدها و فرصت) به گونه‌ای هدایت کنند که بتوانند اهداف متصور برای خود را محقق سازند (محقق نیا و همکاران، ۱۴۰۱).

مدیران شرکت‌ها همواره در حال تصمیم‌گیری‌های استراتژیک و عملیاتی برای شرکت می‌باشند و شرکت‌ها نیز بر اساس تصمیمات گرفته‌شده همواره با طیف گسترده‌ای از بازخوردهای کمی و کیفی از طرف بازار، مشتریان، کارکنان و سایر ذینفعان روبرو هستند. این بازخوردها ممکن است تصمیمات گرفته‌شده را حمایت کنند که به این بازخوردها بازخوردهای حمایتی می‌گویند. از نشانه‌های این نوع بازخوردها می‌توان به افزایش فروش، افزایش تعداد توافقات قراردادی با شرکت‌ها و افزایش رضایت کارکنان اشاره کرد (کایز^۱، ۲۰۰۱). در برخی مواقع نیز بازخوردها تصمیمات اتخاذ شده را نقض می‌کنند و نیاز به اصلاح در تصمیمات را نشان می‌دهند که بازخوردهای اصلاحی نام دارند. از نشانه‌های این بازخوردها می‌توان به بدنامی شرکت در رسانه‌ها، کاهش فروش و گردش بالای کارکنان در شرکت اشاره کرد (بارون و پورتون، ۲۰۰۱). عدم توجه به بازخوردهای اصلاحی باعث عدم استفاده از اطلاعات حاصل از این بازخوردها در فرآیند تصمیمات آتی مدیران می‌شود. یکی از تصمیماتی که توسط مدیران گرفته می‌شود، اعلام پیش‌بینی سود می‌تواند شرکت‌ها را تحت فشار قرار دهد که هدف اعلام شده را برآورده کنند و عدم انجام این کار عواقب ناخوشایندی برای شرکت خصوصاً در زمان افزایش سرمایه خواهد داشت. هزینه پیش‌بینی‌های نادرست شامل هزینه‌های مرتبط با از دست دادن شهرت است و این برای شرکت‌های عرضه‌ی اولیه مهم است زیرا آنها برای افزایش بودجه تمایل به وارد شدن در بازار را دارند (کلارکسون و همکاران، ۱۹۹۲). همچنین ممکن است شرکت‌ها زمانی که مزایای افشا بیشتر از هزینه‌ها باشد به طور داوطلبانه اطلاعات مربوط به چشم‌انداز سود را افشا کنند (دونوتو، ۱۹۸۹). از این رو، به احتمال زیاد شرکت‌های عرضه‌ی

4. Clarkson
5. Donotoh
6. Teoh
7. Shivakumar

اولیه به منظور اجتناب از مجازات های قانونی برای ارائه اطلاعات نادرست تنها اطلاعات معتبر را به طور داوطلبانه افشا می‌کنند (تئو، ۱۹۹۸).

شیواکومار، و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند که در شرکت های غیر عرضه ی اولیه پیش بینی سود منبع اطلاعات مهمی برای شرکت کنندگان در بازار است و عدم تقارن اطلاعات را کاهش می دهد. با این حال، استفاده از پیش بینی به عنوان یک سیگنال افزایش دهنده ی ریسک از دست دادن اعتماد سرمایه گذاران، به ویژه هنگامی که خطا در پیش بینی رخ دهد (به عنوان مثال، تفاوت بین سود واقعی و سود پیش بینی شده) قابل توجه است. یک خطای پیش بینی قابل توجه سرمایه گذاران را ترغیب میکند تا سرمایه گذاری دارایی های خود را در شرکت های عرضه ی اولیه کاهش دهند و این می تواند منجر به عملکرد ضعیف در بلند مدت شود. اگر و آل (۲۰۰۷) بیان می دارد، هر چه پیش بینی ها واقعی تر باشد افت عملکرد کمتر خواهد بود.

عبدالقادر و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی روابط بین ارائه پیش بینی سود در زمان عرضه ی اولیه و مدیریت سود پرداختند. نتیجه نشان داد که عملکرد ضعیف در بلند مدت، با استفاده از بازده خرید و نگهداری سهام و مدل سه عاملی فاما و فرنچ، محدود به عرضه های اولیه ایست که پیش بینی های لازم را ارائه نمی دهند. جی هونگ (۲۰۱۱) عملکرد بلند مدت عرضه های عمومی اولیه در انگلستان را بررسی کرد. شرکت هایی که در سال های پر حجم به بازار عمومی رفتند بدترین وضعیت را تجربه کردند. عملکرد نسبی بلند مدت بستگی به روش و معیار بررسی عملکرد دارد. به عنوان مثال اگر نتایج بر اساس بازده غیرعادی خرید و نگهداری سهام صورت گیرد، عملکرد ضعیف را نشان می دهد. در نهایت بیان می کند عرضه های عمومی دو مرحله ای ضعیف تر عمل می کنند. علاوه بر این، عرضه های اولیه ی دو مرحله ای عملکرد طولانی مدت مشابهی با عرضه های اولیه ی معمولی دارند. همچنین، قیمت کمتر برای عرضه های اولیه ی دو مرحله ای شدیدتر از عرضه های اولیه معمولی است.

کلارکسون و همکارانش (۲۰۰۷) دریافتند که برآوردهای داوطلبانه سودافشاء شده در گزارش های

رضایی و همکاران (۱۳۹۱)، نقش اطلاعاتی سود بر قیمت و بازده دوره نگهداری سهام را مورد پژوهش قرار دادند. نتایج نشان داد محتوای اطلاعاتی سود بر قیمت سهام، بازده، بازده غیرعادی و بازده غیرعادی انباشته شده دوره نگهداری سهام تاثیر مستقیم و معنادار دارد. یعنی قیمت و بازده سهام تحت تاثیر سود قرار می گیرند.

رضازاده و آشتاب (۱۳۸۹)، وجود پدیده ارزان فروشی سهام شرکت های جدیدالورود به بورس و هم چنین رابطه دقت سود پیش بینی شده با بازده اولیه سهام شرکت های جدیدالورود به بورس را مورد بررسی قرار داده اند. نتایج نشان داد که در بورس اوراق بهادار تهران نیز هم چون سایر کشورها، پدیده ارزان فروشی وجود دارد و بین خطای پیش بینی سود و بازده اولیه سهام شرکت های جدیدالورود، رابطه معنی دار وجود دارد. بدین ترتیب معلوم می شود که سرمایه گذاران می توانند خطای پیش بینی سود را تشخیص دهند و از آن در قیمت گذاری سهام استفاده کنند.

علوی طبری و همکاران (۱۳۸۸) دریافتند که بازدهی عرضه اولیه در ایران به طور متوسط در بلندمدت منفی است. اندازه شرکت و عملکرد شرکت قبل از ورود به بورس با عملکرد بلندمدت عرضه اولیه رابطه منفی معنادار دارند. نوع مالکیت سهامداران عمده در فرایند عرضه اولیه، عملکرد بلندمدت را تحت تاثیر قرار نمی دهد. با توجه به مبانی نظری ذکرشده، **فرضیه پژوهش** به شکل زیر تدوین گشته و در ادامه مورد آزمون تجربی قرار خواهد گرفت:

افشای پیش بینی سود در زمان عرضه ی اولیه ی سهام منجر به بهبود عملکرد طولانی مدت می شود.

روش شناسی پژوهش

در این بخش به تجزیه و تحلیل داده های حاصل از نمونه آماری تحقیق، شامل ۱۰۷ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۹۶ پرداخته شده و فرضیه های پژوهش از طریق برازش مدل های رگرسیونی مورد آزمون قرار می گیرند. دلیل انتخاب این دوره ی زمانی سنجش بازده غیرعادی خرید و نگهداری سهام برای ۳ سال پس از عرضه اولیه، یعنی تا سال ۱۳۹۹ است.

جدول ۱- حجم نمونه با توجه به روش غربالگری

۲۲۹	تعداد شرکت هایی که از سال ۸۱ تا ۹۶ وارد بورس شدند
۷۵	تعداد شرکت هایی که در صنعت واسطه گری مالی فعال بوده اند
۲۴	تعداد شرکت هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است
۲۳	تعداد شرکت هایی که اطلاعاتشان در دسترس نبوده یا ناقص بوده است
۱۰۷	تعداد شرکت هایی که به عنوان جامعه آماری همگن شده در نظر گرفته شدند

منبع: یافته های پژوهشگر

تجزیه و تحلیل داده ها در دو بخش آمار توصیفی و استنباطی انجام می پذیرد. در بخش آمار توصیفی به منظور کسب شناخت بیشتر درباره نسبت های مالی مورد مطالعه از شرکت های مدنظر، خلاصه ای از شاخص های تمرکز و پراکنش متغیرهای پژوهش ارائه می گردد. در بخش آمار استنباطی در خصوص فرضیه ها، به گزارش آزمون فرضیه ها و تجزیه و تحلیل نتایج حاصل پرداخته می شود. داده های مورد نیاز از یادداشت های پیوست صورت های مالی جمع آوری و وارد نرم افزار اکسل شد و سپس با استفاده از نرم افزار Stata اقدام به آزمون فرضیه ها شده است.

معرفی مدل و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش از مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته خواهد شد:

$$PER_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Forecast_{i,t} + \alpha_2 UnderPrice_{i,t} + \alpha_3 ForecastError_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 LAGE_{i,t} + \alpha_6 OWN_{i,t} + \alpha_7 BigN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این پژوهش برای سنجش عملکرد طولانی مدت شرکت های تازه وارد به بورس ($PER_{i,t}$) همانند پژوهش بچنر^۱ (۲۰۱۷) از دو روش زیر استفاده شده است:

روش اول: بازده غیرعادی خرید و نگهداری سهام برای ۳ سال پس از عرضه اولیه ($BHAR_{i,t}$) عملکرد طولانی مدت شرکت i در دوره t و برابر با بازده تعدیل شده سهام شرکت نسبت به بازار است. برای محاسبه این معیار، از بازده سه ساله سهام شرکت تقسیم بر بازده بازار استفاده می شود. ابتدای دوره محاسبه بازده، ۴ ماه پس از پایان اولین سال مالی شرکت در نظر گرفته می شود. بنابراین شرکت های مورد مطالعه، شرکت هایی هستند که حداقل ۳ سال و چهارماه از عرضه عمومی اولیه آنها در بورس گذشته باشد. به همین علت نمی توانستیم از عرضه های عمومی اولیه در سال های ۱۳۹۷-۱۴۰۰ استفاده کنیم. بازده خرید و نگهداری براساس رابطه زیر محاسبه می شود:

$$RiT = \prod_{i=1}^T (1 + rit) - 1$$

که T تعداد ماه و rit بازده شرکت i در ماه t است. بازده بازار طی دوره مشابه عبارت است.

$$RmT = \prod_{i=1}^T (1 + rmt) - 1$$

که rmt بازده بازار طی دوره زمانی مشابه است. بازده غیرعادی خرید و نگهداری $BHAR$ با استفاده از رابطه زیر محاسبه می گردد:

$$BHARiT = [\prod_{i=1}^T (1 + rit) - 1] - [\prod_{i=1}^T (1 + rmt) - 1]$$

روش دوم: باقیمانده (بازده غیرعادی) مدل سه عاملی فاما و فرنچ ($Abnreturn_{i,t}$) برای سنجش عملکرد طولانی مدت شرکت از باقیمانده مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۳) به عنوان بازده غیرعادی سهام در سال های آتی استفاده شده است. در ادامه مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۳) به اختصار تشریح می گردد. این مدل براساس مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای^۲، به شرح زیر بسط یافته است:

$$R_i - R_f = a_i + b_i(R_M - R_f) + s_iSMB + h_iHML$$

که در آن، $R_i - R_f$ بازده اضافی شرکت نسبت به بازده بدون ریسک است. $R_M - R_f$ صرف ریسک بازار و همان عامل بتای (β) مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای است که عامل بازار نامیده می شود و از طریق $R_M - R_f$ سنجیده می شود.

عامل دوم، تفاوت بین میانگین بازده های پرتفوی سهام شرکت های کوچک و پرتفوی سهام شرکت های بزرگ است که به آن عامل اندازه می گویند و با SMB نشان می دهند. به طوری که:

1. Buchner

1. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$SMB = \left(\frac{\frac{S}{L} + \frac{S}{M} + \frac{S}{H}}{3} \right) - \left(\frac{\frac{B}{L} + \frac{B}{M} + \frac{B}{H}}{3} \right)$$

$\frac{S}{L}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.

$\frac{S}{M}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.

$\frac{S}{H}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.

$\frac{B}{L}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.

$\frac{B}{M}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.

$\frac{B}{H}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.

عامل سوم تفاوت بین میانگین بازده پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین است که عموماً به آن عامل ارزش می‌گویند و با HML نشان می‌دهند.

$$HML = \left(\frac{\frac{S}{H} + \frac{B}{H}}{2} \right) - \left(\frac{\frac{S}{L} + \frac{B}{L}}{2} \right)$$

$\frac{S}{H}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.

$\frac{B}{H}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.

$\frac{S}{L}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.

$\frac{B}{L}$: میانگین بازده پرتفوی شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.

متغیر مستقل پژوهش حاضر افشای پیش‌بینی سود در زمان عرضه عمومی اولیه توسط شرکت‌های تازه وارد به بورس ($Forcast_{i,t}$) است که از طریق یک متغیر ساختگی اندازه‌گیری می‌شود. در صورتی که شرکت در عرضه عمومی اولیه اقدام به پیش‌بینی سود کرده باشد برابر با ۱ و در غیر این صورت برابر با صفر است.

متغیرهای کنترلی موجود در مدل و روش سنجش هر یک در ادامه تشریح می‌گردند:

$UnderPrice_{i,t}$: قیمت گذاری پایین سهام در عرضه عمومی اولیه و برابر با اختلاف قیمت پیشنهادی سهم در عرضه عمومی اولیه از متوسط قیمت تقاضای سهم در بازار تقسیم بر قیمت پیشنهادی است.

$ForecastError_{i,t}$: خطای پیش بینی سود شرکت i در سال t و برابر با اختلاف بین سود محقق شده و سود پیش بینی شده شرکت تقسیم بر سود پیش بینی شده شرکت است. این معیار، درصدی از خطای پیش بینی را به صورت نسبت ارائه می دهد.

$ROA_{i,t}$: بازده دارایی شرکت i در سال t و برابر با نسبت سود عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی های شرکت است.

$LAGE_{i,t}$: عمر شرکت i در سال t و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سالهای تاسیس شرکت است.

$OWN_{i,t}$: مالکیت داخلی شرکت i در سال t و برابر با نسبت سهام در اختیار مدیران شرکت به کل سهام منتشر شده شرکت است.

$BIGN_{i,t}$: متغیر موهومی اندازه حسابرست و در صورتی که حسابرسی شرکت توسط سازمان حسابرسی انجام پذیرد برابر با ۱ و در غیر این صورت برابر با صفر است.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

در این بخش، شاخص های تمرکز داده ها شامل میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی داده ها شامل انحراف معیار، کمینه و بیشینه هریک از متغیرهای تحقیق ارائه می گردد. خلاصه وضعیت شاخص های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل به شرح جدول (۲) بوده است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
عملکرد طولانی مدت (روش اول)	BHAR	۲.۳۸۲	۵.۸۰۶	-۰.۵۶۲	۱.۲۳۵
عملکرد طولانی مدت (روش دوم)	ABNRETURN	-۰.۱۰۵	۱	۰	۰.۰۷۲
افشای پیش بینی سود	FORECAST	۰.۲۸۰	۱	۰	۰.۴۵۱
قیمت گذاری پایین	UNDERPRICE	-۰.۰۸۱	۰	-۰.۲۶۴	۰.۰۸۹
خطای پیش بینی سود	FORECASTERROR	۰.۲۴۹	۰.۸۱۸	-۰.۳۴۹	۰.۳۱۵
بازده دارایی	ROA	۰.۲۶۱	۰.۵۹۲	-۰.۱۰۹	۰.۲۰۷
عمر شرکت	LAGE	۲.۸۶۸	۳.۳۶۷	۲.۰۷۹	۰.۳۵۹
مالکیت داخلی	OWN	۰.۳۹۹	۰.۵۹۵	۰.۲۱۰	۰.۱۱۰
اندازه حسابرست	BIGN	۰.۳۸۳	۱	۰	۰.۴۸۸

منبع: یافته های پژوهشگر

مطابق با یافته‌های جدول (۲) مشاهده می‌شود که متوسط عملکرد طولانی مدت شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه ۲/۳ به دست آمده که بالاترین آن ۵/۸ و پایین‌ترین آن منفی ۵۶ درصد است که نشان از بازدهی منفی شرکت دارد. هم‌چنین، افشای پیش‌بینی سود نشان می‌دهد که ۲۸ درصد شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه اقدام به پیش‌بینی سود کرده‌اند. هم‌چنین، مقدار کم قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها به طور متوسط منفی ۸ درصد بوده است. خطای پیش‌بینی سود شرکت‌ها نیز نشان می‌دهد که اختلاف بین سود محقق شده و سود پیش‌بینی شده شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه ۲۳ درصد سود پیش‌بینی سود بوده که این رقم به بیش از ۸۱ درصد هم رسیده است. هم‌چنین، بازده دارایی‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه در دوره بررسی ۲۶ درصد کل دارایی‌های خود سود عملیاتی داشته‌اند که بالاترین آن ۵۹ درصد و پایین‌ترین آن زیان عملیاتی ۱۰ درصدی نسبت به کل دارایی‌ها را نشان می‌دهد. مالکیت داخلی نشان می‌دهد که مدیران به طور متوسط بیش از ۳۸ درصد سهام شرکت‌ها را در اختیار دارند و اندازه حسابرس نشان می‌دهد که بیش از ۳۸ شرکت‌های نمونه در دوره بررسی از خدمات سازمان حسابرسی بهره گرفته‌اند. عمر شرکت‌ها نیز به طور متوسط ۲/۸ به دست آمده است که بالاترین آن ۳/۳ می‌باشد. در نهایت، بازده غیرعادی شرکت‌ها به طور متوسط منفی ۱۰ درصد به دست آمده که بالاترین آن مثبت ۵ درصد و پایین‌ترین آن منفی ۲۳ درصد می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش

همان‌طور که در بخش روش‌شناسی پژوهش به آن اشاره شد، متغیر وابسته (عملکرد طولانی مدت) به دو روش اندازه‌گیری شده است. لذا در ادامه به تشریح هر دو خروجی می‌پردازیم: در جدول (۳) جزئیات برازش مدل مربوط به روش اول، بازدهی غیرعادی خرید و نگهداری سهام ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج برآورد مدل (متغیر وابسته: بازده غیرعادی خرید و نگهداری سهام)

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
FORECAST	-۰.۲۴۳	۰.۳۲۷	-۰.۷۴	۰.۴۵۸	۰.۰۰۱
UNDERPRICE	۰.۸۵۶	۱.۷۷۳	۰.۴۸	۰.۶۲۹	۰.۰۰۱
FORECASTERROR	-۰.۱۰۶	۰.۴۷۰	۰.۲۳	۰.۸۱۹	۰.۰۰۱
ROA	-۱.۴۹۳	۰.۶۰۰	-۲.۴۹	۰.۰۱۲	۰.۰۰۱
OWN	-۰.۳۱۶	۱.۴۰۹	-۰.۲۲	۰.۸۲۹	۰.۰۰۱
BIGN	۰.۰۶۳	۰.۲۷۸	۰.۲۳	۰.۸۱۹	۰.۰۰۱
LAGE	-۰.۲۰۸	۰.۵۲۷	-۰.۳۹	۰.۶۹۹	۰.۰۰۱
عدد ثابت	۴.۰۵۷	۲.۰۷۰	۱.۹۶	۰.۰۵۲	۰.۰۰۱
ضریب تعیین مدل	۰.۳۱۸۷				
بروش پاکان	۰.۸۹ (۰.۳۴)				

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
آماره (معناداری)					
F-statistic			۱.۹۰		
Prob(F-statistic)			۰.۰۴		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

براساس جدول شماره ۳، مقادیر شاخص تورم واریانس نشان از عدم وجود همخطی میان متغیرهای توضیحی پژوهش دارد. ضریب تعیین مدل گویای آن است که ۳۱/۸۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌گردد. آماره و سطح معناداری آزمون بروش پاگان به ترتیب ۰.۸۹ و ۰.۳۴ بوده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. همچنین آماره و سطح معناداری f بیانگر برازش صحیح مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ است. نتایج نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیر افزایش پیش‌بینی سود در زمان عرضه عمومی اولیه (۰/۴۶۰) بزرگتر از حداکثر خطای قابل قبول ۰/۰۵ بوده و نشان دهنده عدم معناداری اثر افزایش پیش‌بینی سود در زمان عرضه عمومی اولیه بر روی عملکرد طولانی مدت شرکت‌ها می‌باشد. از این رو می‌توان بیان نمود که فرضیه پژوهش در روش اول سنجش عملکرد طولانی مدت، مورد تایید قرار نگرفته است. در جدول (۴) جزئیات برازش مدل مربوط به روش دوم، فاما و فرنچ ارائه شده است.

جدول ۴- نتایج برآورد مدل (متغیر وابسته: بازده غیرعادی از طریق مدل فاما و فرنچ)

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
FORECAST	۰.۰۰۳	۰.۰۱۸	۰.۲۲	۰.۸۳۰	۱.۰۹
UNDERPRICE	-۰.۰۱۴	۰.۰۹۵	-۰.۱۵	۰.۸۸۳	۱.۰۷
FORECASTERROR	-۰.۰۲۷	۰.۰۲۸	-۰.۹۸	۰.۳۳۰	۱.۰۳
ROA	۰.۰۳۸	۰.۰۳۹	۰.۹۷	۰.۳۳۵	۱.۰۷
OWN	-۰.۰۶۰	۰.۰۹۳	-۰.۶۴	۰.۵۲۲	۱.۰۸
BIGN	-۰.۰۲۵	۰.۰۱۷	-۱.۰۴۷	۰.۱۴۴	۱.۰۴
LAGE	-۰.۰۲۵	۰.۰۲۷	-۰.۰۹۵	۰.۳۴۷	۱.۰۷
عدد ثابت	۰.۰۰۶		۰.۰۵		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۳۱۸۷				
بروش پاگان آماره (معناداری)	۵.۸۱ (۰.۰۱۵)				
F-statistic	۰.۰۰۰				

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
Prob(F-statistic)			۰.۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

براساس جدول شماره ۴، مقادیر شاخص تورم واریانس نشان از عدم وجود همخطی میان متغیرهای توضیحی پژوهش دارد. ضریب تعیین مدل گویای آن است که ۳۱/۸۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌گردد. آماره و سطح معناداری آزمون بروش پاگان به ترتیب ۵.۸۱ و ۰.۰۱۵ بوده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. همچنین آماره و سطح معناداری f بیانگر برازش صحیح مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ است. نتایج نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیر افزایش پیش‌بینی سود در زمان عرضه عمومی اولیه (۰/۸۳۰) بزرگتر از حداکثر خطای قابل قبول ۰/۰۵ بوده و نشان دهنده عدم معناداری اثر افزایش پیش‌بینی سود در زمان عرضه عمومی اولیه بر روی عملکرد طولانی مدت شرکت‌ها می‌باشد. از این رو می‌توان بیان نمود که فرضیه پژوهش در روش دوم سنجش عملکرد طولانی مدت، مورد تایید قرار نگرفته است.

۵- نتیجه گیری

سرمایه‌گذاران تمایل دارند اطلاعات خوبی در مورد شرکت‌ها داشته باشند تا بتوانند با مطالعه آن اطلاعات، تصمیم به سرمایه‌گذاری بگیرند. نقش اقلام اطلاعاتی حسابداری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید، فروش و یا حفظ سهام دارای اهمیت می‌باشد. از جمله این اطلاعات مالی پیش‌بینی سود می‌باشد. انتظارات سرمایه‌گذاران از پیش‌بینی سود، شرکت‌ها را تحت فشار قرار می‌دهد تا به سود پیش‌بینی شده دست یابند. صحت پیش‌بینی سود می‌تواند مبنای مناسبی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران باشد. از طرفی مغایرت بین سود پیش‌بینی شده با سود واقعی هزینه‌های زیادی از جمله از دست دادن شهرت و در نتیجه کاهش سرمایه‌گذاری‌ها را در پی خواهد داشت. که این برای عرضه‌های اولیه با اهمیت است چون هدف آنها از ورود به بازار افزایش سرمایه است. شرکت‌های عرضه‌ی اولیه به احتمال زیاد به منظور افزایش مزایای پیش‌بینی در مقابل هزینه‌های پیش‌بینی، اطلاعات معتبر را به طور داوطلبانه افشا می‌کنند. خطاهای پیش‌بینی بالا منجر به عملکرد ضعیف بلند مدت می‌شود. دلیل این امر آن است که وقتی خطای پیش‌بینی زیاد باشد، سرمایه‌گذاران بلند مدت ناامید می‌شوند و از اینرو دارایی‌های خود را می‌فروشند. چنین رفتاری قیمت را پایین آورده و به عملکرد ضعیف در درازمدت منجر می‌شود که می‌تواند هم برای مدیران و هم برای سرمایه‌گذاران نقش مهمی داشته باشد. بدین ترتیب که اگر اطلاعات مربوط به سود شرکت رو به افزایش باشد سرمایه‌گذاران تشویق به خرید سهام می‌شوند ولی اگر اطلاعات سود شرکت نامطلوب باشد سرمایه‌گذاران سهام مربوط به آن شرکت را به فروش می‌رسانند. همچنین اگر وضعیت اطلاعاتی سود تغییر مثبت داشته و رو به بهبود باشد سهام خود را حفظ می‌نمایند.

مطالعه حاضر به بررسی اینکه آیا و به چه میزان شرکت های عرضه اولیه ی بورس اوراق بهادار تهران که پیش بینی سود را ارائه می کنند عملکرد طولانی مدت بهتری دارند، پرداخته است. یافته های پژوهش حاکی از عدم وجود تاثیر معنادار پیش بینی سود در زمان عرضه ی اولیه بر عملکرد طولانی مدت است. این نتیجه در تضاد با یافته های عبدالقادر و همکاران (۲۰۱۷) می باشد. همچنین اثر معناداری از سوی عمر شرکت، مالکیت داخلی و اندازه حسابرس بر عملکرد بلند مدت مشاهده نشد. طبق تحقیقات بچنر و همکاران (۲۰۱۷) عملکرد ضعیف در بلند مدت، با استفاده از بازده خرید و نگهداری بازده سهام و مدل سه عاملی فاما و فرنچ، محدود به عرضه های اولیه ایست که پیش بینی های لازم را ارائه نمی دهند. پیش بینی سود در زمان عرضه اولیه می تواند توانایی سرمایه گذاران برای پیش بینی عملکرد شرکت در دوره آینده را بالا ببرد. در نتیجه این کار عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می یابد و مدیران بهتر می توانند نظر سرمایه گذاران را برای تصمیمات سرمایه گذاری جلب کنند. اما ما در پژوهش حاضر به خلاف این یافته ها دست یافتیم. از جمله دلایلی که می توان ذکر نمود، نبود الزام قانونی برای اعلام پیش بینی سود و خطای بالای پیش بینی سود که عواقب قانونی برای مدیریت به همراه ندارد، منجر به عدم توجه سرمایه گذاران به پیش بینی سود در تصمیم گیری ها می شود، است.

محدودیت پژوهش

ازجمله محدودیت های این پژوهش، ناهمگن بودن دوره ی پژوهش از لحاظ حجم عرضه های انجام شده، در سال های مختلف است. به گونه ای که در برخی سال های مورد بررسی، حجم عرضه اولیه به نحو چشمگیری بیشتر از سایر دوره ها بوده است.

توصیه برای پژوهش های آتی

در این پژوهش شرکت ها در یک گروه بررسی شده اند. می توان شرکت ها را بر اساس پیش بینی درست و پیش بینی نادرست تقسیم بندی نموده سپس روابط ذکر شده را در دو گروه فوق بررسی و مقایسه کنیم.

فهرست منابع

- حسین نژاد، امیر، (۱۳۸۹)، ضرورت بازنگری جایگاه های سیستم های اطلاعاتی حسابداری در آموزش و حرفه حسابداری، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۳(۹): ۲۲-۴۲.
- حقیقت، حمید و معتمد، محمد. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین نوسان پذیری و قابلیت پیش بینی سود، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳(۶۱): ۶۵-۸۷.
- دولو، مریم، مسلم، الهام، (۱۳۹۶)، بازارهای سرد و داغ عرضه های عمومی اولیه سهام، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۳۹(۱۰): ۲۳-۴۶.
- رضایی، فرزین، سلیمانی راد، سکینه، (۱۳۹۱)، تاثیر اطلاعاتی سود بر قیمت و بازده دوره نگهداری سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۵(۱۳): ۱-۱۹.
- عبده تبریزی، حسین، داریوش، دموری، (۱۳۸۲)، شناسایی عوامل موثر بر بازده بلندمدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، ۵(۱۵): ۱۵-۵۰.
- علم الهدی، سیدسجاد، دریابر، عبدالله، طریق، سمانه، بررسی رابطه کیفیت سود و ساختار سرمایه (مطالعه موردی: شرکت های غیرمالی پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه اقتصاد مالی، ۸(۲۷): ۱-۱۰.
- علوی طبری، سید حسین، رحمانی، علی، مکی شلیبر، (۱۳۸۸)، عملکرد بلند مدت عرضه های اولیه ی سهام در ایران: آزمون تجربی برخی از عوامل مرتبط، فصلنامه مطالعات حسابداری، ۶(۲۲): ۷۳-۹.
- فرمان آرا، وحید، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه بین اطلاعات نامتقارن و اختیارات مدیریتی با تامین مالی و سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه اقتصاد مالی، ۱۲(۴۳): ۲۰۹-۲۳۲.
- محقق نیا، محمدجواد، ضیاء چی، اصغرعلی، سرگلزایی، مصطفی، خاشعی، وحید، (۱۴۰۱)، ارزیابی اثر نوسانات ارزی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سنجش وقفه های زمانی آن، فصلنامه اقتصاد مالی، ۱۶(۵۹): ۱۲۷-۱۵۳.
- Alhadab, M., Clacher, I., & Keasey, K. (2015). Real and accrual earning management and IPO failure risk. *Accounting and Business Research*, 45: 55-9.
- Baron J, Hannan, MT, Burton, MD. (2001). Labor pains: Change in organizational models and employee turnover in young, high-teach firms. *American Journal of Sociology*, 106: 960-1012.
- Bozanic, Z., Roulstone, D., Buskirk, A. (2018). Management earnings forecasts and other forward-looking statements, *Journal of Accounting and Economics* 65, 1-20.
- Buchner, A., Abdulkadir, M., Brahim, S. (2017). The association between earnings forecast in IPOs prospectuses and earnings management post listing: An empirical analysis. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 51: 92-105.
- Clarkson, P.M., Dontoh, A., Richardson, G., & Sefcik, S.E. (1992). The voluntary inclusion of earnings forecasts in IPO prospectuses. *Contemporary Accounting Research*, 8: 601-616.
- Cohen, L., Marcus, A., Rezaee, Z., Tehranian, H. (2018). Waiting for guidance: Disclosure noise, verification delay, and the value-relevance of good-news versus badnews management earnings forecasts, *Global Finance Journal*, 37, 79-99.
- Cormier, D., Pascale, L.A., & McConomy, B.J. (2014). Forecasts in IPO prospectuses: The effect of corporate governance on earnings management. *Journal of Business Finance and Accounting*, 1: 100-127.

- Huang, Ji. (2011). Long-term Performance of UK IPOs. Accounting and Finance Birmingham Business School the University of Birmingham, 1-96.
- Lee, G. & Masulis, R.W. (2011). Do more reputable financial institutions reduce earnings management by IPO issuers? Journal of Corporate Finance, 17: 982-1000.
- Ritter J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. Journal of Finance, vol. 1:3-27
- Shiva Kumar, L., Urcan, O., Vasvari, F. & Zhang, L. (2011). The Debt Market Relevance of Management Earnings Forecasts: Evidence from Before and During the Credit Crisis. Review of Accounting Studies, 16: 464-486.
- Pristker, Matthew. (2006). A Fully-Rational Liquidity-Based Theory of IPO Underpricing and Underperformance. Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Wongsunwai, W. (2012). The effect of external monitoring on accrual-based and real earnings management: Evidence from venture-backed initial public offerings. Contemporary Accounting Research, 30, 296-324



Earning forecasting in the initial public offering and its consequences

Anahita Sadat Daryabari¹

Iman Dadashi²

Kaveh Azinfar³

Received: 2025/March/26

Accepted: 2025/June/01

Abstract

Purpose: The expected profit is among the information influencing the decision to buy shares during the initial public offering. On the other hand, the disclosure of the profit forecast can put pressure on companies to meet the target, and failure to do so will have severe consequences for subsequent capital raising. The purpose of this research is to investigate the impact of profit forecast at the time of initial public offering on the long-term performance of companies in the Tehran Stock Exchange.

Method: In order to measure the long-term performance of companies, two methods of the adjusted return of the company's stock relative to the market for 3 years after the initial offering and the three factor model of Fama and French have been used. The data required for the current research has been extracted from 107 companies whose shares have been offered to the public in the period of ۱۳۹۰-۱۴۰۳.

Results: Findings indicate that there is no significant effect of profit forecast at the time of initial public offering on the long-term performance of companies (in both methods).

Conclusion: The results suggest that earnings forecasts at the time of the initial public offering do not contain information content and the market does not respond to it. And considering the difference between the realized profit and the projected profit of companies with initial public offering, it seems that due to the lack of legal punishment and lack of attention Due to the consequences and costs of incorrect forecasting, management does not see itself under pressure to achieve the predicted earning.

Keywords: Earnings Forecasts, Initial Public Offerings, Long-run Performance, Adjusted return, Fama and French model.

JEL Classification: G1, G17, G1

¹ Department of Accounting, Bab.C., Islamic Azad University, Babol, Iran. daryabari@baboliau.ac.ir

² Department of Accounting, Qom University, Qom, Iran (Corresponding author) I.dadashi@qom.ac.ir

³ Department of Accounting, Bab.C., Islamic Azad University, Babol, Iran. azinfar@baboliau.ac.ir